

Санкт-Петербургский государственный университет

На правах рукописи

ЛЬВОВА НАДЕЖДА АЛЕКСЕЕВНА

**Финансовая стабильность предприятий:
методология фундаментальных и прикладных исследований**

Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

**ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени доктора экономических наук**

**Научный консультант – доктор экономических наук, профессор
Иванов Виктор Владимирович**

Санкт-Петербург – 2016

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	4
ГЛАВА 1 КОНЦЕПЦИЯ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ	14
1.1 Корпоративная финансовая диагностика как методология оценки финансовой стабильности предприятий.....	14
1.2 Финансовые особенности кризиса предприятий.....	27
1.3 Стабильность в контексте корпоративного жизненного цикла.....	43
1.4 Стабильность в представлениях финансовой науки.....	57
ГЛАВА 2 МЕТОДОЛОГИЯ ОЦЕНКИ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ	73
2.1 Финансовая несостоятельность как антитеза финансовой стабильности предприятий: особенности и взаимосвязь.....	73
2.2 Методические подходы к оценке финансовой стабильности предприятий.....	84
2.3 Развитие аналитического подхода к оценке финансовой стабильности предприятий.....	95
2.4 Эвристический подход к оценке финансовой стабильности предприятий.....	112
ГЛАВА 3 ПОТЕНЦИАЛ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ КРИЗИСНЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ: УСЛОВИЯ РЕАЛИЗАЦИИ И ФИНАНСОВАЯ ДИАГНОСТИКА	133
3.1 Особенности функционирования предприятий при угрозе финансовой несостоятельности (банкротства).....	133
3.2 Признаки и механизм банкротства предприятий.....	149
3.3 Выявление признаков неплатежеспособности предприятий.....	161
3.4 Оценка потенциала финансовой стабильности предприятий в условиях неплатежеспособности.....	175
ГЛАВА 4 ПРЕДНАМЕРЕННОЕ БАНКРОТСТВО КАК УГРОЗА ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ	189

4.1	Преднамеренное банкротство предприятий в системе экономических отношений.....	189
4.2	Финансовый механизм преднамеренного банкротства предприятий.....	202
4.3	Финансовые схемы преднамеренного банкротства предприятий.....	214
4.4	Финансовая диагностика преднамеренного банкротства предприятий.....	225
	ГЛАВА 5 ФИНАНСОВАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЙ В КОНТЕКСТЕ МОНИТОРИНГА ФИНАНСОВЫХ СИСТЕМ.....	243
5.1	Особенности функционирования современных финансовых систем.....	243
5.2	Концепция финансовой стабильности в методологии мониторинга финансовых систем.....	255
5.3	Мониторинг финансовой стабильности предприятий, обладающих публичным статусом.....	270
5.4	Развитие методических подходов к мониторингу финансовой стабильности российских предприятий.....	284
	ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	302
	СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....	313
	СПИСОК ИЛЛЮСТРАТИВНОГО МАТЕРИАЛА.....	360
	Приложение 1 Финансовая диагностика неплатежеспособного предприятия с признаками преднамеренного банкротства.....	365
	Приложение 2 Страны с развитыми и формирующимися финансовыми рынками.....	401
	Приложение 3 Позиция Российской Федерации в глобальном рейтинге финансового развития.....	402
	Приложение 4 Оценка индекса финансового развития (ИФР) по методологии Всемирного экономического форума	404
	Приложение 5 Показатели финансового развития по методологии Всемирного банка.....	406

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы диссертационного исследования predeterminedена спецификой функционирования современных предприятий, финансовая стабильность которых подвергается многочисленным и разнообразным вызовам, требующим систематической оценки, переосмысления и преодоления. В настоящее время проблематика финансовой стабильности, как правило, ассоциируется с функционированием финансового сектора, имеющим неоспоримо высокое влияние на социально-экономическую конъюнктуру жизни общества. С позиции данных представлений, развивается методология исследования и оценки финансовой стабильности. Вместе с тем, чрезвычайно актуальны и востребованы фундаментальные и прикладные исследования финансовой стабильности предприятий, с учетом динамической природы корпоративных кризисов и циклов, а также противоречивого, непоступательного и вариативного развития финансовых систем, что столь отчетливо проявляется в странах с формирующимся рынком, включая Российскую Федерацию.

Методология мониторинга финансовой стабильности предприятий в контексте международных финансовых сравнений и оценки финансовых систем преимущественно апеллирует к инструментарию традиционного коэффициентного анализа. В этой связи имеются широкие нереализованные возможности для формирования апофатической (отрицающей) концепции финансовой стабильности предприятий, которая позволит обогатить имеющуюся методологию за счет теоретических и методических основ корпоративной финансовой диагностики. Таким образом, тема диссертационного исследования представляется исключительно актуальной, что, как будет аргументировано далее, подтверждается и уровнем разработанности научных представлений в данной области.

Степень разработанности научной проблемы

Несмотря на масштабный корпус научных работ, посвященных отдельным аспектам исследуемой проблематики, концепция финансовой стабильности предприятий в ее широком многофункциональном значении находится в начале своего формирования, требуя критического переосмысления и развития.

Необходимо подчеркнуть, что гармонизированная методология научных исследований в данном отношении отсутствует, и, следовательно, наблюдается понятийная, структурная и содержательная неупорядоченность. В результате, релевантные направления научных исследований развиваются и реализуются, если не в изоляции, то в основном по независимым траекториям, задача интеграции которых представляется весьма перспективной, научно и практически значимой.

Истоки концепции финансовой стабильности предприятий находятся на пересечении предметной области финансовой науки и финансовых аспектов антикризисного управления. Отдельного внимания в этой связи заслуживает концепция и методология *корпоративной финансовой диагностики*, вклад в формирование которой внесли многие авторы. Содержание корпоративной финансовой диагностики интерпретируется неоднозначным образом, но зачастую ассоциируется с кризисами и финансовым здоровьем предприятий в самом его разнообразном понимании. В этой связи следует отметить исследования, раскрывающие *сущность кризисов*, а также важнейшие аспекты обеспечения и оценки *финансового здоровья предприятий*, включая классические исследования Богданова А. А., Хермана Ч., Ансоффа И., Раппопорта А., Фримана Э., Дженсона М., Меклинга У., Модильяни Ф., Миллера М. и других авторов, среди которых в отношении корпоративной финансовой диагностики следует отметить Коласса Б., Хиггинса Р., Бланка И. А., Соколова Я. В., Пятова М.Л., Ковалева В. В., Ковалева Вит. В., Шеремета А.Д., Иванова В. В., Бобылеву А. З., Лукасевича И. Я., Грачева А. В., Тонких А. С., Ионова А. В., Бочарова В. В., Савицкую Г. В., Савчука В. П., Бородкина К. В., Выборову Е. Н., Круш З. А., Ткачеву Ю. В., Фомина Я. А., Галкину Е. В., Глазова М. М., Евсюкову М. А., Захарову Е. Н., Кислицину Л. В., Куницину С. Ю., Лавренову Г. А., Погостинскую Н. Н., Погостинского Ю. А., Сабельфельд Т. В., Швецова Ю. Г.

Весомое значение в развитии концепции финансовой стабильности предприятий имеют исследования *корпоративного жизненного цикла*, представленные в публикациях Широковой Г. В., Ивашковской И. В., Филоновича С. Р., Андреевой Т. В., Константинова Г. Н., Иващенко А. С.,

Григорьева Л. М., Лавизиной О. В. и других российских авторов, успешно адаптирующих теорию управления изменениями к специфике формирующегося рынка. Не менее высокой значимостью обладают исследования *корпоративных банкротств*, включая неправомерные аспекты данного явления, в том числе работы Черновой М. В., Егорова В. Н., Радыгина А. Д., Симачева Ю. В., Апеваловой Е. А., Кальварского Г. В., Бобылевой А. З., Львовой О. А., Ряховской А. Н., Кована С. Е., Коцюбы Н. В., Кочеткова Е. П., Толпегинной О. А. Фундаментальные основания методологии оценки финансовой стабильности предприятий восходят к работам представителей школы *прогнозирования банкротства*, включая иностранных и отечественных авторов – Бивера У., Альтмана Э., Таффлера Р., Вилкокса Дж., Олсона Дж., Змиевского М., Килхофера С., МакКвина Дж., Васичека О., Аргенти Дж., Зайцеву О. П., Беликова А. Ю., Давыдову Г. В., Колышкина А. В., Ковалева В. В., Федорову Е. А., Гиленко Е. В., Довженко С. Е., Данилову Ю. А., Жданова В. Ю. и др.

Конвергенция задач корпоративной финансовой диагностики и оценки финансовых систем обращает нас к исследованиям в области *финансового развития* (Левайна Р., Демиргюч-Кунт А., Чихака М., Бека Т., Боди Ц., Мертона М., Хансона Дж. А., Хонохана П., Маджони Дж., а также Миркина Я. М., Рубцова Б. Б., Иванова В. В., Столбова М. И., Головина М. Ю., Зубова В. М., Иноземцева В. Л. и др.) и *финансовой стабильности* (Мински Х., Мишкина Ф., Тобина Дж., Аллена Ф., Гейла Д., Трунина П. В., Каменских М. В., Дробышевского С. М., Палий А. А., Кнобеля А. Ю., Моисеева С. Р., Лобановой М. А., Лукасевича И. Я., Федровой Е. А., Ключникова И. К., Молчановой О. А., Романовского М. В., Кормилицыной И. Г., Шевченко Л. М. и др.). Исследования финансового развития так или иначе затрагивают проблематику *формирующихся финансовых рынков*. В этом отношении необходимо особо подчеркнуть вклад отечественных авторов, рассматривающих отдельные аспекты функционирования *российского финансового рынка*, включая его корпоративный сегмент – Миркина Я. М., Рубцова Б. Б., Теплового Т. В., Иванова В. В., Вороновой Н. С., Лялина В. А., Романовского М. В., Болдыревой Н. Б., Парфенова А. А., Черненко В. А. и др.

Потенциал систематизации, интеграции и развития научных исследований финансовой стабильности предприятий объясняет выбор темы диссертации, предопределяя постановку цели и задач исследования.

Цель и задачи диссертационного исследования

Цель диссертации заключается в обосновании методологии фундаментальных и прикладных исследований финансовой стабильности предприятий в контексте задач корпоративной финансовой диагностики и мониторинга финансовых систем.

Достижение цели диссертационного исследования предполагает последовательное решение следующих задач:

- 1) Сформулировать концепцию финансовой стабильности предприятий, основанную на обобщенных и систематизированных научных представлениях о стабильном функционировании социально-экономических систем.
- 2) Аргументировать логику и ключевые направления развития методологии оценки финансовой стабильности предприятий с учетом теоретических и методических основ корпоративной финансовой диагностики и прогнозирования финансовой несостоятельности.
- 3) Выявить значение и особенности финансовой диагностики кризисных предприятий, предложив рекомендации по развитию методических подходов к оценке потенциала финансовой стабильности (реабилитационного потенциала) должника в контексте современного института несостоятельности.
- 4) Обосновать концепцию преднамеренного банкротства как специфической угрозы финансовой стабильности предприятий, представив модернизированную методологию финансовой диагностики данной неправомерной деятельности с учетом ее институциональных предпосылок и механизма реализации.
- 5) Раскрыть потенциал развития научных исследований финансовой стабильности предприятий в контексте актуальных методических подходов к мониторингу финансовых систем.

Объект и предмет исследования

Объектом диссертационного исследования является финансовая

стабильность предприятий. Предметом – методологические основы научных исследований по данной проблематике, результаты которых востребованы в решении широкого спектра прикладных задач, включая задачи финансового менеджмента, инвестиционного анализа и регулирования финансовых систем.

Теоретическая и методологическая основа исследования

Теоретическую и методологическую основу диссертации сформировали научные исследования в области корпоративных финансов, инвестиционного анализа, мониторинга финансовых систем и управления финансовой стабильностью во взаимосвязи с финансовыми аспектами антикризисного управления. Некоторые аспекты исследуемой проблематики анализировались в более широком междисциплинарном контексте с учетом отдельных положений корпоративного менеджмента и экономической науки.

Методология исследования базируется на системном подходе к научному познанию. Данный подход реализован с применением системно-структурного, системно-функционального, конкретно-исторического и других релевантных методов. Кроме того, использовались такие общенаучные методы познания, как абстрагирование, анализ, синтез, индукция, дедукция, сравнение и аналогия.

Важное теоретическое значение в методологии исследования имеет концепция функционально-структурных финансов, объединяющая неоклассические, поведенческие и институциональные аспекты финансовой науки. В прикладном отношении следует особо отметить методы финансового анализа и прогнозирования банкротства предприятий, включая статистические и экспертные подходы к решению поставленных задач.

Информационная база исследования

Информационную базу диссертационного исследования представили информационно-аналитические материалы международных и российских институтов финансового рынка, включая Всемирный банк, Международный валютный фонд, Банк России; статистические материалы, опубликованные в научной литературе и в специализированных системах, в том числе в Базе данных Всемирного банка, в Центральной базе статических данных России, в российском

Едином федеральном реестре сведений о банкротстве, а также на официальных сайтах Росстата, Федеральной налоговой службы России, Высшего арбитражного суда Российской Федерации, Министерства юстиции США и др.; информационные материалы, самостоятельно полученные автором в процессе экспертной деятельности по отдельным аспектам проблематики.

Обоснованность и достоверность результатов исследования

Обоснованность и достоверность полученных результатов обеспечивается за счет соблюдения важнейших принципов научного исследования: системности, проверяемости, непротиворечивости. Соответствие принципу системности в контексте имеющихся научных представлений достигается с учетом результатов подробного анализа литературы по исследуемой проблематике, включая работы ведущих представителей финансовой науки. Доказуемости полученных результатов, с позиции их проверяемости и непротиворечивости, способствуют научно обоснованная методология исследования, а также его последовательно представленная логика, которая аргументируется и сопровождается подробной характеристикой теоретических и методических источников.

Соответствие диссертации Паспорту научной специальности

Диссертация соответствует Паспорту научной специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит (экономические науки) по следующим пунктам, расположенным с учетом относительной значимости: 3.1 Теория, методология и концептуальные основы финансов хозяйствующих субъектов; 3.11 Исследование внутренних и внешних факторов, влияющих на финансовую устойчивость предприятий и корпораций; 1.3 Теория и методология влияния финансовой системы на результаты социально-экономического развития.

Научная новизна результатов диссертации состоит в обосновании методологии научных исследований финансовой стабильности предприятий, имплементированной применительно к задачам корпоративной финансовой диагностики и мониторинга финансовых систем, с акцентом на специфику стран с формирующимся рынком.

Наиболее существенные результаты исследования, обладающие научной новизной и полученные лично соискателем

- 1) Разработана апофатическая концепция финансовой стабильности предприятий, апеллирующая к систематизированным и углубленным научным представлениям о корпоративных жизненных циклах и кризисах.
- 2) Сформулирована концепция корпоративной финансовой диагностики как релевантной, с позиции апофатического подхода, методологии оценки финансовой стабильности предприятий, содержание которой должно быть, прежде всего, ориентировано на исследования финансовой несостоятельности.
- 3) Обоснована методология оценки финансовой стабильности предприятий с применением инструментария прогнозирования финансовой несостоятельности, в том числе упорядочены ее теоретико-методические основания, формирующие логику и направления научных исследований в этой области.
- 4) Раскрыты основные подходы к формированию теоретических моделей финансовой несостоятельности предприятий в развитие выявленного аналитического подхода к оценке финансовой стабильности.
- 5) Аргументирована методология финансовой диагностики кризисных предприятий в контексте значимых особенностей современного института несостоятельности, определяющая вектор научных исследований в этой области.
- 6) Разработана итерационная методика оценки реабилитационного потенциала неплатежеспособных предприятий, апеллирующая к методологии оценки финансовой стабильности с ориентацией на признаки финансовой несостоятельности.
- 7) Сформулирована концепция преднамеренного банкротства как специфической угрозы финансовой стабильности предприятий, корреспондирующая с механизмом реализации данной неправомерной деятельности в условиях современного института несостоятельности.
- 8) Модернизирована методология финансовой диагностики преднамеренного банкротства предприятий с учетом его российских особенностей, в том числе предложены рекомендации по анализу финансовой отчетности должника и

диагностике финансовых схем создания и аккумуляции неоплатности.

9) Обоснована методология мониторинга финансовой стабильности корпоративного сектора с акцентом на специфику формирующихся финансовых систем, включая рекомендации по мониторингу финансовой стабильности предприятий, обладающих публичным статусом.

10) Предложены рекомендации по мониторингу финансовой стабильности российских предприятий, адаптирующие концепцию корпоративной финансовой диагностики к задачам оценки финансовых систем и дальнейших научных исследований в этой области.

Теоретическая и практическая значимость исследования

Научная новизна и комплексный концептуально-методологический характер результатов диссертационного исследования определяют его теоретическую и практическую значимость. Данные результаты способствуют углублению научных представлений о корпоративных финансах в контексте методологии финансовой диагностики, а также развитию теории и практики оценки финансовой стабильности предприятий в целях финансового менеджмента, инвестиционного анализа и регулирования финансовых систем, стабильное функционирование которых является одним из важнейших условий равномерной аккумуляции благосостояния и экономического роста стран с формирующимся рынком.

Апробация результатов исследования

Основные положения и существенные результаты диссертационного исследования апробированы в процессе научной коммуникации, включая научные публикации и доклады на международных конференциях, в том числе Международные научно-практические конференции «Vision 2020: Innovation Management, Development Sustainability, and Competitive Economic Growth», «Innovation management and education excellence vision 2020: from regional development sustainability to global economic growth» (IBIMA, 2016 г.), Международный экономический симпозиум (СПбГУ, 2015 г.); Международная научно-практическая конференция «Устойчивое развитие: общество и экономика» (СПбГУ, 2014 г.); Международные научно-практические конференции

«Архитектура финансов: геополитические дисбалансы и потенциал развития национальных финансовых рынков», «Архитектура финансов: стратегия взаимодействия финансового и реального секторов экономики» (СПбГЭУ, 2015, 2014 гг.) и др.

Авторские рекомендации по отдельным аспектам исследуемой проблематики внедрены в практику работы арбитражных управляющих, а также одного из ведущих банков России (Банк Санкт-Петербург)¹. Апробация результатов диссертационного исследования также осуществлялась соискателем при выполнении научно-исследовательских работ, имевших грантовую поддержку СПбГУ² и ГНИИ системного анализа Счетной палаты РФ³.

Апробация результатов исследования реализована в учебном процессе при разработке рабочих программ и в преподавании учебных дисциплин «Финансовые основы антикризисного управления», «Оценка финансовой устойчивости», «Финансовые системы развитых и развивающихся стран» для бакалавриантов, магистрантов и аспирантов экономического факультета СПбГУ. Отдельные результаты диссертационного исследования опубликованы в учебных пособиях⁴.

Публикации результатов исследования

По основным положениям и значимым результатам диссертационного исследования соискателем опубликовано более 70 научных работ объемом свыше 60 п. л. (из них: авторский объем – свыше 45 п. л.), включая более 20 научных статей в изданиях, рекомендованных ВАК при Минобрнауки России (в том числе 3 статьи – в изданиях, индексируемых в наукометрической базе Scopus, из них: 2 – в Web of Science Core Collection).

¹ Имеются справки о внедрении.

² Грант на выполнение прикладных исследований на тему «Финансовая диагностика российских эмитентов» № 13.39.1070.2012; грант на выполнение фундаментальных исследований на тему «Исследование закономерностей развития инструментов и технологий валютного и кредитного сегментов глобального финансового рынка» № 13.23.489.2011.

³ Грант на выполнение прикладных исследований на тему «Финансовая диагностика преднамеренного банкротства», 2006 г.

⁴ Финансовые рынки / Под ред. В. В. Иванова, И. А. Дарушина. СПб.: ОЦЭиМ, 2008; Финансовые инструменты / Под ред. В. В. Иванова, И. А. Дарушина. СПб.: ОЦЭиМ, 2010; Финансовая диагностика и оценка публичных компаний: учеб. пособие / Под ред. Н. С. Вороновой, Н. А. Львовой. М.: Проспект, 2017. 197 с.; Проактивный кризис-менеджмент (диагностика и реструктуризация): учеб. пособие / Под ред. Н. А. Львовой, Н. В. Покровской. М.: Проспект, 2017. 240 с.

Структура диссертации обусловлена целью и задачами исследования и включает титульный лист, оглавление, введение, пять глав, заключение, список литературы, список иллюстративного материала, приложения. *Первая глава* посвящена обоснованию ключевых основ методологии научных исследований финансовой стабильности предприятий. Данная методология построена и детализирована во взаимосвязи с авторскими концепциями финансовой стабильности и корпоративной финансовой диагностики, апеллирующими к систематизированным и углубленным представлениям о стабильности социально-экономических систем. Во *второй главе*, в развитие предложенных концепций, раскрыта методология оценки финансовой стабильности предприятий, ориентированная на инструментарий прогнозирования финансовой несостоятельности, выявлены ключевые направления ее дальнейшего развития с учетом специфики формирующегося рынка. В *третьей главе* в контексте авторской методологии финансовой диагностики кризисных предприятий и современных систем несостоятельности, в том числе в странах с формирующимся рынком, аргументированы значение и особенности оценки потенциала финансовой стабильности, предложены методические рекомендации в этом отношении. В *четвертой главе* обоснована концепция преднамеренного банкротства как специфической угрозы финансовой стабильности предприятий, сформулированы теоретические и методические основы модернизации методологии финансовой диагностики преднамеренного банкротства предприятий с акцентом на его российскую специфику. В *пятой главе* финансовая стабильность предприятий анализируется в контексте методологии мониторинга финансовых систем, раскрываются перспективные направления научных исследований в данной области, включая обоснование методических рекомендаций по мониторингу финансовой стабильности отечественного корпоративного сектора.

ГЛАВА 1

КОНЦЕПЦИЯ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ

1.1 Корпоративная финансовая диагностика как методология оценки финансовой стабильности предприятий

Диагностика является самостоятельным и относительно малоисследованным направлением бизнес-анализа, а также одной из важнейших функций корпоративного менеджмента и, прежде всего, антикризисного управления. Предмет нашего исследования, в свою очередь, касается одного из ключевых направлений диагностики, а именно: речь будет идти в первую очередь о финансовой диагностике, концепция которой должна быть обоснована с позиций формальной логики и с учетом результатов обобщения и систематизации сведений о специфике функционирования предприятий⁵, в том числе в условиях формирующегося рынка⁶, в контексте финансовой стабильности.

Как известно, языком международного научного общения является английский, а ведущей финансовой школой – англо-саксонская. Поэтому уместно обратиться к терминологии, которая используется в англоязычных публикациях. В иностранной литературе термин «*корпоративная финансовая диагностика*» (corporate financial diagnostics) используется относительно редко. Наиболее близким к нему по смыслу выступает «*оценка финансового здоровья фирмы*»

⁵ Термин «*предприятие*» в целях данного исследования будет использоваться по отношению к тем коммерческим организациям, которые не являются финансовыми. Применительно к данному кругу организаций будут, в свою очередь, использоваться термины «*корпоративная финансовая диагностика*», «*корпоративный жизненный цикл*», «*корпоративное банкротство*», «*корпоративный сектор* (в контексте мониторинга финансовых систем)». Следует отметить, что в финансовой статистике сопоставимым образом разграничиваются финансовые и нефинансовые «корпорации». Однако корпорации в этом случае включают все организации, в том числе некоммерческие, которые не заняты в секторе домашних хозяйств. См., в частности: Handbook on securities statistics / International Monetary Fund, Bank for International Settlements, European Central Bank. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2015. P. 26. Подчеркнем, что перевод соответствующих институциональных единиц на русский язык неупорядочен. Например, нефинансовые корпорации (со ссылкой на Систему национальных счетов) переводятся Росстатом как «нефинансовые предприятия», а Банком России – как «нефинансовые организации». См.: Основные понятия системы национальных счетов // Методологические положения по статистике. Вып. 1, 2, 3, 4, 5. Росстат. URL: http://www.gks.ru/bgd/free/B99_10/IssWWW.exe/Stg/d000/i000310r.htm (дата обращения: 12.12.2016); Методологический комментарий к платежному балансу Российской Федерации. Банк России. С. 1. URL: https://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/bop/meth_com_bop.pdf (дата обращения: 12.12.2016).

⁶ В целях исследования понятие *формирующегося рынка*, которое, в частности, широко применяется в отношении Российской Федерации, мы будем рассматривать в широком смысле, ориентируясь на синтетическую трактовку Виктора Квинта, согласно которой группа стран с формирующимся рынком формируется с учетом социальных, экономических и технологических характеристик. См.: Квинт В. Стратегическое управление и экономика на глобальном формирующемся рынке. М.: Бизнес Атлас, 2012. С. 255 – 260. Понятие *формирующегося финансового рынка* будет раскрыто автором в п. 5.2.

(corporate financial health assessment), которая чаще всего ассоциируется с прогнозированием финансовой несостоятельности (банкротства)⁷. Данный аспект требует внимания при обосновании концепции корпоративной финансовой диагностики и будет подробно проанализирован далее⁸. Однако в этой связи уместно отметить и альтернативную точку зрения. В частности, представитель европейской финансовой школы Бернар Коласс рассматривает корпоративную финансовую диагностику в более общем смысле как анализ финансового положения предприятия, построенный таким образом, «чтобы выявлять в динамике симптомы явлений, которые могут задержать достижение поставленных целей и решение задач, подвергая опасности планируемую деятельность»⁹. Сопоставимые трактовки оценки финансового, а также финансово-экономического здоровья фирмы прослеживаются в работах некоторых отечественных авторов¹⁰.

В целом термин «корпоративная финансовая диагностика» все более активно используется в научной и учебно-методической литературе на русском языке и явно преобладает по количеству упоминаний, по сравнению с «оценкой финансового здоровья предприятия»¹¹. Проблемы корпоративной финансовой

⁷ Именно в таком контексте данный термин применяется в работах ведущих авторов по данной проблематике: См., например: Altman E., Hotchkiss E. *Corporate financial distress and bankruptcy*, 3rd ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons. 2006. P. viii, x, 4, 8, 140. Можно привести примеры и более ранних упоминаний термина в литературе: Benito A., Vlieghe G. *Stylised facts on UK corporate financial health: evidence from micro-data* // *Financial Stability Review*. June 2000. P. 83 – 93; Altman E., LaFleur J. *Managing a return to financial health* // *Journal of Business Strategy*. June 1981. P. 31 – 38.

⁸ Концепция корпоративной финансовой диагностики во взаимосвязи с методологией прогнозирования банкротства впервые рассматривается автором в работе: Львова Н.А. Концептуальные основы корпоративной финансовой диагностики / Воронова Н. С., Дарушин И. А., Львова Н. А. *Актуальные вопросы корпоративных финансов: диагностика эмитентов*. СПб.: НПК «РОСТ», 2012. С. 41 – 48. Подобная точка зрения впоследствии прослеживается в работах и других отечественных авторов: Толпегина О. А., Мохунь Н. А. Эволюция комплексного формирования финансовой диагностики в прогнозировании банкротства: синергетический подход // *Вестник Московского университета имени С. Ю. Витте. Серия 1: Экономика и управление*. 2014. № 2. С. 19 – 25; Романовский М. В., Утевская М. В., Баркар А. А. *Антикризисная диагностика: содержание и проблемы применения в российской федерации в современных условиях* // *Сибирская финансовая школа: Аваль*. 2015. № 6. С. 3 – 7.

⁹ Коласс Б. *Управление финансовой деятельностью предприятия: проблемы, концепции и методы*: Учебное пособие: пер. с фр. под ред. Я. В. Соколова. М.: Финансы, ЮНИТИ, 1997. С. 43.

¹⁰ Теплова Т. В. Два контура интересов в аналитике финансового здоровья компании // *Управление корпоративными финансами*. 2012. № 5. С. 254 – 267; Теплова Т. В., Рассказова А.Н. *Инновации в финансовой аналитике* // *Мир*. 2012. № 12. С. 54 – 60; Кочетков Е. П. Финансово-экономический анализ промышленной организации в системе антикризисного управления: сущность и особенности // *Финансовая аналитика: проблемы и решения*. 2014. № 25. С. 50 – 63; Савчук В. П. *Финансовая диагностика предприятия как система поддержки управленческих решений* // *Корпоративный менеджмент*. 2007. URL: http://www.cfin.ru/finanalysis/finance_diagnostics.shtml (дата обращения: 12.12.2016).

¹¹ В качестве примера можно привести результаты анализа статистики использования ключевых слов по данным Научной электронной библиотеки eLIBRARY.RU (по состоянию на 14.07.2016). URL: <http://elibrary.ru/defaultx.asp>. Так, в период с 1999 по 2016 г. термин «финансовая диагностика» встречается в составе ключевых слов по всем типам публикаций 154 раза, что сопоставимо, с применением термина «прогнозирование банкротства», который по

диагностики исследовались такими авторами, как Бланк И. А., Бородкин К. В., Выборова Е. Н., Галкина Е. В., Глазов М. М., Захарова Е. Н., Кислицина Л. В., Круш З. А., Куницина С. Ю., Лавренова Г. А., Погостинская Н. Н., Погостинский Ю. А., Савчук В. П., Ткачева Ю. В., Толпегина О. А. и др. Однако им не всегда удавалось провести четкую грань между финансовой диагностикой и другими направлениями бизнес-анализа¹². Подчеркнем, что многие авторы в принципе не задаются вопросом об особенностях финансовой диагностики, подменяя этим термином то, что корректнее было бы назвать финансовым анализом или анализом финансовой отчетности.

С нашей точки зрения, главная особенность финансовой диагностики касается специфики выбора сравнительных критериев оценки. Данные критерии устанавливаются с учетом характеристик финансового состояния предприятия, которое выступает *целевым*: «только в соотношении с ним (и через заложенные в нем показатели) происходит идентификация и диагностируемого объекта и оценка его реального состояния»¹³. Как отмечает Е. В. Галкина, «в отличие от анализа, который может быть не связан с конкретным ожидаемым результатом, диагностика, как правило, направлена на выявление ... признаков определенных ситуаций и событий»¹⁴. *Ориентация на распознавание признаков целевого финансового состояния предприятия*, таким образом, составляет, по нашему мнению, первый сущностный признак финансовой диагностики. Раскроем содержание данного признака, но предварительно обратимся к одной из ключевых категорий исследуемой проблематики.

тем же параметрам поиска характеризуется приблизительно тем же количеством упоминаний (148 раз). В то же время термин «финансовое здоровье» используется в качестве ключевого слова всего лишь 8 раз, из них лишь 6 – по отношению к предприятиям («оценка финансового здоровья» в составе ключевых слов не фигурирует).

¹² Сравнительная характеристика определений финансовой диагностики, предложенных отечественными авторами, приводится в работах: Галкина Е.В. Финансовая диагностика: понятие, область применения, принципиальная структура методического аппарата // Вестник ОрелГИЭТ. 2010. № 4. С. 6, 7; Латышева Е.В. Сущность и содержание финансовой диагностики предприятия // Социальная политика и социология. 2010. № 6. С. 139 – 141; Выборова Е. Н. Финансовая диагностика: вопросы методологии // Вестника Санкт-Петербургского университета. Серия 5: Экономика. 2004. № 4. С. 101–102.

¹³ Филонович С.Р. Использование моделей жизненного цикла организации в процессе организационной диагностики // Социологические исследования. 2005. № 4. С. 53. В данной статье С.Р. Филонович характеризует диагностику системы управления организации, отмечая, что ее важнейшим элементом выступает определение целевого ориентира. Определение данного ориентира «обычно связывается блоком определения должного состояния объекта», через который «в явной или латентной форме, заложенный в структуре любого диагностического средства, задается ориентир желательного (целевого) состояния системы».

¹⁴ Галкина Е.В. Указ. соч. С. 5.

Как следует из вышесказанного, обоснование концепции корпоративной финансовой диагностики невозможно вне контекста финансового состояния предприятия. В данном случае мы полностью присоединяемся к мнению Е. В. Негашева о том, что «построение концепций анализа ... финансового состояния компании (коммерческой организации) ... в значительной степени зависит от того, как определяется понятие «финансовое состояние компании»¹⁵. В то же время в литературе анализируемый термин трактуется весьма неоднозначно: и как совокупность показателей, отражающих способность погашать долговые обязательства, и как наличие и использование финансовых ресурсов, и как способность финансировать свою деятельность, поддерживать платежеспособность и инвестиционную привлекательность и пр.¹⁶ Чаще всего речь идет о системе финансовых характеристик предприятия, таких как платежеспособность, финансовая устойчивость, рентабельность и т. д., которая, однако, может быть представлена по-разному и с помощью разных показателей. Именно такая комплексная трактовка финансового состояния предприятия будет использована в целях исследования и в дальнейшем конкретизирована по отношению к финансовой стабильности.

Какое финансовое состояние предприятия в целях финансовой диагностики можно считать целевым? Логично предположить, что речь может идти о некотором «здоровом» или «нормальном» финансовом состоянии предприятия, которое, как будет показано далее, корреспондирует с понятием «финансовой стабильности». Так, по мнению Е. Н. Выборовой, финансовая диагностика предполагает «изучение состояния объекта диагностирования ..., а также отклонений от нормального его состояния, причин и длительности таких отклонений»¹⁷. Финансовое здоровье при этом может пониматься как условный универсальный эталон, содержание которого не зависит от размера, этапа жизненного цикла, отраслевых, региональных и других особенностей бизнеса. Подобной трактовкой руководствуется, к примеру,

¹⁵ Негашев Е. В. Аналитическое моделирование финансового состояния компании: Монография. М.: ИНФРА-М, 2014. С. 4.

¹⁶ Там же. С. 4, 5.

¹⁷ Выборова Е. Н. Финансовая диагностика на уровне субъекта хозяйствования // Проблемы современной экономики. 2004. № 3. URL: <http://www.m-economy.ru/art.php?nArtId=488> (дата обращения: 12.12.2016).

Б. Коласс, вводя понятие «*финансового равновесия*», которое определяется им дихотомично, в *статико-динамическом сочетании*¹⁸. В частности, одна сторона финансового равновесия интерпретируется как способность предприятия своевременно погашать долги за счет ликвидных средств (статический аспект). Вторая – как способность «поддерживать функциональное равновесие между источниками и их использованием, учитывая стабильность первых и предназначение вторых»¹⁹ (динамический аспект). Эталонные финансовые пропорции предприятия (критерии финансового равновесия) описываются данным автором на примере бухгалтерского баланса, выступающего, как известно, в качестве основной финансовой модели фирмы: 1) представление баланса с позиции ликвидности и возвратности («патримониальный» или «имущественный анализ»); 2) функциональное представление баланса («функциональный анализ», имеющий два варианта: «горизонтальный» и «центр капитала»).

Признавая несомненные достоинства предложенного подхода, в том числе его логическую непротиворечивость и широкие возможности практической реализации, следует, тем не менее, осторожно оценивать аналитическую значимость результатов подобной финансовой диагностики. Задавая критерии целевого финансового состояния предприятия в системе пропорций балансовых статей, Б. Коласс абсолютизирует информационное качество финансовой отчетности. В то же время коммуникативные возможности современной финансовой отчетности далеко не безграничны. Содержание выводов о финансовом состоянии предприятия, обоснованных исключительно в координатах бухгалтерского баланса, будет в существенной степени зависеть от тех допущений, которые используются при ведении бухгалтерского учета и составлении финансовой отчетности. В этом отношении уместно процитировать мнение проф. М. Л. Пятова о том, что «современный бухгалтерский баланс в его статико-динамическом варианте с поправками на оценку справедливой стоимости

¹⁸ Подобная логика будет использоваться нами, как в отношении сущности кризиса, так и применительно к финансовой стабильности.

¹⁹ Коласс Б. Указ. соч. С. 43.

объектов, отражаемых его элементами, – это модель фирмы, не имеющая определенного предмета моделирования»²⁰.

С нашей точки зрения, концепция финансовой диагностики, безусловно, не может полностью преодолеть границы современной практики бизнес-анализа, в рамках которой финансовой отчетности, в целом, и балансовой модели фирмы, в частности, придается чрезвычайно высокое значение. Вместе с тем обоснование сравнительных критериев оценки финансового состояния предприятия должно осуществляться с привлечением эмпирических сведений о деятельности хозяйствующих субъектов. Данное требование, на наш взгляд, может быть вполне успешно реализовано с учетом масштабных исследований, составляющих корпус школы прогнозирования финансовой несостоятельности (банкротства).

Отметим, однако, что понятие «финансовое равновесие предприятия» нередко употребляется в литературе на русском языке, восходя, прежде всего, к работам И. А. Бланка, который рассматривает формирование и поддержку финансового равновесия предприятия в процессе его стратегического развития в качестве одной из доминант корпоративной финансовой стратегии («стратегия обеспечения финансовой безопасности предприятия»). Финансовое равновесие в этом смысле подразумевает совокупность взаимосвязанных характеристик финансового состояния: постоянную платежеспособность, достаточную финансовую устойчивость, способность к нейтрализации возможных негативных последствий финансовых рисков и к результативной финансовой санации в условиях кризисного развития²¹.

Несмотря на некоторую условность ориентиров финансового равновесия предприятия, в том числе по обстоятельствам, прокомментированным выше, концепция И. А. Бланка обладает для нас особой ценностью. В данном случае финансовое равновесие, выступающее одной из системообразующих категорий корпоративной финансовой диагностики, рассматривается в контексте

²⁰ Пятов М.Л. Эволюция методологии бухгалтерского учета в рамках балансовой модели фирмы // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 5. Экономика. 2014. № 4. С. 74.

²¹ Бланк И.А. Финансовый менеджмент: Учебный курс. 2-е изд., перераб. и доп. К.: Эльга, Ника-Центр, 2004. С. 101, 103.

стратегического управления во взаимосвязи с понятиями риска и кризиса, что требует отдельного внимания в целях нашего исследования. Примечательно, что особое значение диагностика приобретает в условиях антикризисного управления, являясь его неотъемлемой и предельно важной функцией. В этом отношении, однако, чаще используется термин «диагностика кризиса»²², «антикризисная диагностика»²³ или «диагностика кризисного состояния»²⁴ предприятий.

Обращаясь к содержанию *финансовой* диагностики в целях антикризисного управления уместно еще раз обратиться к И. А. Бланку, определяющему *диагностику финансового кризиса* как «систему целевого финансового анализа, направленного на выявление возможных тенденций и негативных последствий кризисного развития предприятия»²⁵. В качестве предмета диагностики в данном случае выступает *оценка и прогнозирование кризисных симптомов финансовой деятельности предприятия* задолго до его явных признаков, а финансовый кризис предприятия определяется как «одна из наиболее серьезных форм нарушения его *финансового равновесия*, отражающая циклически возникающие на протяжении его *жизненного цикла* под воздействием разнообразных факторов противоречия между фактическим состоянием его финансового потенциала и необходимым объемом финансовых потребностей, несущая наиболее опасные потенциальные угрозы его функционированию»²⁶. Подход И. А. Бланка представляет, с нашей точки зрения, несомненный интерес, поскольку речь идет о корпоративной финансовой диагностике, которая, во-первых, проводится в контексте жизненного цикла предприятия, а, во-вторых, в координатах «финансовый кризис – финансовое равновесие».

В качестве предварительного вывода, подчеркнем, что задача обоснования идеальных финансовых пропорций едва ли выполнима и, как минимум, проблематична. Один из наиболее очевидных вариантов ее решения, –

²² Теория антикризисного управления предприятием: учебное пособие / С. Е. Кован, Л. П. Мокрова, А. Н. Ряховская. М.: КНОРУС, 2009. С. 46.

²³ Романовский М. В., Утевская М. В., Баркар А. А. Указ. соч. С. 4.

²⁴ Фомин Я. А. Диагностика кризисного состояния предприятия. М.: Финансово-промышленная академия, 2004. С. 5 – 6.

²⁵ Бланк И. А. Указ. соч. С. 602.

²⁶ Там же. С. 602, 585.

конкретизация критериев эталонного финансового состояния с учетом особенностей деятельности отдельных компаний. В частности, Я. В. Соколов и М. Л. Пятов в качестве важнейших аналитических ориентиров, «составляющих суть финансовой диагностики», рекомендуют использовать: «а) сравнения с требованиями нормативных документов; б) сравнения с данными других предприятий; в) сравнения данных одного предприятия, но за разные отчетные периоды; г) сравнения с нормативами»²⁷. Однако, трактуя желаемое финансовое состояние в широком смысле как заданное плановыми нормативами, отраслевыми особенностями бизнеса и т. п., мы рискуем попасть в привычную ловушку: финансовая диагностика по смыслу и содержанию ничем не будет отличаться, например, от план-фактного или сравнительного финансового анализа²⁸.

В этой связи суть предлагаемого нами подхода заключается в том, что «здоровое» финансовое состояние в целях диагностики необходимо определять *апофатически*²⁹ – «от противного», то есть от того, что является «нездоровым» финансовым состоянием. Неслучайно корпоративная финансовая диагностика зачастую ассоциируется с распознаванием признаков *кризисного финансового состояния*³⁰ по аналогии с диагностикой заболеваний в медицине³¹. Данный подход

²⁷ Соколов Я. В., Пятов М. Л. Бухгалтерский учет для руководителя: Учеб.-практ. пособие. 3-е изд. перераб. и доп. М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2005. С. 200. Примечательно, что данная точка зрения четко корреспондирует с рекомендациями Р. Хиггинса по оценке корпоративного финансового предприятий: Higgins R. C. Analysis for financial management. 10th ed. New-York: McGraw-Hill, 2012. P. 61.

²⁸ В качестве примера такого «смешанного» подхода к трактовке финансовой диагностики можно привести работу Бородинки К.В., Бородин К.В. Комплексные методы финансовой диагностики: монография / Под науч. ред. А. Н. Гавриловой. Воронеж: Тип. ВГУ, 2002.

²⁹ Термин «апофатический» применяется к высказыванию, которое формируется на основе отрицания. См.: Конт-Спонвиль А. Философский словарь: пер. с фр. Е. В. Головиной. М.: Этерна, 2012. С. 46. Чаще всего данный термин ассоциируется с так называемой «апофатической теологией», которая, в отличие от «катафатической» (утверждающей), основана на отрицании, предлагая путь познания Непостижимого в противоположность тому, чем Он не является. См. подробнее: Там же; Новая философская энциклопедия. В 4 т. / Ин-т философии РАН; Нац. обществ.-науч. фонд; Предс. научно-ред. совета В. С. Степин. 2-е изд., испр. и доп. М.: Мысль, 2010. <http://iphlib.ru/greenstone3/library/collection/newphilenc/document/HASH01c5f70488579d2fe24aabc5?p.s=TextQuery>

³⁰ В некоторых случаях речь в данном контексте идет о признаках «финансовых затруднений» (к анализу данной категории мы еще вернемся при обосновании финансовой характеристики банкротства). См., например: Евсюкова М. А. Финансовая диагностика в условиях антикризисного управления // Учет и статистика. 2005. № 7. С. 149 – 154. Следует также отметить, что словосочетание «диагностика кризиса» является привычным не только для корпоративного менеджмента и антикризисного управления, но и для экономической науки. Отмечаются примеры применения данного термина в финансах. См., например: Парфенов А. А. Совершенствование методики диагностики кризисных явлений на российском фондовом рынке: диссертация ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Парфенов А. А. Екатеринбург: Институт экономики УрО РАН – ФГБУН, 2015. 227 с.

³¹ Примечательно, что в энциклопедии Ф. А. Брокгауза и И. А. Ефрона диагностика в наиболее общем смысле определялась как «искусство распознавать болезнь». См.: Диагноз / Энциклопедия Брокгауза Ф. А. и Ефрона И. А. (1890 – 1916). URL: <http://www.brockhaus.ru/text/035/674.htm> (дата обращения: 12.12.2016).

существенно сближает финансовую диагностику с традиционным подходом к «анализу финансового здоровья предприятия», существенно обогащая ее теоретическую и методологическую базу, и обращает нас к таким понятиям, как кризис, банкротство и финансовая несостоятельность, позволяя, в свою очередь, обосновать апофатическую концепцию финансовой стабильности предприятий.

Концептуальная модель оценки финансового состояния предприятия, основанная на альтернативных подходах к интерпретации целевых ориентиров финансовой диагностики, представлена на Рисунке 1.1.

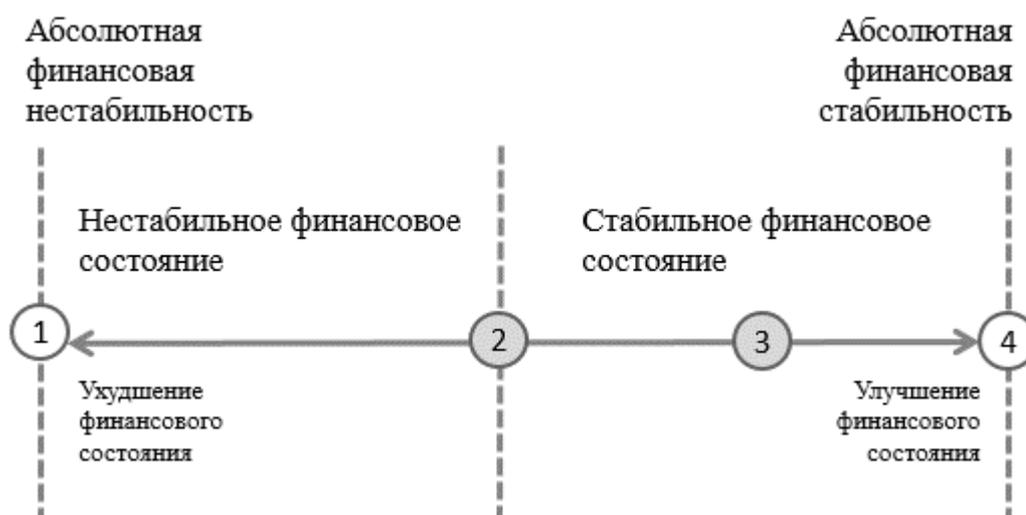


Рисунок 1.1 – Диапазон изменений финансового состояния предприятия в контексте корпоративной финансовой диагностики³²

Расположим возможные варианты финансового состояния предприятия на отрезке, началу которого будет условно соответствовать абсолютная финансовая нестабильность, в качестве которой мы предлагаем рассматривать *финансовую несостоятельность (банкротство)*³³ (1), а концу – такой условный эталон, как абсолютная финансовая стабильность (4), однозначная характеристика которого не представляется возможной по вполне очевидным соображениям, не требующим отдельного доказательства. Допустим, что в интервале (1; 2) финансовое состояние предприятия характеризуется как *финансово нестабильное*, а, следовательно, и

³² Сост. автором.

³³ Трактовка банкротства как наиболее острого проявления кризиса предприятия является традиционной и широко применяется в литературе. См., например: Круш З. А., Лущикова Л. В. Анализ взаимосвязи глубины кризиса и опасности банкротства предприятий // Экономический анализ: теория и практика. 2008. № 21. С. 39 – 43; Чернова М. В. Банкротство в жизненном цикле организации: эмпирическое исследование // Экономический анализ: теория и практика. 2009. № 10. С. 11 – 14.

кризисное (как будет аргументировано далее по отношению к сущности кризиса), но его текущее финансовое состояние таковым не является (3).

Финансовая диагностика в этом случае предполагает две альтернативные задачи: оценка финансового состояния предприятия исходя из сравнения с абсолютной финансовой стабильностью (3 – 4); оценка исходя из сравнения с кризисным финансовым состоянием (выявление признаков кризисного финансового состояния), цель которой может быть сформулирована как оценка «расстояния до кризиса» (2 – 3). С позиции обоснования концепции корпоративной финансовой диагностики, вторая задача является более реалистичной, тогда как аргументация эталонных характеристик финансовой стабильности требует массы допущений, касающихся целей предпринимательской деятельности³⁴.

Более того, мы стремимся доказать, что кризисное финансовое состояние и в конечном счете финансовая несостоятельность могут быть описаны более однозначно, чем некоторое условно-эталонное финансовое состояние³⁵. Причем задача формализации финансовой несостоятельности в контексте корпоративной финансовой диагностики может быть решена различными способами, что требует внимания при обосновании методологии научных исследований финансовой стабильности предприятий. На данном этапе мы воспользуемся предложенным подходом для характеристики *стабильного финансового состояния (финансовой стабильности)*, которое предварительно определим как *противоположность кризисному финансовому состоянию*. В ходе дальнейшего исследования данное определение должно быть раскрыто и конкретизировано.

Отметим также, что самостоятельным и в то же время ключевым направлением корпоративной финансовой диагностики выступает *диагностика финансовой несостоятельности (банкротства)*³⁶. Сравнение фактического

³⁴ О многообразии научных представлений по данному вопросу см., например: Иванов В. В., Цытович Н. Н. Корпоративное финансовое планирование. СПб.: БАН, Нестор-история, 2009. С. 149 – 154.

³⁵ Иными словами, логика Л. Н. Толстого о том, что «все счастливые семьи похожи друг на друга, каждая несчастливая семья несчастлива по-своему» в отношении предприятий не работает. Толстой Л. Н. Анна Каренина. Роман в восьми частях. Куйбышев: Куйбышевское книжное изд-во, 1955. С. 3.

³⁶ Примечательно, что, по мнению одного из ведущих представителей российской школы прогнозирования банкротства, проф. О. П. Зайцевой, диагностика банкротства является самостоятельным направлением бизнес-анализа (Зайцева О. П. Эволюция подходов к диагностике банкротства (в свете воззрений профессора Р. М. Гусейнова) // Сибирская финансовая школа. – 2016. – № 3. – С. 5), что напрямую корреспондирует с нашим

финансового состояния с финансовым состоянием, которое отвечает признакам банкротства, может проводиться, как в отношении кризисного предприятия (1 – 2), так и в условиях финансовой стабильности (1 – 3). Примечательно, что особенности банкротства российских предприятий достаточно подробно исследованы специалистами по конкурсному праву и антикризисному управлению. Однако внимание авторов в основном сосредоточено на юридических аспектах социально-экономических отношений в сфере несостоятельности. Экономическая природа российских банкротств исследована в существенно меньшей степени³⁷, что закономерно отражается в сомнительных методах финансовой диагностики, зачастую применяемых на практике. Весьма часто можно встретить рекомендации по применению моделей, разработанных в развитых странах, но не апробированных в российских условиях. Таким образом, следует выявить особенности финансовой диагностики банкротства предприятий, раскрыв содержание и проблемы применения соответствующих методов.

Учитывая специфику аналитических задач *финансовой диагностики кризисных предприятий*, мы считаем, что она может претендовать на роль самостоятельного направления научных исследований, в рамках которого качество институциональных условий бизнеса и уровень развития рынка имеет весомое значение³⁸. Логично предположить, что финансовая диагностика кризисных предприятий будет в значительной степени определяться механизмом приближения к финансовой несостоятельности, поскольку «расстояние до

мнением о финансовой диагностике. В качестве самостоятельного научного направления диагностика финансовой несостоятельности (банкротства) позиционируется и другими авторами. См., например: Швецов Ю. Г., Сабельфельд Т. В. Теория диагностики финансовой несостоятельности предприятий // Проблемы учета и финансов. 2014. № 2. С. 19–25.

³⁷ О финансово-экономических аспектах корпоративного банкротства см.: Львова Н. А. Банкротство фирмы в представлениях финансовой науки // Финансы и бизнес. 2012. №1. С. 127 – 134; Львова Н. А. Сущность и признаки банкротства фирмы // Финансовый мир. Вып. 4 / Под ред. В. В. Иванова и А. В. Канаева. М.: Проспект, 2013. С. 170 – 178; Львова Н. А., Лесникова Н. С. Теория и практика банкротства российских предприятий // Финансовый мир. Вып. 5 / Под ред. В. В. Иванова и Е. А. Почиковской. М.: Проспект, 2014. С. 110 – 118.

³⁸ Характерной особенностью российского института несостоятельности выступает существенная ориентация на «юридическую форму» процедур банкротства в ущерб их финансово-экономическому содержанию (Кальварский Г. В., Львова Н. А. Финансовая диагностика кризисного предприятия // Эффективное антикризисное управление. 2012. № 3. С. 95), что, очевидно, искажает роль банкротства в экономике, нарушая принципы свободной конкуренции. Данное обстоятельство имеет закономерное следствие: исследования, посвященные данной проблематике, как правило, в большей степени ориентированы на правовые аспекты несостоятельности.

банкротства»³⁹ в данном случае значительно «ближе», чем расстояние до эталонного финансового состояния. Отметим, что спектр задач финансовой диагностики кризисных предприятий не ограничивается оценкой вероятности финансовой несостоятельности. Так, согласно российскому законодательству, начало дела о банкротстве еще не означает, что должник является банкротом – в ходе рассмотрения дела о банкротстве суд определяет, *можно ли восстановить его платежеспособность*⁴⁰, что актуализирует исследования потенциала финансовой стабильности (реабилитационного потенциала) кризисных предприятий.

Другим самостоятельным и весьма перспективным направлением научных исследований финансовой стабильности предприятий выступает *финансовая диагностика преднамеренного банкротства*. В этой связи подчеркнем, что проблема неправомерной деятельности в сфере корпоративных банкротств не теряет злободневности, приобретая особую специфику в российских условиях⁴¹. Вместе с тем в отношении финансовой диагностики преднамеренного банкротства юридическая экспансия практически неоспорима. Субъекты, объекты и признаки преднамеренных банкротств рассматриваются, как правило, в системе представлений о правовых основах несостоятельности и экономической преступности. В то же время финансовые особенности преднамеренного банкротства предприятий требуют отдельных исследований. В частности, институционализация данной неправомерной деятельности в условиях формирующегося рынка позволяет говорить о систематически повторяющихся финансовых схемах ее осуществления.

³⁹ Отметим, что в литературе по финансовой диагностике банкротства широко используются термины «расстояние до краха»; «расстояние до дефолта», которые, с нашей точки зрения, требуют систематизации: см., например, Altman E. Corporate distress prediction models in a turbulent economic and Basel II environment. September, 2002. P. 21. URL: <http://hdl.handle.net/2451/26496> (дата обращения: 12.12.2016). Подробнее данный вопрос будет освещен в следующей главе.

⁴⁰ Если такая возможность допускается, возможна реабилитация должника. Если она отсутствует или реабилитационные процедуры не приносят желаемого эффекта, предприятие объявляется несостоятельным и ликвидируется.

⁴¹ Кальварский Г. В., Львова Н. А. Финансовая диагностика преднамеренного банкротства // Эффективное антикризисное управление. 2013. № 4. С. 50.

Возвращаясь к особенностям корпоративной финансовой диагностики, отметим, что существенный вклад в становление ее российской школы принадлежит проф. Ярославу Вячеславовичу Соколову⁴², который придавал ей весьма высокое значение в целях «диагностики финансовой деятельности предприятия», рассматриваемой как «наука управления финансовой деятельностью»⁴³. Несмотря на то, что работы Я. В. Соколова, посвященные финансовой диагностике предприятий весьма немногочисленны, именно ему принадлежит наиболее удачная, с позиции автора, ее интерпретация. Комментируя точку зрения Б. Коласса, Я. В. Соколов в соавторстве с Т. О. Терентьевой определили содержание финансовой диагностики как «установление стадии, на которой находится предприятие в данный момент, и анализ финансового состояния самого предприятия в данный момент»⁴⁴.

Выявление стадии развития предприятия, как правило, проводится в контексте его жизненного цикла. Таким образом, корпоративная финансовая диагностика основана на *концепции жизненного цикла организации*, что значительно отличает ее от традиционного финансового анализа, который ориентирован на *концепцию непрерывности деятельности*. Вопреки допущению о бесконечном горизонте функционирования бизнеса, жизнь любого предприятия небесконечна. Предприятие рождается, развивается, стареет и умирает. Каждый этап его развития сопровождается кризисами, и любой может стать фатальным⁴⁵. Применение концепции жизненного цикла организаций позволяет рассматривать корпоративную финансовую диагностику с позиций теорий кризисов и циклов

⁴² Львова Н. А. Роль проф. Я. В. Соколова в концепции корпоративной финансовой диагностики / Бухгалтерский учет: взгляд из прошлого в будущее. Тезисы докладов Международной научной конференции II Соколовские чтения / Под ред. В. В. Ковалева, В. Я. Соколова, Д. А. Львовой. С. 442 – 445.

⁴³ Соколов Я. В. Диагностика финансовой деятельности предприятия. URL: http://www.iteam.ru/publications/finances/section_29/article_2949 (дата обращения: 12.12.2016).

⁴⁴ Соколов Я. В., Терентьева Т. О. Послесловие: Эффективное управление финансами – ключ к успеху / Коласс Б. Указ. соч. С. 550.

⁴⁵ Руководствуясь концепцией жизненного цикла, мы допускаем, что финансово-хозяйственная деятельность предприятия не является непрерывной, то есть кризис может привести к прекращению бизнеса. Предварительно отметим, что смерть предприятия, в том числе в порядке ликвидации юридического лица, далеко не всегда связана с его банкротством. В частности, порядок ликвидации российских предприятий зависит от способности погашать долговые обязательства. См.: Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая): федер. Закон Рос. Федерации от 30 ноябр. 1994 г. № 51-ФЗ: принят Гос. Думой 21 окт. 1994 г. П. 4 ст. 61; п. 1 ст. 65 URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=209986&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.13468402303245863#0> (дата обращения: 12.12.2016).

социально-экономических систем, не только значительно расширяя ее фундаментальные основания, но и предопределяя новые направления развития научных исследований финансовой стабильности предприятий.

Обобщая вышесказанное, подчеркнем, что корпоративная финансовая диагностика может претендовать на роль полноценной методологии оценки финансовой стабильности предприятий, обеспечивая наиболее емкие и непротиворечивые предпосылки развития научных исследований в данной области. Как было аргументировано выше, методология корпоративной финансовой диагностики должна быть задана в координатах «финансовая несостоятельность – финансовая стабильность». Приоритетными этапами обоснования концепции корпоративной финансовой диагностики, в свою очередь, выступают: исследование финансовых особенностей корпоративных кризисов и конкретизация апофатической концепции финансовой стабильности предприятий.

1.2 Финансовые особенности кризиса предприятий

Понятие «кризис» не имеет однозначного определения. Более того, было бы существенным упрощением назвать его просто многозначным. Данный термин применяется в отношении такого широкого спектра явлений, настолько часто и повсеместно, что научное обоснование концепции кризиса становится крайне сложной задачей. В экономике исследование кризисов, как правило, проводится в контексте теории макроэкономических циклов, традиционные основания которой в настоящее время подвергается активной критике⁴⁶. Корпус работ по макроэкономическим кризисам и циклам характеризуется поистине грандиозным масштабом: лишь по критерию причин циклических колебаний экономической конъюнктуры насчитываются не один десяток научных школ⁴⁷.

⁴⁶ Речь, прежде всего, идет о теории реального делового цикла, в рамках которой кризисы исключены из объекта исследования. Вместо них внимание уделяется так называемым случайным шокам. См. подробнее: Kydland F., Prescott E. Time to build and aggregate fluctuations // *Econometrica*. 1982. Vol. 50. №6. P. 1345 – 1370; Григорьев Л., Иващенко А. Теория цикла под ударом кризиса // *Вопросы экономики* 2010. № 10. С. 1 – 25; Львова Н. А., Семенович Н. С. Феномен кризиса в представлениях экономической науки: ожидаемая закономерность или непредсказуемый шок? // *Финансы и кредит*. 2015. № 21. С. 29 – 30.

⁴⁷ Так, один из крупнейших отечественных специалистов по данной проблематике, академик В. А. Цветков предлагает по данному рассматривать четырнадцать школ. См.: Цветков В. А. Циклы и кризисы: теоретико-методологический аспект. М.; СПб.: Нестор-История, 2013. С. 319 – 321.

Как и на макроэкономическом уровне, корпоративные кризисы, как правило, изучаются во взаимосвязи с циклами (прежде всего, речь идет о так называемых жизненных циклах организаций). Кроме того, специфика функционирования корпоративного сегмента в агрегированном виде традиционно учитывается при обосновании моделей экономических циклов. В этом отношении можно привести множество примеров – от Дж. М. Кейнса до Дж. Тобина и Х. Ф. Мински⁴⁸. Вместе с тем единая теория кризиса, объединяющая макро- и микроэкономические аспекты данной проблематики, к настоящему времени не сформирована. Это обстоятельство, на наш взгляд, деструктивно влияет на исследование кризисов предприятий, которые в основном игнорируются финансовой наукой. Пожалуй, единственным, но довольно значимым исключением из этого правила выступает оценка финансовой стабильности, о чем будет сказано далее. Кроме того, следует отметить, что даже на макроэкономическом уровне теория кризиса не является полностью интегрированной в теорию цикла⁴⁹, хотя, как отмечено выше, данные феномены обычно рассматриваются в неразрывной связи⁵⁰.

Учитывая вышесказанное, зададимся вопросом об исходных характеристиках кризиса, которые проявляются вне зависимости от особенностей той или иной социально-экономической системы. Прежде всего, обратим внимание на *двойственную природу кризиса*⁵¹, которая раскрывается в двух взаимодополняющих подходах к его определению: кризис может трактоваться как процесс (условно назовем эту трактовку *динамической*) и как состояние (соответственно, *статическая* трактовка кризиса). Поскольку речь идет, по сути, об одном и то же феномене, статическая и динамическая трактовки кризиса не вступают в противоречие, а дополняют друг друга, снимая многие проблемные

⁴⁸ См. подробнее: Львова Н. А., Семенович Н. С. Указ. соч. С. 29 – 31.

⁴⁹ Семенович Н. С. Многообразие представлений о природе кризиса в экономической науке // Экономика и предпринимательство. 2014. № 12 (ч. 3). С. 113.

⁵⁰ См., например, Цветков В. А. Указ. соч.; Тупчиенко В. А., Кривцова М. К. Ключевые теории экономического цикла // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2014. № 3. С. 2–12.

⁵¹ В данном случае мы не можем обойти вниманием научное наследие Ю. В. Базулина, которому принадлежит авторство термина «двойственная природа денег». См., например: Базулин Ю.В. Двойственная природа денег: русская экономическая мысль на рубеже XIX – XX веков: Монография / Ю. В. Базулин; отв. ред. Н. В. Колпакова. СПб.: Русская симфония, 2005. 328 с.

вопросы интерпретации кризисных явлений⁵². Подобное двойственное понимание природы кризиса определяет логику дальнейшего исследования. В частности, принципиальные вопросы, которые позволят последовательно раскрыть финансовые особенности кризиса предприятий, касаются: а) общих (универсальных) особенностей кризисного *процесса*; б) ключевых признаков *ситуации* кризиса, безотносительно к его особенностям и причинам⁵³.

В отношении первого вопроса (*динамическая трактовка кризиса*), уместно обратиться к положениям всеобщей организационной науки («тектологии») А. А. Богданова, утверждавшего, что «смена организационной формы ... может состоять только либо в уничтожении каких-либо прежних связей, либо в возникновении новых, либо в том и в другом вместе»⁵⁴. Именно такая «структурная перестройка» сложной системы⁵⁵ и представляет собой кризис, который может проявляться в создании новых и (или) разрушении старых внутренних связей (соединительные и разделительные кризисы соответственно)⁵⁶. Подобные представления о природе кризиса часто прослеживаются в современной отечественной литературе⁵⁷.

⁵² В частности, мнение о некорректности представления кризиса как этапа экономического цикла (см., например: Манушин Д. В. Новый взгляд на понятие «кризис» // Экономический анализ: теория и практика. 2013. № 15. С. 21, 22) может быть успешно оспорено с позиций динамической трактовки.

⁵³ Отметим, что «ситуация кризиса» далеко не всегда трактуется в литературе аналогичным образом. В частности, применяется гибридный статико-динамический подход к ее определению, в рамках которого ситуация кризиса декомпозируется на несколько этапов: предкризисный, кризисный, посткризисный. См.: Болдырева Н. Б., Парфенов А. А. Кризис на фондовом рынке: сущность и формы проявления в российской экономике // Вестник Тюменского государственного университета. Социально-экономические и правовые исследования. 2014. № 11. С. 80.

⁵⁴ Богданов А. А. Тектология: (Всеобщая организационная наука). В 2-х кн.: Кн. 2. М.: Экономика, 1989. С. 212.

⁵⁵ Примечательно, что понятие «кризис» применяется исключительно в отношении сложных систем. Сложная система представляет собой «составной объект, части которого можно рассматривать как отдельные системы, объединенные в единое целое в соответствии с определенными принципами или связанные между собой заданными отношениями» – Большой энциклопедический словарь / Под ред. А. М. Прохорова. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Научное изд-во «Большая Российская энциклопедия», СПб: Норинт, 2004. С. 1111. Примером сложной системы является, в частности, социально-экономическая система, «определяемая как совокупность ресурсов с обязательным и доминирующим участием человеческого фактора» – Ковалев В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика. М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2007. С. 90.

⁵⁶ См. подробнее: Львова Н. А., Семенович Н. С. Указ. соч. С. 32.

⁵⁷ См. подробнее: Семенович Н. С. Указ. соч. С. 110.

Отметим, однако, что взгляды А. А. Богданова о сущности кризиса поддерживаются не только и, пожалуй, не столько экономистами, а, прежде всего, представителями отечественной школы антикризисного управления. В частности, обратим внимание на работы в соавторстве и (или) под редакцией проф. А. Н. Ряховской, в которых кризис понимается как состояние сложной системы, угрожающее ее существованию, а в качестве основной причины подобного состояния предлагается рассматривать крайнее обострение существующих в данной системе противоречий. См. подробнее: Теория антикризисного управления предприятием. С. 12 – 15.

Отметим, однако, что данная трактовка представляется несколько механистичной, исключая чрезвычайно важное значение субъективного фактора. С нашей точки зрения, кризисы социально-экономических систем характеризуются в этом отношении столь значимыми особенностями, что определение их сущности требует отдельного внимания. Вместе с тем мы считаем, что главными особенностями динамического подхода к трактовке кризиса выступают принцип системности и допущение о том, что кризис, который не приводит к разрушению системы, есть ни что иное, как очередной этап ее развития. Таким образом, учитываются не только негативные, разрушительные, аспекты кризиса, но и его возможные позитивные последствия. В этом случае кризис предстает как *процесс преобразования* системы. При этом обычно подчеркивается необратимость данного процесса, когда в результате накопленных противоречий система не может существовать в ее прежнем виде (теряет способность гибко адаптироваться к изменениям внешней среды). Следовательно, преодоление неизбежного кризиса – необходимое условие обновления⁵⁸. Подчеркнем, что в литературе приоритетное внимание уделяется именно такой широкой трактовке кризиса, которая чаще всего встречается в исследованиях экономических циклов.

Впрочем, еще раз отметим, что представления современной экономической науки по данному вопросу весьма неоднозначны, корреспондируя с разноречивыми взглядами научных школ на философию хозяйства⁵⁹. Несмотря на это, теория антикризисного управления с готовностью восприняла традиционное представление о взаимной связи кризиса и цикла, адаптировав к специфике своего предмета смысл комментируемой динамической трактовки. Суть этой своеобразной интерпретации можно передать с помощью двух базовых допущений, которые фактически используются в антикризисном управлении в качестве аксиом: а) существование любой социально-экономической системы

⁵⁸ Применяя понятие «кризис» в сопоставимом смысле, Асват Дамодаран обращается к дословному значению этого слова в китайском языке, в котором кризис обозначается двумя иероглифами: первый символизирует угрозу, второй – возможность. См.: Damodaran A., Garvey M., Roggi O. Risk taking: a corporate governance perspective. Washington: Corporate Governance Unit IFC, the World Bank Group. June 2012. P. 7.

⁵⁹ Ключников И.К., Молчанова О.А. Экономическая наука и финансовый кризис // Экономика и управление. 2012. № 3. С. 21.

циклично; б) циклы социально-экономических систем взаимосвязаны с кризисами, которые представляются как неотъемлемый этап развития. В этом смысле управление любой социально-экономической системой на любом этапе ее функционирования рассматривается как антикризисное. В результате, во-первых, аргументируется постоянная востребованность и незаменимость антикризисных управляющих, а, во-вторых, допускается применение универсальных принципов и методов антикризисного управления, которое, как рекомендуется, должно проводиться непрерывно, переходя в зависимости от фазы развития управляемой системы от профилактического к реактивному и от реактивного к реабилитационному⁶⁰.

Обращаясь в *статической трактовке кризиса*, отметим, что одна из наиболее подробных характеристик кризисной ситуации в отношении социально-экономических систем принадлежит Энтони Винеру и Герману Кану (1962 г.), которые сформулировали двенадцать ее определяющих признаков⁶¹. С нашей точки зрения, данные признаки целесообразно подразделить на две группы: во-первых, *объективные признаки*, напрямую не зависящие от участников кризисного процесса; во-вторых, *субъективные признаки*, связанные с восприятием кризиса со стороны лиц, вовлеченных в кризисную ситуацию. Мы также сочли уместным перегруппировать данные признаки, чтобы показать их логическую взаимосвязь (Таблица 1.1).

⁶⁰ Широкий подход к восприятию антикризисного управления, рамки которого не ограничиваются этапом кризиса, прослеживается в работах ведущих российских авторов по данной проблематике. См.: Ряховская А. Н., Кован С. Е. Трансформация антикризисного управления в современных экономических условиях // Эффективное антикризисное управление. 2013. № 5. С. 67 – 69; Бобылева А. З., Львова О. А. Формирование системы стабилизационных и антикризисных мер на федеральном и региональном уровне в современной России // Государственное управление. Электронный вестник. 2016. № 58. С. 55.

⁶¹ Ссылка на оригинальную работу Э. Винера и Г. Кана содержится в статье Дж. Робинсона: Robinson J. A. Crisis. In: International Encyclopedia of the Social Sciences. 1968. URL: <http://www.encyclopedia.com/topic/Crisis.aspx> (дата обращения: 12.12.2016).

Таблица 1.1 – Признаки кризисной ситуации по Винеру-Кану⁶²

1. Объективные признаки кризисной ситуации	2. Субъективные признаки кризисной ситуации
<p>1.1 Кризис является поворотным моментом в разворачивающейся последовательности событий или действий⁶³</p> <p>1.2 Природу кризиса составляет стечение обстоятельств, порождающее новую совокупность условий</p> <p>1.3 Кризис несет угрозу целям и задачам вовлеченных лиц</p> <p>1.4 Даже если угроза не реализуется⁶⁴, последствия кризиса определяют будущее участников кризисной ситуации</p> <p>1.5 Таким образом, кризисная ситуация требует безотлагательных действий со стороны ее участников</p> <p>1.6 Следовательно, кризис усиливает дефицит времени вовлеченных лиц</p> <p>1.7 Кроме того, в условиях кризиса доступная участникам информация, как правило, носит неадекватный характер</p>	<p>2.1 Неопределенность в оценке кризисной ситуации и при обосновании альтернативных вариантов ее преодоления</p> <p>2.2 Стресс и беспокойство среди участников кризисной ситуации</p> <p>2.3 Ослабление контроля за происходящими событиями их последствиями</p> <p>2.4 Повышение напряженности отношений участников кризисной ситуации</p> <p>2.5 Изменения в характере отношений лиц, вовлеченных в кризисную ситуацию</p>

Характеристика кризисной ситуации Виннера-Кана во многом согласуется с динамической трактовкой кризиса (прежде всего, это касается первых четырех

⁶² Сост. по: Robinson J. A. Op. cit.

⁶³ Отметим, что данный признак напрямую связан с этимологией слова «кризис». Слово «кризис» было заимствовано русским языком из немецкого в первой трети XVI в. В латинском языке слово crisis означало «переломный момент». Первоисточником слова считается греческий язык, в котором оно имело значение «решение, исход» – См.: Семенов А. В. Этимологический словарь русского языка. М.: ЮНВЕС, 2003. URL: <http://evartist.narod.ru/text15/014.htm> (дата обращения: 12.12.2016).

⁶⁴ Примечательно, что термин «угроза» в теории риск-менеджмента рассматривается как маловероятное событие. Как отмечает А. Дамодаран, «угроза – это событие с низкой вероятностью, даже при условии значительных негативных последствий; ее вероятность не всегда могут оценить даже аналитики» – Дамодаран А. Стратегический риск-менеджмент: принципы и методики: Пер. с англ. М.: ООО «Вильямс», 2010. С. 25.

признаков, отнесенных нами к группе объективных) и представляет несомненный интерес в целях обоснования финансовых особенностей кризиса предприятий. Подчеркнем, что в данном случае затрагиваются такие немаловажные проблемы, как информационная асимметрия и моральный риск (признаки 1.7 и 2.4). Кроме того, ситуация кризиса вполне закономерно ассоциируется с неопределенностью.

Важно в этой связи отметить, что уровень упорядоченности и прозрачности релевантных социально-экономических процессов имеет прямое отношение к глубине кризиса. В частности, развивая взгляды проф. И. К. Ключникова и проф. О. А. Молчановой о природе финансовой нестабильности⁶⁵, которые, в свою очередь, уместно в этом отношении ввести такие координаты, как «хаос – определенность», «непрозрачность – прозрачность». Данные координаты, с нашей точки зрения, определяют логику антикризисных решений, вектор которых должен быть направлен на отлаживание экономических механизмов в том их понимании, которое восходит к исследованиям Л. Гурвица, Р. Майерса и Э. Маскина⁶⁶, актуализируя проблематику данной диссертации.

Возвращаясь к характеристике Виннера-Кана, добавим, что она не свободна от недостатков. Признаки кризисной ситуации не упорядочены, в том числе по уровню значимости. Кроме того, некоторые из них могут быть объединены без ущерба для содержательной составляющей (например, 1.5 и 1.6 или 2.2, 2.4 и 2.5). Другая, более удачная в этом смысле, система признаков кризисной ситуации, получившая широкое признание в теории и практике антикризисного управления, восходит к исследованиям Чарльза Хермана (1963 г.), посвященным особенностям

⁶⁵ Ключников И. К., Молчанова О. А. Указ. соч. С. 23. Следует отметить, что комментируемая трактовка финансовой нестабильности корреспондирует с позицией Ф. Мишкина (Mishkin F. Global financial instability: framework, events, issues // *Journal of Economic Perspectives*. 1999. Vol. 13. № 4. P. 4 – 6), которая будет прокомментирована нами далее в контексте оценки финансовой стабильности во взаимосвязи с уровнем информационной эффективности.

⁶⁶ Теория экономических механизмов, наиболее значимый вклад в которую, принадлежит данным авторам, уделяет чрезвычайно высокое внимание движению информации в контексте функционирования социально-экономических систем. В частности, аргументируется, что данное движение требует моделирования и регламентации. См. подробнее: Измалков С., Сонин К., Юдкевич М. Теория экономических механизмов (Нобелевская премия по экономике 2007 г.) // *Вопросы экономики*. 2008. № 1. С. 4 – 26; Слепов В. А., Бурлачков В. К., Ордов К. В. О теории экономических механизмов // *Финансы и кредит*. 2011. № 24. С. 2 – 8.

кризиса в организациях⁶⁷. Согласно данному подходу, характерными особенностями кризиса выступают *внезапность, угроза и дефицит времени на реакцию*⁶⁸. Примечательно, что такие признаки, как угроза и дефицит времени на принятие антикризисных решений, так или иначе, присутствуют во многих определениях кризиса, что отмечает и сам Ч. Херман⁶⁹. В частности, один из основоположников стратегического менеджмента Игорь Ансофф в качестве определяющих признаков кризисных условий существования фирмы указывает угрозу для ее существования и жесткий дефицит времени (для принятия антикризисных решений – *прим. автора*)⁷⁰.

Внезапность, напротив, далеко не всегда признается релевантной характеристикой кризиса. В то же время, по-видимому, не подлежит сомнению тот факт, что кризисы сложно поддаются диагностике. Исследуя особенности управления в чрезвычайных ситуациях, И. Ансофф приходит к выводу о том, что «некоторые проблемы ускользают от наблюдателей, как бы они ни старались, и превращаются в стратегические неожиданности»⁷¹. В этой связи весьма интересной представляется точкой зрения о том, что причины кризиса связаны *системно*, то есть взаимосвязаны и взаимозависимы⁷². Анализируя отдельные признаки и причины кризиса, непросто получить системное представление о ситуации, что в сочетании с поведенческими аспектами принятия решений затрудняет диагностику. Таким образом, на наш взгляд, в качестве одного из ключевых признаков кризисной ситуации корректнее акцентировать внимание на ее нестандартности, нежели на внезапности, допущение о определяющем значении которой вступает в некоторое в противоречие с задачами корпоративной финансовой диагностики.

⁶⁷ Hermann C. F. Some consequences of crisis which limit the viability of organization // Administrative science. 1963. № 8. P. 61 – 82.

⁶⁸ См., например: Улмер Р., Селлнау Т., Сиджер М. Эффективная кризисная коммуникация / Пер. с англ. Х.: Изд-во Гуманитарный центр (Науменко А.А.), 2011. С. 18.

⁶⁹ Hermann C. F. Op. cit. P. 64.

⁷⁰ Ансофф И. Стратегическое управление: Сокр. пер. с англ. / Науч. ред. и авт. предисл. Л. И. Евенко. М.: Экономика, 1989. С. 292, 293.

⁷¹ Ансофф И. Указ. соч. С. 30.

⁷² Ушанов П. В. Антикризисное управление как новая парадигма управления // Эффективное антикризисное управление. 2010. №1. URL: http://www.e-c-m.ru/magazine/60/eau_60_12.htm (дата обращения: 12.12.2016).

Кризисы предприятий, как и любых социально-экономических систем, должны, с нашей точки зрения, рассматриваться во взаимосвязи с вышеперечисленными общими признаками кризисной ситуации. С учетом предложенной логики (Рисунок 1.2), проанализируем содержание финансовых признаков корпоративных кризисов.



Рисунок 1.2 – Логика исследования корпоративных кризисов⁷³

В определениях кризиса предприятия нередко акцентирован такой признак, как реализация угроз в контексте *приоритетных целей развития* бизнеса⁷⁴. Вместе с тем приоритетные цели в данном случае трактуются весьма широко и неоднозначно⁷⁵. Как справедливо отмечают Я. В. Соколов и Т. О. Терентьева, любые цели в этом отношении должны соотноситься с целями стейкхолдеров⁷⁶. Развивая эту точку зрения, можно выделить два основных принципиальных подхода к интерпретации данного вопроса.

Первый подход ориентирован на *интересы собственников*, корреспондируя с требованием максимизации прибыли, а точнее соответствующих экономических выгод в самом их широком понимании. В этом случае индикаторами должного состояния предприятия выступают не только разнообразные показатели

⁷³ Сост. автором.

⁷⁴ См., например: Фомин Я. А. Указ. соч. С. 4, 6 – 7; Евсюкова М. А. Указ. соч. С. 149, 150.

⁷⁵ В этом отношении уместно обратиться к исследованию В. В. Иванова и Н. Н. Цытович, в котором представлен обзор научных представлений о прибыли как неоднозначной цели деятельности коммерческих организаций. См.: Иванов В. В., Цытович Н. Н. Указ. соч. С. 149 – 154.

⁷⁶ Соколов В. Я., Терентьева Т. О. Указ. соч. С. 547, 548.

рентабельности бизнеса, которые оцениваются, прежде всего, по финансовой отчетности, но и рыночная стоимость собственного капитала, неуклонное снижение которой является явным признаком финансовых затруднений⁷⁷. Данный подход чаще всего встречается в литературе⁷⁸.

Второй подход к интерпретации приоритетных целей бизнеса соответствует стремлению к *балансу интересов стейкхолдеров*⁷⁹, к которым относятся не только собственники, но и менеджеры, работники, контрагенты, представители финансового сообщества, а также широкий круг других потенциально заинтересованных лиц, включая конкурентов, представителей разных ветвей власти и общественные организации⁸⁰. Заметим, что данные подходы не следует рассматривать как взаимоисключающие⁸¹. В частности, по данным эмпирических исследований, баланс интересов собственников и менеджеров положительно влияет на рыночную стоимость предприятия⁸².

Каким бы подходом к приоритетным целям развития бизнеса мы не руководствовались, угрозу в контексте финансовых признаков кризиса предприятий можно представить не только при помощи некоторых индикаторов финансового состояния, выбор которых в каждом конкретном случае неочевиден, но и в терминах *«риск – неопределенность – конфликт»*. В последующем мы будем исходить из достаточно очевидного предположения о том, что в условиях кризиса уровень риска и неопределенности в отношении предпринимательской деятельности возрастает⁸³, а интенсивность конфликтов, как отмечали Э. Винер и Г. Кан, увеличивается.

⁷⁷ Ключевой вклад в развитие и популяризацию теории акционерной стоимости внес Альфред Раппапорт, опубликовавший в 1986 г. монографию «Создание акционерной стоимости» (Creating shareholder value).

⁷⁸ Уместно в этой связи дополнительно отметить, что извлечение прибыли в качестве основной цели деятельности рассматривается российским Законодателем как определяющий признак коммерческих организаций. См.: Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая). П. 1 ст. 50.

⁷⁹ Считается, что наиболее важный вклад в данное направление менеджмента принадлежит Эду Фриману, фундаментальная работа которого «Стратегический менеджмент: стейкхолдерский подход» (Strategic management: a stakeholder approach), была впервые опубликована в 1984 г.

⁸⁰ Freeman E. R. Strategic management: a stakeholder approach. New York: Cambridge University Press, 2010. P. 53, 56.

⁸¹ Примечательно, что именно такую позицию по этому вопросу разделяет А. Раппапорт: Rappaport A. Creating shareholder value. A guide for managers and investors. Revised and updated. New York: the Free Press, 1998. P. 7.

⁸² Тонких А. С., Ионов А. В. Соблюдение баланса интересов как ключевой фактор роста рыночной стоимости предприятия // Электронный журнал Корпоративные финансы. 2009. № 3. С. 42. URL: [http://cfjournal.hse.ru/2009--3%20\(11\)/26552975.html](http://cfjournal.hse.ru/2009--3%20(11)/26552975.html) (дата обращения: 12.12.2016).

⁸³ В данном случае мы придерживаемся позиции Ф. Х. Найта, предложившим четко разграничить ситуации риска и неопределенности, которую в противоположность риску *«нельзя измерить, а значит и устранить»*. См.: Найт Ф. Х.

Заметим, что людям свойственно абстрагироваться от фактора неопределенности, переоценивая значение своего личного опыта и стремясь находить отсутствующие *закономерности*⁸⁴. Вероятно, с этим обстоятельством связана одна из основных причин, по которой финансовая наука предпочитает исследовать риски предпринимательской деятельности, а не такие *нестандартные* ситуации, как кризисы. Во многом это объясняется и тем, что микроэкономическая теория кризисов находится в процессе становления и в наибольшей степени востребована не экономистами, а антикризисными менеджерами⁸⁵.

Кризис предприятия несет угрозу не только интересам собственников, но и других лиц, хотя именно в результате кризиса происходит разрешение наиболее острого конфликта, «при этом возникают новый конфликт интересов и новые отношения»⁸⁶. Главным драйвером данного конфликта, наряду с препятствиями к коллективным действиям, считается *информационная асимметрия*⁸⁷, что возвращает нас к отмеченной выше проблеме соотношения кризиса и стабильности во взаимосвязи с хаосом и определенностью, непрозрачностью и прозрачностью. Необходимо подчеркнуть, что финансовая непрозрачность предприятия пагубно влияет на развитие конфликта. Примечательно, что допущение о достаточном уровне транспарентности финансовой отчетности предприятия как важнейшего инструмента бизнес-коммуникации зачастую выступает одним из важнейших условий корпоративной финансовой диагностики.

Особенности, причины и способы преодоления наиболее значимых конфликтов в жизни предприятий исследуются в рамках теории агентских

Риск, неопределенность и прибыль. М.: Дело, 2003. URL: <http://www.bibliotekar.ru/biznes-47/9.htm> (дата обращения: 12.12.2016).

⁸⁴ Это наблюдение лежит в основе *теории черного лебедя*, опубликованной Н.Н. Талебом в 2007 г. Феномен «черного лебедя» во многом объясняет природу кризисов, однако между ними нельзя ставить знак равенства, поскольку в первом случае имеются в виду исключительные события, для которых характерны: а) аномальность; б) грандиозная сила воздействия; в) перспективная непредсказуемость (хотя впоследствии им всегда находится рациональное объяснение, то есть они «ретроспективно предсказуемы») – Талеб Н. Н. Черный лебедь. Под знаком непредсказуемости / Пер. с англ. В. Сонькин, А. Бердичевский, М. Костионова, О. Попов. М.: КоЛибри, 2009. С. 7.

⁸⁵ Недооцененность кризисов как объекта экономических исследований неоднократно отмечается в литературе. См., например: Зайцева О. П. Указ. соч. С. 4.

⁸⁶ Ушанов П. В. Роль человеческого фактора в формировании рисков деструктивного развития жизненного цикла предприятия // Эффективное антикризисное управление. 2011. № 3. URL: http://www.e-c-m.ru/magazine/66/eau_66_89.htm (дата обращения: 12.12.2016).

⁸⁷ Ван Хорн Дж. К., Вахович Дж. М., мл. Основы финансового менеджмента. 12-е изд.: Пер. с англ. М.: ООО «И. Д. Вильямс», 2008. С. 43.

отношений⁸⁸, которая относится к фундаментальным основаниям теории корпоративных финансов⁸⁹. Приоритетное внимание в агентской теории, как правило, уделяется конфликтам интересов собственников, кредиторов и топ-менеджеров⁹⁰. Менеджеры предприятия, выступая агентами и собственников, и кредиторов, призваны поддерживать баланс их интересов, максимально учитывая интересы других стейкхолдеров. Однако неэффективный менеджмент – основная причина кризисов предприятий. По некоторым оценкам, на ошибки руководства приходится более половины всех причин корпоративных кризисов⁹¹. При этом неэффективность управленческих решений зачастую объясняется оппортунистическим поведением менеджеров. В то же время *причины кризиса* предприятий, даже если речь идет исключительно о «неэффективном управлении», настолько вариативны, что достоверно и своевременно предсказать момент его наступления, глубину, специфику и последствия – весьма сложная задача. Особое значение в этой связи приобретает диагностика как важнейшая функция антикризисного управления.

Диагностика, направленная на выявление признаков кризиса, может носить предварительный, текущий или последующий характер, и, если руководствоваться аксиомами антикризисного управления, должна осуществляться непрерывно, обеспечивая возможность обоснования эффективных управленческих решений в условиях острого дефицита времени. В этой связи отметим, что, с нашей точки зрения, существует принципиальная разница между *реактивным* и *проактивным* антикризисным управлением. Реактивное антикризисное управление означает, что ситуация кризиса является определяющей, задавая вектор управленческих решений и в существенной степени ограничивая возможные альтернативы действий и время их реализации. Проактивное антикризисное управление

⁸⁸ Основные положения данной теории были опубликованы Дженсоном и Меклингом в 1976 г. в статье: Jensen M. C., Meckling W.H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure // Journal of Financial Economics, October. 1976. V. 3. № 4. P. 305 – 360. Возможность применения теории агентских отношений в контексте проблематики финансовой стабильности (применительно к депозитным учреждениям) представлена в статье: Allen F., Gale D. Competition and financial stability // Journal of Money, Credit, and Banking. 2004. Vol. 36. № 3. P. 454.

⁸⁹ См., например: Ковалев В. В. Указ. соч. С. 106, 107.

⁹⁰ Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент. Полный курс: В 2-х т. / Пер. с англ. под ред. В. В. Ковалева. СПб.: Институт «Экономическая школа», 2004. Т. 1. С. 26 – 28.

⁹¹ Ряховская А. Н., Арсенова Е. В., Крюкова О. Г. Указ. соч. С. 26.

характеризуется активной ролью субъекта управления, определяющего соответствующую стратегию и тактику⁹². Представляется, что необходимым условием проактивного антикризисного управления, в свою очередь, выступает диагностика, в том числе финансовая диагностика.

Методическую основу корпоративной финансовой диагностики преимущественно составляют *методы и модели прогнозирования банкротства*, агрегирующие широкий спектр признаков финансовой нестабильности в самом ее широком понимании. При этом система диагностики должна отвечать следующим основным требованиям: своевременность распознавания кризисных явлений, достоверность результата распознавания⁹³, непрерывность диагностического процесса. Анализируя данные требования, необходимо подчеркнуть, что диагностика предприятия *должна носить систематический характер*. Неслучайно Я. В. Соколов и М. Л. Пятов определяют финансовую диагностику как «цикл последовательных работ, связанных с определением стадии развития предприятия»⁹⁴. В этом смысле корпоративная финансовая диагностика может рассматриваться как методология мониторинга финансовой стабильности предприятий, что примечательно с позиции обоснования методологии научных исследований в этой области.

Кроме того, как следует из вышеприведенного определения, система корпоративной финансовой диагностики должна выстраиваться с учетом закономерностей развития предприятия. Системный подход к решению данной, весьма нетривиальной, задачи, как правило, предполагает применение моделей жизненного цикла организации, которые задают «ориентиры для определения требований к должному состоянию, логике функционирования или определению

⁹² Авторство концепции проактивности принадлежит Виктору Франклу. Однако сам термин использовался в науке и ранее. Его авторство обычно приписывают Полу Витли и Джералду Блэнкфорду (Whiteley P. L., Blankfort G. The influence of certain prior conditions upon learning // Journal of Experimental Psychology (APA). 1933. № 16. P. 843 – 851). Популяризатором концепции проактивности в менеджменте стал Стивен Кови, преподаватель, бизнес-консультант и автор серии книг организационному управлению.

⁹³ Фомин Я. А. Указ. соч. С. 7, 10, 12.

⁹⁴ Соколов Я. В., Пятов М. Л. Указ. соч. С. 200, 201.

Регулярность как признак антикризисной диагностики подчеркивается и другими авторами. См., например: Романовский М. В., Утевская М. В., Баркар А. А. Указ. соч. С. 4.

ориентиров развития организации»⁹⁵. Таким образом, обоснование концепции корпоративной финансовой диагностики в контексте жизненного цикла предприятия представляется весьма перспективным направлением научных исследований, даже несмотря на то обстоятельство, что существование данного цикла нередко подвергается сомнениям⁹⁶.

В отношении процедур корпоративной диагностики в целом и финансовой диагностики в частности, следует отметить, что они едва ли поддаются универсальной алгоритмизации. В условиях кризиса *привычные механизмы не работают или работают неэффективно*, и, следовательно, диагностика требует применения нестандартных подходов. Приходится считаться и с неадекватностью доступной информации о кризисном предприятии, которую весьма драматично описывает И. Ансофф: «Прежние стратегии и планы не годятся, задачи новы, информация, которую нужно освоить и изучить, идет потоком. Фирме угрожают информационные перегрузки. Внезапность и вероятность крупной потери осознаются в фирме настолько широко, что возникает угроза всеобщей паники»⁹⁷.

Как отмечено выше, кризис предприятия, подобно любому кризису, характеризуется *дефицитом времени для принятия антикризисных решений*. В финансовом смысле это, прежде всего, означает, что цена времени для кризисного предприятия наиболее высока⁹⁸. Иными словами, временная ценность денежных средств для кризисного предприятия повышается, что, в свою очередь, неблагоприятно отражается в оценке стоимости возвратных потоков, связанных с его финансово-хозяйственной деятельностью. Объяснить подобную ситуацию можно в контексте угроз приоритетным целям бизнеса, что отражает *системную взаимосвязь признаков кризиса*. С повышением данных угроз возрастает требуемая инвесторами доходность и, следовательно, стоимость финансирования, что сокращает инвестиционные возможности предприятия и снижает его

⁹⁵ Филонович С. Р. Указ. соч. С. 54.

⁹⁶ Широкова Г. В. Жизненный цикл организации: эмпирические исследования и теоретические подходы // Российский журнал менеджмента. 2007. Том 5. № 3. С. 86.

⁹⁷ Ансофф И. Указ. соч. С. 30.

⁹⁸ «Экономическая цена» времени в контексте особенностей корпоративного кризиса упоминается в работе: Тренков Е. М., Двенидова С. А. Диагностика в антикризисном управлении // Менеджмент в России и за рубежом. 2002. № 1. С. 4. <http://www.mevriz.ru/articles/2002/1/1013.html>

экономический потенциал. Заметим, однако, что в условиях формирующегося рынка требуемая доходность далеко не всегда соответствует риску финансовой операции. Так, традиционным источником финансирования российских предприятий выступает текущая кредиторская задолженность, которая зачастую не связана с постоянными финансовыми расходами⁹⁹. Причем повышение доли кредиторской задолженности в пассивах, наряду с соразмерным увеличением доли дебиторской задолженности в активах, является одним из характерных финансовых признаков корпоративного кризиса¹⁰⁰.

Итак, кризисное предприятие характеризуется *снижением рыночной стоимости, существующим в условиях повышенного риска, неопределенности и острого конфликта интересов стейкхолдеров*. Ключевую роль в этом конфликте, как правило, играют менеджеры, ошибки которых являются одной из наиболее значимых причин корпоративных кризисов. В условиях кризиса приходится считаться с такими вызовами, как нестандартность создавшейся ситуации и дефицит времени для принятия управленческих решений, что, в частности, отражается в *ухудшении финансовой конъюнктуры бизнеса* (сокращение инвестиционных возможностей, а также возможностей по привлечению финансовых ресурсов, и, следовательно, снижение экономического потенциала в целом) и в *повышении вероятности банкротства*. Угроза и ограниченность сроков для принятия антикризисных решений, имманентна сущности кризиса, тогда как нестандартность кризисной ситуации, требующая нестандартных антикризисных решений, существует в субъективном восприятии¹⁰¹.

Сложность исследования феномена кризиса, в том числе в отношении предприятий, объясняется его двойственностью. С одной стороны, кризис выступает как особое *состояние* социально-экономической системы, которое характеризуется угрозой для ее существования, нестандартностью создавшейся ситуации, дефицитом времени для принятия антикризисных решений. С другой

⁹⁹ Иванов В. В., Бушуева Н. В. Внешние источники финансирования российских предприятий // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 5 Экономика. 2007. № 1. С. 96, 101.

¹⁰⁰ Иванов В. В., Алексашина А. А. Теория и практика заемного финансирования предприятий // Финансовый мир. Вып. 5 / Под ред. В. В. Иванова и Е. А. Почиковской. М.: Проспект, 2014. С. 99, 100.

¹⁰¹ Подробнее о субъективном восприятии кризиса см.: Манушин Д. В. Указ. соч. С. 45 – 48.

стороны, кризис является *процессом* трансформации системы, который сопровождается разрушением старых и (или) образованием новых связей. Иными словами, *кризисная система нестабильна* по определению – от этого положения мы и предлагаем исходить в исследовании финансовой стабильности предприятий.

Подчеркнем, что наличие эффективной системы корпоративной финансовой диагностики, основу которой составляют методы и модели прогнозирования банкротства, может предотвратить развитие кризисной ситуации и, во всяком случае, выступает необходимым условием ее успешного преодоления. По словам Я. В. Соколова и Т. О. Терентьевой, «здоровый организм (предприятия – *прим. автора*) способен долго и эффективно работать, но, чтобы это было так, ответственный финансист должен постоянно наблюдать этот организм, перманентно ставить диагноз и перманентно принимать решения о том, как поддерживать этот организм в рабочем состоянии»¹⁰².

Таким образом, нами введены и интерпретированы статическая и динамическая трактовки кризиса, а также аргументировано, что данные трактовки не являются взаимоисключающими. Логично предположить, что в *процессе кризиса* состояние социально-экономической системы в любой момент времени можно охарактеризовать словом «кризис», что в данном случае будет означать *кризисное состояние*. Развивая данную точку зрения, мы приходим к выводу, который во многом определяет логику исследования: целесообразность выявления финансовых признаков кризиса предприятия (кризис как состояние), наряду с характеристикой финансовых особенностей кризисов предприятия в контексте его развития (кризис как процесс), не только интуитивно очевидна, но и заведомо обусловлена двойственной природой кризиса.

¹⁰² Соколов Я. В., Терентьева Т. О. Указ. соч. С. 550.

1.3 Стабильность в контексте корпоративного жизненного цикла

Формирование *концепции жизненного цикла организации* (ЖЦО), как правило, датируется не ранее 1950-60-х гг., пик научного интереса к данной проблематике отмечается в 1980-е гг.¹⁰³ Однако философские истоки исследования жизненных циклов организаций совершенно явно прослеживаются в концепции *органицизма*, популяризованной в 1920-30 гг.¹⁰⁴ Неслучайно Я. В. Соколов и Т. О. Терентьева обращают нас к работам «замечательного французского бухгалтера» Жана Батиста Дюмарше (1874 – 1946 гг.), который задолго до середины XX в. «отождествлял предприятие с организмом»¹⁰⁵. В настоящее время исследования проблем развития организаций на разных стадиях жизненного цикла выступают одним из основных разделов теории управления изменениями¹⁰⁶.

В наиболее общем смысле концепция корпоративного жизненного цикла заключается в том, что предприятие рассматривается как своеобразный организм, который рождается, развивается, стареет, умирает. Структура жизненного цикла может быть представлена по-разному, но, исходя из организмических аналогий, чаще всего выделяют четыре основных последовательных этапа (фазы) развития: *детство, юность, зрелость, старость*. В отношении жизненного цикла также применяют двухчастную структуру (*рост, спад*), закономерно обращающую нас к вопросу о возможности исследования данной концепции в контексте циклов и кризисов социально-экономических систем.

¹⁰³ Ивашковская И. В., Константинов Г. Н., Филонович С. Р. Становление корпорации в контексте жизненного цикла организации // Российский журнал менеджмента. 2004. № 4. С. 19; Филонович С. Р. Указ. соч. С. 56, 58; Чернова М. В. Аудит и анализ при банкротстве: теория и практика: Монография. М.: ИНФРА-М, 2014. С. 33.

¹⁰⁴ Концепция органицизма предполагает исследование социально-экономических систем, в том числе организаций, по аналогии с живыми организмами. Авторство термина «органицизм» приписывается Дж. С. Холдейну (1918 г.). Идеи органицизма восходят к организмическим теориям Аристотеля, Ф. Шеллинга, Г. Гегеля, Г. Спенсера и др. В новейшей истории развитие данной концепции ассоциируется с таким автором, как Дж. Вуджер и Берталанфи. См. подробнее: Новая философская энциклопедия. URL: <http://iph.ras.ru/elib/2200.html> (дата обращения: 12.12.2016)

¹⁰⁵ Соколов Я. В., Терентьева Т. О. Указ. соч. С. 550.

¹⁰⁶ Подробная характеристика теории управления изменениями, в том числе затрагивающая вопросы концепции жизненного цикла организации, приводится в работе: Андреева Т. Е. Организационные изменения: сравнительный анализ основных концепций // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 8. Менеджмент. 2004. № 2. С. 33 – 49.

Классические работы по управлению организационными изменениями представлены в хрестоматии: Управление изменениями и развитием организации: хрестоматия / Пер. с англ. под ред. Г. В. Широковой; Высшая школа менеджмента СПбГУ. СПб.: Изд-во «Высшая школа менеджмента», 2009.

По мнению одного из ведущих отечественных специалистов в данной области проф. Г. В. Широковой, современные исследования жизненного цикла организаций подразделяются на два магистральных направления: 1) эмпирические исследования становления и развития организаций с применением количественных методов; 2) «применение концепции ЖЦО с целью ее интеграции с другими областями исследований организаций и менеджмента ... для объяснения изменений того или иного явления по мере становления и развития организации»¹⁰⁷. Исследования отдельных фактов жизни предприятий в контексте жизненного цикла менее многочисленны, чем эмпирические исследования организационных изменений¹⁰⁸. Однако в целях обоснования концепции корпоративной финансовой диагностики, которая рассматривается нами как методология, отвечающая задачам оценки финансовой стабильности предприятий, нас интересует, прежде всего, второе направление исследований ЖЦО.

В этой связи зададимся вопросом: как стабильность может быть интерпретирована в контексте жизненного цикла предприятия? В целях исследования нас в первую очередь интересуют *финансовые аспекты* стабильности, однако корпус работ, посвященных финансовым особенностям функционирования организаций на разных этапах жизненного цикла, в значительной степени уступает объему соответствующих исследований, ориентированных на традиционную концепцию непрерывности деятельности. В этом отношении следует отметить публикации таких авторов, как И. В. Ивашковская, Г. Н. Константинов, С. Р. Филонович, Д. О. Янгель,

¹⁰⁷ Широкова Г. В. Жизненный цикл организации: эмпирические исследования и теоретические подходы. С. 87.

¹⁰⁸ Там же.

Е. В. Глухова¹⁰⁹, развивающих финансовую проблематику теории изменений на основе работ Ларри Грейнера (1972 г.)¹¹⁰, Ицхака К. Адизеса (1979 г.)¹¹¹ и др.

В целях дальнейшего обоснования концепции финансовой диагностики как методологии оценки финансовой стабильности раскрыем содержание концепции ЖЦО применительно к предприятиям (далее – концепция корпоративного жизненного цикла), акцентировав внимание на ее *базовых допущениях*. В этой связи раскрыем ключевые финансовые аспекты кризисов предприятий в контексте движения по кривой жизненного цикла (Рисунок 1.3).



Рисунок 1.3 – Логика исследования корпоративного жизненного цикла¹¹²

¹⁰⁹ Ивашковская И. В., Константинов Г. Н., Филонович С. Р. Указ. соч.; Ивашковская И. В., Янгель Д. О. Жизненный цикл организации и агрегированный показатель роста // Корпоративные финансы. 2007. № 4. С. 97 – 110; Глухова Е. В. Концепция жизненных циклов: необходимо ли ее понимание и применение финансистами на российском рынке // Корпоративные финансы. 2007. № 4. С. 111 – 117. Отметим также исследования Гладкова И. В., предложившего ключевые финансовые характеристики начальной, активной и окончательной фаз развития предприятий: Гладков И. В. Указ. соч. С. 169.

¹¹⁰ Greiner L. Evolution and revolution as organizations grow // Harvard Business Review. 1972. Vol. 50. № 4. P. 37 – 46.

¹¹¹ Adizes C. I. Organizational passages: diagnosing and treating life cycle problems in organization // Organizational Dynamics. 1979. Vol. 9. P. 3 – 25; Адизес И. Управление жизненным циклом корпорации / Пер. с англ. под научн. ред. А. Г. Сеферяна. СПб.: Питер, 2007.

¹¹² Сост. автором.

Прежде всего, зададимся вопросом о критериях *корпоративного возраста*, которые имеют прямое отношение к финансовым аспектам ЖЦО. В наиболее упрощенной форме движение по кривой корпоративного жизненного цикла описывается как функция объема продаж, который увеличивается по мере роста бизнеса, стабилизируется на этапе зрелости и начинает снижаться, когда приходит время стареть¹¹³. Вероятно, благодаря именно такой схематичной модели нередко можно встретить ошибочное мнение о том, что концепция ЖЦО является производной по отношению к концепции жизненного цикла товара¹¹⁴. Альтернативный критерий, получивший широкое применение в теории и практике оценки бизнеса, это «размер» компании. Данный критерий, как правило, ассоциируется со стоимостью собственного или совокупного инвестированного капитала, корреспондируя с трактовками приоритетных целей бизнеса¹¹⁵.

В некоторых моделях жизненного цикла соответствующий параметр даже не уточняется, поскольку, по мнению авторов данных моделей, он во многом определяется отраслевой спецификой бизнеса. В результате, модели жизненного цикла предприятий весьма разнообразны, и *базовых допущений* при их обосновании применяется относительно немного. По мнению Г. В. Широковой, это, *во-первых*, допущение о закономерной последовательности стадий; *во-вторых*, о том, что каждая стадия является следствием предыдущей; *в-третьих*, широкий спектр «возрастных параметров»¹¹⁶. Развивая предложенную логику обоснования концепции финансовой диагностики, следует более подробно раскрыть содержание отдельных стадий (фаз).

¹¹³ Масштабный теоретический анализ научных представлений о ЖЦО, результаты которого были представлены в диссертации Г. В. Широковой, показывает, что объем продаж рассматривается как универсальный показатель роста компании в большинстве исследований по данной проблематике. Широкова Г. В. Жизненные циклы российских предпринимательских фирм: методология исследования и основные стадии: автореф. диссертации ... доктора экономических наук: 08.00.05. СПб, 2010. С. 32.

¹¹⁴ Например, Лавизина О. В. в своей работе, посвященной организационным аспектам управления жизненным циклом организации, пишет, что концепция ЖЦО «позаимствована из изучения эволюции товара: замысел и разработка концепции, массовое производство, момент ликвидации средств производства этого товара». Лавизина О. В. Некоторые аспекты управления жизненным циклом организации, понимаемой как социальная система // Менеджмент в России и за рубежом. 2003. № 5. С. 47 – 60.

¹¹⁵ Наличие методических альтернатив в оценке стоимости бизнеса, ориентированных на собственный или инвестированный капитал, в контексте акционерного и стейкхолдерского подходов отмечается в статье: Валдайцев С. В. Денежные потоки в оценке и управлении стоимостью компании // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 5. Экономика. 2009. № 3. С. 113.

¹¹⁶ Широкова Г. В. Жизненный цикл организации: эмпирические исследования и теоретические подходы. С. 86.

Согласно обобщенным представлениям, детство охватывает период становления бизнеса, характеризующийся стремительным увеличением его размера, ростом продаж, отрицательными финансовыми результатами. Юность ассоциируется с продолжением динамичного роста, при этом бизнес начинает приносить прибыль – начало данной фазы обычно отмечается достижением точки безубыточности. На этапе зрелости достигаются оптимальные параметры бизнеса, что, с нашей точки зрения, необходимо рассматривать как *четвертое базовое допущение* анализируемой концепции, чрезвычайно востребованное в целях корпоративной финансовой диагностики. Фаза старости знаменуется ухудшением состояния бизнеса: рост сменяется спадом. Старость предприятия заканчивается его смертью и ликвидацией.

Зачастую допускается, что даже на этапе смерти возможно антикризисное управление (оно инициируется лицами, заинтересованными в реанимации бизнеса). По мнению некоторых авторов, подобная «организмическая аналогия ... неполна в том отношении, что неизбежная для живого организма смерть необязательна для организации»¹¹⁷. Иными словами, модели корпоративного жизненного цикла, предусматривающие возможность возрождения, а точнее начала новой жизни организации, выходят за рамки традиционной трактовки ЖЦО. В этой связи мы считаем, что аллюзии к «жизни после смерти» исключают четкое противопоставление концепций непрерывности деятельности и корпоративного жизненного цикла, позволяя по-новому представить их взаимосвязь. Таким образом, различие между данными концепциями перестает казаться столь критическим.

Представляется, что именно такое широкое понимание корпоративного жизненного цикла соответствует философии антикризисного управления, которое позиционируется как *самостоятельное* научное направление¹¹⁸. Примечательно, что отдельная область исследований в рамках данного направления касается потенциала реабилитации бизнеса при угрозе банкротства. В литературе

¹¹⁷ Ивашковская И. В., Константинов Г. Н., Филонович С. Р. Указ. соч.; Гладков И. В. Формирование и развитие обеспечения системы финансовой устойчивости предприятий. Дисс. ... докт. экон. наук: 08.00.10. М., 2015. 353 с.

¹¹⁸ См., например: Ряховская А. Н., Кован С. Е. Указ. соч.. С. 62 – 73.

процедуры банкротства закономерно ассоциируются с фазой смерти организации. Однако существуют многочисленные эмпирические подтверждения того, что даже в этом случае возможно возобновление финансово-хозяйственной деятельности¹¹⁹. Поэтому мы предлагаем принять *пятое допущение* о возможности реабилитации бизнеса в процедурах банкротства как базовое.

Обращаясь к аксиомам антикризисного управления, следует, с нашей точки зрения, добавить и *шестое допущение* концепции корпоративного жизненного цикла, которое касается неизбежности «возрастных» кризисов, сопровождающихся структурной перестройкой социально-экономической системы – организма организации. Согласно данному допущению, в ходе своего развития предприятие неизбежно сталкивается с кризисами, каждый из которых может закончиться фатально. Успешное преодоление кризиса «запускает» следующую фазу, а неудача влечет преждевременную смерть.

Подобная логика, к примеру, прослеживается в модели Л. Грейнера. Жизненный цикл в данном случае подразделяется на пять этапов роста, драйверами которого выступают креативность, директивное руководство, делегирование, координация и сотрудничество соответственно. Взросление рассматривается как результат революционных преобразований, выступающих реакцией на специфичные каждому этапу кризисы¹²⁰. Однако модель Грейнера в основном апеллирует к проблемам становления и развития системы управления¹²¹, что ограничивает возможности ее применения для целей нашего исследования. Вместе с тем данная модель может быть интегрирована в модель И. К. Адизеса¹²², в которой, во-первых, также используется комментируемое допущение, а, во-вторых,

¹¹⁹ Результаты эмпирического исследования, подтверждающего данную точку зрения, на примере российских предприятий представлены в статье: Чернова М. В. Банкротство в жизненном цикле организации: эмпирическое исследование. Отметим также, что обширные исследования по данной проблематике проводятся в контексте управления высокорисковыми инвестициями, в том числе в отношении риска восстановления (recovery risk), часть которого связана с потенциалом реабилитации бизнеса в процедурах банкротства. См., например: Altman E. I. Are historically based default and recovery models in the high-yield and distressed debt markets still relevant in today's credit environment? New York University Salomon Center Stern School of Business Special Report, 2006.

¹²⁰ Greiner L. Evolution and revolution as organizations grow. P. 40 – 44.

¹²¹ Ивашковская И. В., Константинов Г. Н., Филонович С. Р. Указ. соч. С. 20.

¹²² Как отмечают Ивашковская И. В., Константинов Г. Н., Филонович С. Р., «модель Адизеса представляется более общей, нежели модель Грейнера, однако ... можно представить себе, что модель Грейнера встраивается в модель Адизеса. ... При этом начало креативной стадии первой модели совпадает со стадией «младенчество» второй, а завершающая стадия модели Грейнера близко подходит к стадии расцвета в терминологии Адизеса». – Ивашковская И. В., Константинов Г. Н., Филонович С. Р. Указ. соч. С. 22.

финансовым аспектам корпоративного жизненного цикла уделяется подробное внимание. Полученную модифицированную модель мы предлагаем использовать для обоснования и дальнейшего развития концепции финансовой диагностики.

Модифицированная модель корпоративного жизненного цикла включает десять последовательных фаз, реализация которых подчиняется закономерностям роста и спада в жизни бизнеса¹²³. К этапам роста (взросления) относятся: выхаживание, младенчество, детство, юность и расцвет; к этапам спада – стабилизация, аристократизм, ранняя бюрократизация, бюрократизация и завершающий этап жизненного цикла – смерть. Предполагается, что предприятие, как и любой живой организм, стремится достичь расцвета и как можно дольше избегать старения. Любопытно, что переход к фазе спада не представляется Адизесу неизбежным. Делается в целом декларативное заявление о том, что, если с самого начала отслеживать, на каком этапе развития находится предприятие, и эффективно решать соответствующие проблемы, можно достичь расцвета в оптимальные сроки и оставаться на этом этапе сколь угодно длительное время¹²⁴. В то же время данное допущение не является критическим для целей нашего исследования, поскольку оно корреспондирует с требованием непрерывной диагностики, не вступая в противоречие с задачами исследования финансовой стабильности.

В рамках заданной модели ЖЦО обратимся к проблематике агентского конфликта, применительно к которому мы предлагаем ввести термин *«цикл агентских проблем»*, более точно отражающий динамический ракурс данного явления. Развитие бизнеса предполагает изменение состава и роли стейкхолдеров¹²⁵. Таким образом, движение по кривой жизненного цикла отражается в специфике агентских проблем, интенсивность которых подчиняется

¹²³ Сопоставление признаков «роста и старения» организации см.: Адизес И. К. Указ. соч. С. 119.

¹²⁴ Кризисы компании, по мнению И. К. Адизеса, – результат закономерных проблем, которые можно разделить на три группы: 1) нормальные проблемы взросления (или «болезни роста»); 2) аномальные проблемы; 3) патологии, которые компания не способна решать самостоятельно. Если не решать нормальные проблемы, они становятся аномальными и со временем превращаются в патологии. Начинается фаза старения, в которой любая проблема носит патологический характер.

¹²⁵ В частности, по мере взросления организации происходит разделение функций собственника и менеджера. Агентская теория относится именно к тому условному этапу жизненного цикла, когда бизнес вышел из «детского возраста», и управление предприятием делегировано «агентам» – профессиональным менеджерам.

особым закономерностям. Кризисы взрослеющей компании, как правило, ассоциируются с последовательными вызовами агентского конфликта¹²⁶.

Предполагается, что на этапе расцвета интересы стейкхолдеров становятся «полностью интегрированными и сбалансированными»¹²⁷. Стареющее предприятие характеризуется усугублением агентского конфликта¹²⁸. На завершающем этапе жизненного цикла интересы любых лиц, не являющихся поставщиками капитала, представляются нерелевантными¹²⁹. Обобщение допущений в этом отношении позволяет получить *условное графическое представление* цикла агентских проблем (Рисунок 1.4).

¹²⁶ В модели Адизеса *они обозначаются как* дилеммы профессионализма, собственника и инвестора. *Дилемма профессионализма* возникает на этапе быстрого роста, когда бизнес усложняется и начинает нуждаться в профессиональном менеджменте. Перед собственником встает две альтернативы: 1) повышение собственных (или семейных) профессиональных знаний; 2) делегирование управленческих полномочий (части полномочий) профессиональным менеджерам. Любой из вариантов требует дополнительных затрат (инвестиции в человеческий капитал или затраты на поддержание приемлемого уровня агентских отношений). *Дилемма собственника* обусловлена повышением потребности в финансировании бизнеса на этапе юности: сохранение контроля над компанией со стороны основателя (основателей) бизнеса в прежнем объеме, как правило, негативно отражается на темпах роста, тогда как поддержание целевой структуры капитала без ущерба для темпов роста компании влечет изменения в структуре собственности. Дальнейшее развитие компании ставит мажоритарных собственников-основателей перед выбором (*дилемма инвестора*): 1) сохранить контроль над компанией, сосредоточив свою деятельность на рынках товаров и услуг; 2) отказаться от контролирующей доли, диверсифицировав инвестиции на рынке капитала. Значимость транспарентной финансовой информации для собственников, кредиторов и потенциальных инвесторов возрастает. По мере привлечения дополнительных участников одной из приоритетных становится проблема инвестиционной привлекательности компании. Эффективное решение дилемм – залог развития (переход к фазе юности, дальнейшее взросление и переход к фазе расцвета соответственно).

Подробнее о дилемме профессионализма в контексте жизненного цикла компании см.: Адизес И. К. Указ. соч. С. 88 – 94; об основных задачах бизнеса и формировании корпоративного управления, в том числе о дилеммах собственника и инвестора см.: Ивашковская И. В., Константинов Г. Н., Филонович С. Р. Указ. соч. С. 22 – 32.

¹²⁷ Адизес И. К. Указ. соч. С. 141.

¹²⁸ Проблема инвестиционной привлекательности, напротив, по-прежнему актуальна. Более того, интересы инвесторов на этапе спада становятся все более значимыми. Примечательно, что финансовые менеджеры расширяют свои полномочия и начинают оказывать существенное влияние на управленческие решения.

¹²⁹ Подробнее об интересах стейкхолдеров на разных этапах жизненного цикла см.: Адизес И. К. Указ. соч. С. 141 – 144; Львова Н. А. Финансовая диагностика предприятия / Под ред. В. В. Иванова. М.: Проспект, 2015. С. 39 – 41.

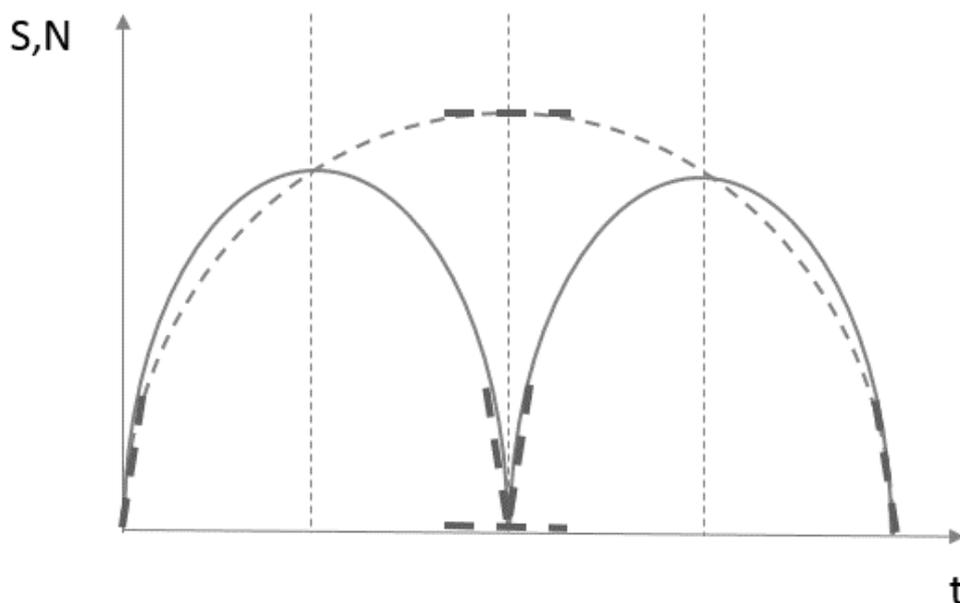


Рисунок 1.4 – Цикл агентских проблем предприятия¹³⁰

Логика модели цикла агентских проблем объясняется следующим образом. Динамика агентского конфликта (параболы, обозначенные сплошной линией) не совпадает с динамикой жизненного цикла (пунктирная парабола, условный возрастной параметр обозначен S). Движение по кривой цикла агентских проблем можно измерить глубиной конфликта стейкхолдеров. Ключевыми драйверами данного движения выступают количество стейкхолдеров и возраст предприятия (N и t соответственно). С увеличением числа стейкхолдеров интенсивность агентского конфликта увеличивается. Однако базовые допущения ЖЦО предполагают, что на этапе зрелости организация способна достичь оптимальных параметров функционирования, в том числе обеспечить баланс интересов стейкхолдеров. В развитие данных допущений, следует ввести дополнительное, согласно которому цикл агентских проблем образует двухчастную структуру. Симметричные пропорции предложенной модели могут быть подвергнуты сомнению. Вместе с тем речь идет о типичном для моделей ЖЦО концептуальном представлении.

Анализируя *признаки финансовой нестабильности* в контексте жизненного цикла, необходимо учитывать цели, приоритетные на тех или иных этапах развития компании. В этой связи наиболее пристальное внимание должно уделяться

¹³⁰ Сост. автором.

ухудшению финансовых показателей, которые на отдельных этапах жизненного цикла являются для компании ключевыми.

Так, одним из определяющих признаков взросления компании в рамках комментируемой модели считается недостаточный уровень платежеспособности. Критический характер проблема дефицита денежных средств носит на этапе выхаживания, когда главной задачей выступает формирование «модели бизнеса как генератора денежного потока»¹³¹. Зарождающийся бизнес требует инвестиций, однако еще рано говорить о каких-либо финансовых показателях, поскольку компании как таковой не существует. В младенчестве предприятие, как отмечено выше, находится в условиях перманентного кризиса. Зачастую оно сталкивается с проблемой неплатежеспособности, а также испытывает острую потребность в оборотных средствах, поэтому актуальна проблема неликвидности. Со временем задача обеспечения платежеспособности и ликвидности отходит на второй план, но преодолевается лишь на стадии стабилизации.

Признаком взрослеющей компании, которая, однако, еще не достигла своего расцвета¹³², является приоритет масштабов сбыта над прибыльностью бизнеса. На стадии быстрого роста компании ориентируются, прежде всего, на объем продаж, и замедление оборачиваемости расценивается как наиболее тревожный симптом. Главной финансовой целью компании на этапе юности провозглашается прибыль (как упоминалось выше, одним из главных признаков выхода из «детского состояния» считается преодоление точки безубыточности), но смена финансовых приоритетов происходит постепенно, и допускается, что ориентация на сбыт по-прежнему преобладает. Поэтому показатели оборачиваемости представляются для компании более важными, чем показатели рентабельности продаж.

Этап расцвета отмечается равно высокой значимостью сбыта и прибыли. Компания начинает активно привлекать внешние инвестиции. И, следовательно, рентабельность капитала начинает играть не менее важную роль, чем

¹³¹ Ивашковская И. В., Константинов Г. Н., Филонович С. Р. Указ. соч. С. 23.

¹³² В данном случае рассуждения И. К. Адизеса, на наш взгляд, не вполне последовательны: приоритет масштабов сбыта над прибыльностью бизнеса отмечается им как один из определяющих признаков взросления компании (Адизес И.К. Указ. соч. С. 119), и в то же время фаза расцвета, по его мнению, характеризуется равной значимостью объемов сбыта и прибыли (Там же).

рентабельность продаж. Компания достигает оптимальных финансовых пропорций, в том числе, в отношении структуры капитала¹³³, что, с нашей точки зрения, актуализирует значение показателей финансовой устойчивости. Полагаясь на оптимистичные ожидания роста, компания стремится к максимизации прибыли в долгосрочном периоде.

Допускается, что на ранних этапах старения (стабилизация, аристократизм) предприятие характеризуется весьма привлекательным финансовым состоянием, в частности, сохраняя свою финансовую устойчивость. Эта особенность представляется весьма ценной с точки зрения финансовой диагностики, которая не должна ограничиваться количественным анализом, по возможности максимально учитывая качественные характеристики деятельности организации. Один из первых симптомов старения компании, позволяющий судить о появлении патологических проблем задолго до ухудшения ключевых финансовых показателей считается избыток денежных средств, взаимосвязанный с другим ранним признаком старения – снижением уровня толерантности к риску¹³⁴.

Ориентация на прибыль преобладает на протяжении всего периода спада. Однако отмечается, что горизонт максимизации прибыли становится все более краткосрочным, а ожидания роста – все более умеренными. Предполагается, что в связи с преобладанием интересов инвесторов над интересами потребителей продукции (товаров, работ, услуг) рентабельность инвестиций постепенно играет все более значимую роль и на этапе аристократизма получает приоритетное значение. Показатели рентабельности продаж и деловой активности, напротив, постепенно теряют свою значимость¹³⁵.

¹³³ Примечательно, что данное допущение широко применяется в оценке бизнеса. В частности, речь идет об оценке так называемого «постпрогнозного периода», в отношении которого принимаются допущения, которые касаются условно оптимальной финансовой структуры предприятия. См., например: Валдайцев С. В. Указ. соч. С. 113, 114.

¹³⁴ В качестве синонима «толерантности к риску» в стандартах по риск-менеджменту используется также термин «аппетит к риску», то есть уровень и типы риска, на которые организация готова ориентироваться в своей деятельности, которые она готова принять, и которым может соответствовать. См.: Anderson R. Risk appetite and Risk Tolerance. A guidance paper from the Institute of Risk Management. The Institute of Risk Management, 2011. <http://www.theirm.org/publications/documents/IRMRiskAppetiteFullweb.pdf>.

¹³⁵ По выражению Адизеса, «вместо удовлетворения потребностей клиента менеджмент учится зарабатывать деньги с помощью интерпретации результатов анализа хозяйственной деятельности и реагирования на краткосрочные ожидания фондового рынка». Адизес И. К. Указ. соч. С. 142.

На поздних этапах старения (этапы бюрократизации) финансовые показатели компании подвержены эффекту падающего домино¹³⁶. Дальнейшая судьба компании, теряющей свои конкурентные преимущества, зависит исключительно от инвесторов. Причем, как отмечает И. А. Бланк, на последних стадиях жизненного цикла финансовая стратегия предприятия «призвана обеспечить эффективное дезинвестирование и высокую маневренность использования высвобождаемого капитала в целях обеспечения дальнейшей финансовой стабилизации»¹³⁷.

Главная финансовая задача на завершающем этапе жизненного цикла – получать целевое финансирование, что позволит искусственно поддерживать жизнь предприятия до тех пор, пока заинтересованные лица не сочтут нужным отказаться от его реабилитации. Говорить о приоритетных финансовых показателях уже не приходится, поскольку предпринимательская деятельность зачастую имитируется, а фактически постепенно полностью прекращается.

Продолжая проводить параллели между финансовыми аспектами корпоративных кризисов и циклов, мы, по аналогии с циклом агентских проблем, предлагаем ввести понятие *цикла временной ценности денежных средств*, отражающего динамическую природу финансовой конъюнктуры бизнеса (прежде всего, доступности финансирования и наличия приемлемых инвестиционных возможностей). Логично предположить, что наиболее высокую стоимость денежные средства имеют на начальном и завершающем этапах жизненного цикла, что может быть интерпретировано с позиции инвестиционных рисков, ассоциируемых с предприятием. Таким образом, движение по кривой данного цикла осуществляется в противофазе по отношению к возрастным изменениям, что позволяет говорить о *седьмом базовом допущении* концепции корпоративного жизненного цикла (Рисунок 1.5).

¹³⁶ Ср.: Фомин Я. А. Указ. соч. С. 26.

¹³⁷ Бланк И. А. Указ. соч. С. 100.

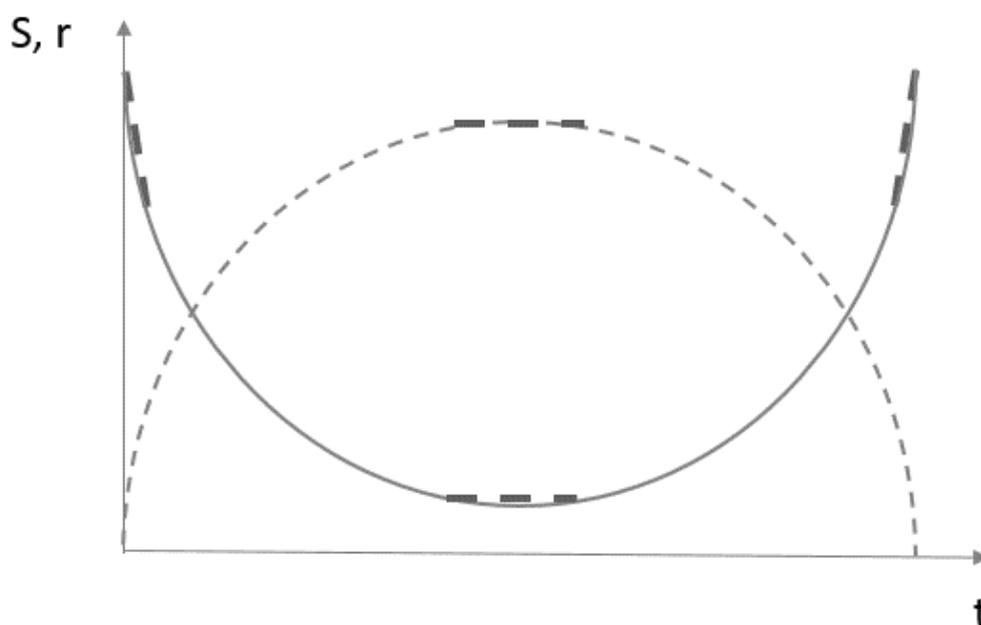


Рисунок 1.5 – Цикл временной ценности денежных средств предприятия¹³⁸

Согласно графику, чем ближе бизнес к пику своего развития (жизненный цикл обозначен пунктирной параболой; S – условный параметр корпоративного возраста), тем ниже стоимость денежных средств (r). Необходимо, однако, отметить, что логика анализируемой модели жизненного цикла предполагает, что минимальной уровень стоимости денег достигается на этапе раннего старения. Считается, что в этом возрасте предприятие по-прежнему имеет стабильное финансовое положение, поддерживая высокий уровень платежеспособности, однако демонстрируют более сдержанный аппетит к риску и более умеренные ожидания роста. Данное предположение вносит явный диссонанс с допущением о том, что оптимальные параметры бизнеса характерны для этапа зрелости. В этой связи еще раз подчеркнем, что, согласно комментируемой модели, ухудшения финансовых позиций не наблюдается, то есть «финансовая зрелость» длится дольше, чем «управленческая». Вместе с тем в целях финансовой диагностики нас интересует именно первая, что исключает несимметричную форму цикла временной ценности денежных средств со смещением к началу старения.

Обобщим вышесказанное применительно к предмету нашего исследования. По мере продвижения по кривой жизненного цикла предприятие сталкивается с

¹³⁸ Сост. автором.

закономерными, по логике концепции, кризисами. Кризис может стать смертельным, замедлить рост или, если антикризисное управление принесло желаемый эффект, предшествовать стабилизации. Таким образом, мы продолжаем *противопоставлять стабильность кризису*, однако на данном этапе предлагаем разграничить *стабильность абсолютную*, ассоциируемую в контексте концепции корпоративного жизненного цикла с фазой зрелости и достаточно абстрактной характеристикой «оптимальных» параметров деятельности, и *стабильность относительную*, которая может достигаться на любой фазе цикла, когда предприятие не находится в состоянии кризиса.

Как было отмечено в первом параграфе, задача однозначного определения эталонных характеристик финансового состояния предприятий является малореалистичной, что отражается в многообразии представлений «оптимальных параметрах деятельности» на этапе зрелости¹³⁹. Наибольший интерес представляет исследование относительной стабильности, предполагающее анализ других жизненных этапов бизнеса. Развивая в этом отношении организмическую аналогию, уместно обратиться к такой способности живых организмов, как *гомеостаз*. В этом смысле, по аналогии с возможностью биологических систем противостоять изменениям и сохранять динамическое относительное постоянство своей внутренней среды (состава и свойств)¹⁴⁰, *способность предприятия реабилитироваться после кризиса*, то есть *возвращаться в состояние относительной стабильности* может рассматриваться как важнейшая предпосылка его жизнеспособности в непрерывно и динамично изменяющихся внешних условиях.

Подытоживая предварительные выводы, конкретизируем второй сущностный признак финансовой диагностики следующим образом. Деятельность предприятия не является непрерывной, она подчиняется логике жизненного цикла

¹³⁹ Оптимальное или целевое состояние предприятия может быть представлено по-разному. Противоречивые решения этой задачи встречаются не только в разных источниках, но и в работах одних и тех же авторов. Так, в ранних работах И. К. Адизеса фаза расцвета, являющаяся «оптимальным состоянием жизненного цикла» обозначалась как точка на кривой жизненного цикла. В последующем автор пришел к выводу, что в развитии организации «не может быть состояния устойчивого равновесия», и «не существует какой-то единственной оптимальной точки». – Адизес И. К. Указ. соч. С. 102, 103, 119.

¹⁴⁰ См.: Биологический словарь. URL: <http://bio-slovar.ru/idx.php/106/1380/article/> (дата обращения: 12.12.2016).

и, следовательно, неизбежно связана с кризисами. С нашей точки зрения, данные обстоятельства должны приниматься во внимание и находить адекватное отражение в методологии финансовой диагностики, в том числе нельзя пренебрегать прогнозированием финансовой несостоятельности. Высокая значимость соответствующего прогнозного инструментария определяется и тем, что он позволяет обобщить и упорядочить эклектичное описание признаков финансовой нестабильности, о чем будет сказано далее.

После кризисов предприятие способно возвращаться в состояние относительной стабильности, сохраняя целостность в претерпевающих постоянные изменения условиях. Таким образом, потенциальная возможность длительного существования предприятий, во многом обусловленная проактивным антикризисным управлением, позволяет в необходимых случаях применять допущение о непрерывности деятельности (например, в отношении оценки денежных потоков, востребованной в целях анализа стоимости и финансового состояния предприятия). Подчеркнем, что речь идет не о бесконечном, а именно о длительном по меркам бизнеса функционировании компании, что, безусловно, является оценочным понятием. В условиях формирующегося рынка возможности антикризисного управления ограничены. Поэтому значимость концепции корпоративного жизненного цикла превышает практический потенциал концепции непрерывности деятельности.

1.4 Стабильность в представлениях финансовой науки

В русском языке «стабильность» означает прочность, устойчивость, постоянность, «стабилизация» – возврат к устойчивому положению или состоянию (таким образом, «стабилизировать» значит привести в соответствующее положение или состояние)¹⁴¹. В свою очередь, «устойчивость» трактуется как постоянство,

¹⁴¹ В сопоставимом, но более глубоком смысле, к примеру, используется термин «политическая стабильность», который в Философской энциклопедии РАН определяется как «состояние политической системы, характеризующееся наличием необходимых условий и факторов, обеспечивающих *сохранение* обществом своей идентичности, гражданского мира и согласия на основе достижения *баланса* интересов различных социальных субъектов и политических сил, своевременного *разрешения возникающих проблем и противоречий* в сфере политики с помощью предусмотренных законом механизмов и средств» (слова, выделенные курсивом, отмечены автором). Новая философская энциклопедия. URL: <http://iph.ras.ru/elib/2833.html> (дата обращения: 12.12.2016).

стойкость, твердость, способность держаться твердо, не колеблясь и не падая, а «устойчивое равновесие» – как способность восстанавливаться после незначительного отклонения¹⁴². Значение слова «стабильность» в русском языке в целом соответствует смыслу слова «stability» в английском (в Оксфордском толковом словаре «стабильность» объясняется как способность оставаться устойчивым и не претерпевать каких-либо изменений или нарушений – обычного порядка вещей, равновесия)¹⁴³. Вполне закономерно, таким образом, что стабильность в представлениях финансовой науки неразрывно связана с понятием устойчивости, а термины «финансовая стабильность» и «финансовая устойчивость» нередко используются в качестве синонимов. Тем не менее, анализ исследований по данной проблематике не позволяет отождествлять данные понятия, взаимосвязь которых будет раскрыта далее. Кроме того, отмечается формирование устойчивых терминологических предпочтений, которые требуют отдельного внимания.

Термин «стабильность» в финансах применяется преимущественно в *макроэкономическом* контексте в отношении финансовых систем как одна из ключевых характеристик их функционирования. Флагманами научных исследований по данной проблематике выступают, во-первых, наднациональные организации, включая Совет по финансовой стабильности, Международный валютный фонд, Банк Международных расчетов, Всемирный банк, Европейский Центральный Банк, а, во-вторых, национальные центральные банки, современная организационная структура которых, как правило, предполагает наличие специального департамента финансовой стабильности¹⁴⁴. Не является в этом

¹⁴² Ожегов С. И., Шведова Н. Ю. Толковый словарь русского языка. URL: <http://www.ozhegov.com/words/34292.shtml>; <http://www.ozhegov.com/words/34291.shtml>; <http://www.ozhegov.com/words/34289.shtml>; <http://www.ozhegov.com/words/37661.shtml> (дата обращения: 12.12.2016).

¹⁴³ Oxford Dictionaries. URL: <http://www.oxforddictionaries.com/definition/learner/stability> (дата обращения: 12.12.2016). Примечательно, что стабильность в этом смысле противопоставляется нестабильности (instability) – качеству или ситуации, при которых ожидаются внезапные изменения или разрушения. URL: <http://www.oxforddictionaries.com/definition/learner/instability> (дата обращения: 12.12.2016).

¹⁴⁴ Обзор деятельности европейских центральных банков по данному направлению приводится в работе: Smaga P. Assessing Involvement of Central Banks in Financial Stability. 2013. 64 p. URL: http://www.centerforfinancialstability.org/research/Assessing_052313.pdf (дата обращения: 12.12.2016). Отметим, что комитеты по финансовой стабильности могут носить межведомственный характер. См.: Лобанова М. А. Финансовая стабильность // Деньги и кредит. 2013. № 7. С. 6.

вопросе исключением Центральный Банк Российской Федерации (ЦБ РФ), воспринявший инициативу мониторинга финансовой стабильности в 2001 г. в числе первых центральных банков¹⁴⁵. В настоящее время Обзоры финансовой стабильности публикуются на официальном сайте ЦБ РФ дважды в год¹⁴⁶. Отметим, что информационно-аналитические материалы в данном случае преимущественно ориентированы на специфику функционирования национальной финансовой системы, тогда как центральные банки развитых стран чрезвычайно высокое значение уделяют международным аспектам проблематики¹⁴⁷.

Концептуальные основы мониторинга финансовой стабильности восходят к исследованиям макропруденциальной политики, задачи которой были впервые сформулированы Комитетом Кука еще в конце 1970-х гг.¹⁴⁸ Тем не менее, общий вектор современной методологии в этом отношении был задан в конце 1990-х – начале 2000-х гг.¹⁴⁹ Значимые изменения в философии мониторинга финансовой стабильности, как это несложно предположить, произошли в период с 2007 по 2009 г. В частности, приоритетное внимание архитекторов и регуляторов финансовых систем, которое ранее было сосредоточено на вопросах обеспечения ценовой стабильности, переключилось к задачам поддержания финансовой стабильности в контексте макропруденциального регулирования¹⁵⁰.

Исследования финансовой стабильности интегрированы в задачу развития методологии мониторинга финансовых систем. Фокус данных исследований, как

¹⁴⁵ Моисеев С. Р. Обзор финансовой стабильности / Пантина И. В., Гамбаров Г. М., Павшук О. В., Мусаева М. У., Моисеев С. Р., Снегова Е. А., Марков К. В. Макропруденциальная политика // Деньги и кредит. 2013. №9. С. 69.

¹⁴⁶ Обзоры финансовой стабильности Центрального Банка Российской Федерации. URL: http://www.cbr.ru/publ/?PrtId=stability&pid=fin_stab&sid=ITM_31265 (дата обращения: 12.12.2016).

¹⁴⁷ В качестве типичного примера можно привести Банк Англии, который проводит мониторинг финансовой стабильности с 1996 г. и является пионером в этом отношении. См. подробнее: Financial Stability Papers. URL: <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Pages/fpc/fspapers/default.aspx> (дата обращения: 12.12.2016).

¹⁴⁸ Моисеев С. Р. Макропруденциальная политика / Моисеев С. Р., Лобанова М. А. Концепция макропруденциальной политики // Деньги и кредит. 2013. №7. С. 46.

¹⁴⁹ Sahel B., Vesala J. Financial stability analysis using aggregated data // Marrying the macro- and micro-prudential dimensions of financial stability. 2001. Vol. 1. P. 160 – 185.

¹⁵⁰ См.: Constâncio V. Financial stability – measurement and policy. The Speech by the Vice-President of the ECB at the Conference of Financial stability: methodological advances and policy issues. Frankfurt am Main, 14 June 2012. URL: http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120614_1.en.html (дата обращения: 12.12.2016); Smets F. Financial stability and monetary policy: how closely interlinked? // Sveriges Riksbank Economic Review. 2013. Vol. 3. P. 121 – 159; Allen F. Monetary policy, systemic risk and financial stability – the end of being neglect // Symposium on Financial Stability and the Role of Central Banks Deutsche Bundesbank 27 February 2014 URL: http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Topics/2014_02_27_symposium_presentation_allen.pdf?__blob=publicationFile (дата обращения: 12.12.2016).

правило, направлен на стабильность финансового сектора: финансовых институтов, финансовых рынков и финансовой инфраструктуры. Причем, прежде всего, акцентируется значение финансовой стабильности депозитных учреждений. Дополнительными направлениями оценки выступают фискальная стабильность, а также финансовая стабильность нефинансовых компаний и домохозяйств¹⁵¹. В то же время, в условиях нарастающих инвестиционных рисков, корпоративный сектор становится все более значимым объектом мониторинга финансовой стабильности¹⁵², что отчасти учитывается в международной практике. Следует, однако, признать, что методология мониторинга в этом отношении требует серьезного переосмысления и развития. В этой связи уместно обратить внимание на исследования Хаймона Мински, который рассматривал метаморфозы финансовой структуры предприятий как один из ключевых драйверов экономической динамики, а чрезмерное повышение финансового риска корпоративного сектора – как фактор хрупкости финансовой системы¹⁵³. Еще ранее определяющую роль чрезмерной задолженности предприятий в дестабилизации финансового сектора предвосхищал Ирвинг Фишер¹⁵⁴.

В целях международных финансовых сравнений и оценки функционирования финансовых систем, наряду с понятием «финансовая стабильность» (financial stability), используется и примыкающий по смыслу термин

¹⁵¹ См., например: Financial Soundness Indicators and the IMF. November 2015. URL: <https://www.imf.org/external/np/sta/fsi/eng/fsi.htm> (дата обращения: 12.12.2016 г.). Заметим также, что оценка фискальной стабильности была, в частности, предусмотрена методологией Всемирного экономического форума, которая применялась в целях мониторинга финансового развития с 2008 по 2012 г. См.: Reuttner I., Glass T. The financial development index 2012: stalled recovery – in search of growth / Financial Development Report 2012. World Economic Forum, 2012. URL: http://www3.weforum.org/docs/WEF_FinancialDevelopmentReport_2012.pdf (дата обращения: 12.12.2016). Пример исследования фискальной стабильности как фактора успешного функционирования финансовых систем см: Tagkalakis A.O. Financial stability indicators and public debt developments // The Quarterly Review of Economics and Finance. 2014. Vol. 54. P. 158 – 179.

¹⁵² Любопытно отметить, что финансовому кризису 2008 – 2009 гг. в России предшествовал кризис в реальном секторе экономики. См., в частности: Иванов В. В. Российские особенности мирового финансового кризиса // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 5: Экономика. 2009. № 2. С. 7.

¹⁵³ Результаты подробного исследования гипотезы финансовой нестабильности Х. Мински, включая оценку возможностей ее применения в современных условиях см.: Бешенов С., Розмаинский И. Гипотеза финансовой нестабильности Хаймона Мински и долгового кризис в Греции // Вопросы экономики. 2015. № 11. С. 120 – 143.

¹⁵⁴ Fisher I. The debt-deflation theory of Great Depression // Econometrica. 1933. Vol. 1 (October). P. 337–357. Высокое значение данной публикации в формировании концепции финансовой стабильности подчеркивают Дробышевский С. М., Трунин П. В., Палий А. А. и Кнобель А. Ю.: Некоторые подходы к разработке системы индикаторов мониторинга финансовой стабильности / Дробышевский С.М. (рук. авт. коллектива) [и др.]. М.: ИЭПП, 2006. С. 9.

«финансовая устойчивость» (financial soundness, financial sustainability)¹⁵⁵. В иностранных источниках данные термины используются во взаимосвязи, и характер соотношения их значений зачастую и не уточняется. В частности, международный проект МВФ по мониторингу *финансовой устойчивости* с использованием комплексной системы индикаторов (Financial Soundness Indicators, FSIs) является методической основой формирования аналитических отчетов по глобальной *финансовой стабильности* (Global Financial Stability)¹⁵⁶. Позиция международных финансовых институтов по данному вопросу в целом воспринята и российским Мегарегулятором. Так, в Обзоре финансовой стабильности за 2 – 3 кв. 2015 г.¹⁵⁷ термины «устойчивость финансовой системы» и «финансовая устойчивость» (организаций) используются даже чаще, чем «финансовая стабильность». Взаимосвязь финансовой стабильности и финансовой устойчивости не комментируется, однако из контекста следует, что финансовая устойчивость организаций или, к примеру, бюджетная устойчивость рассматриваются как предпосылки финансовой стабильности национальной экономики.

Систематизируя научные представления о финансовой стабильности, которые применяются в целях макроэкономических исследований, однако релевантны и для микроэкономического уровня, отметим два принципиально противоположных подхода к ее определению¹⁵⁸. В первом случае финансовая стабильность рассматривается с позиции желаемого состояния социально-

¹⁵⁵ Отдельного внимания в этом отношении заслуживает концепция устойчивого развития, в контексте которой термин «финансовая устойчивость» («financial sustainability») выглядит предпочтительным. Истоки концепции устойчивого развития прослеживаются с 1970-х гг. Зрелый этап ее развития датируется не ранее 2000-х гг. и ассоциируется, прежде всего, с деятельностью Всемирного Банка, рассматривающего устойчивое развитие как соответствующее целям сбережения и преумножения человеческих возможностей, что предопределяет такие его важнейшие компоненты как социальная, экономическая и экологическая устойчивость, а также стремление к рациональной эксплуатации ресурсов. См.: Бобылев С. Н., Зубаревич Н. В., Соловьева С. В. Вызовы кризиса: как измерять устойчивость развития? // Вопросы экономики. 2015. № 1. С. 147 – 160; Канаев А. В., Канаева О. А. Исторические корни устойчивого банкинга // Финансы и кредит. 2015. № 6. С. 17. Следует отметить, что концепция устойчивого развития адаптируется ив целях оценки финансовой устойчивости предприятий. См, в частности: Шеремет А. Д. Комплексный анализ показателей устойчивого развития предприятия // Экономический анализ: теория и практика. 2014. № 45. С. 2 – 10.

¹⁵⁶ Financial soundness indicators, FSIs. URL: <http://data.imf.org/?sk=9F855EAE-C765-405E-9C9A-A9DC2C1FEE47> (дата обращения: 12.12.2016).

¹⁵⁷ Обзор финансовой стабильности за 2 – 3 кв. 2015 г. ЦБ РФ. URL: http://www.cbr.ru/publ/Stability/fin-stab-2015_2-3r.pdf (дата обращения: 12.12.2016).

¹⁵⁸ Обзоры трактовок финансовой стабильности приводятся в работах: Alawode A., Al Sadek M. What is financial stability? Financial Stability Papers Series. 2008. № 1. P. 6 – 13; Кормилицына И.Г. Финансовая стабильность: сущность, факторы, индикаторы // Финансы и кредит. 2011. № 35. С. 44 – 54; Лобанова М.А. Указ. соч. С. 5 – 6.

экономической системы (в целях макроэкономического анализа речь, как правило, идет о *финансовой системе*, к методологии исследования которой мы подробно обратимся далее¹⁵⁹). Во втором – от обратного, в контексте финансовых кризисов, рисков, шоков, то есть в широком смысле – по отношению к финансовой нестабильности¹⁶⁰. Применяются и гибридные трактовки, которые сочетают характеристику желаемого (стабильного) и нежелательного (нестабильного) состояния финансовой системы, и, тем самым, заведомо содержат предпосылки как минимум к избыточности, а зачастую и к логическим противоречиям (Рисунок 1.6).



Рисунок 1.6 – Многообразие трактовок финансовой стабильности¹⁶¹

¹⁵⁹ Как правило, желаемое состояние финансовой системы интерпретируется с точки зрения выполняемых ею функций, в том числе по отношению к корпоративному сектору. См., например: Романовский М. В. Факторы обеспечения устойчивости национальной финансовой системы // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. 2012. № 3. С. 19; Романовский М. В. Глобальный кризис и проблемы обеспечения устойчивости национальной финансовой системы // Сибирская финансовая школа. 2012. № 4. С. 17.

¹⁶⁰ В качестве примера применения подобного подхода уместно привести исследование Дробышевского С. М., Трунина П. В., Палий А. А. и Кнобеля А. Ю. (Указ. соч.). В рамках данного исследования финансовая стабильность противопоставляется финансовому кризису, причем внимание авторов сосредоточено на двух видах финансового кризиса: банковском и валютном. В развитие данной методологии, Трунин П. В. и Каменских М. В., в свою очередь, используется апофатический подход к определению финансовой стабильности, которая в данном случае противопоставляется трем видам финансовых кризисов: банковским, валютным, а также кризисам на финансовых рынках: Трунин П. В., Каменских М. В. Мониторинг финансовой стабильности в развивающихся экономиках (на примере России). М.: ИЭПП, 2007. С. 5. Апофатическая трактовка финансовой стабильности характерна и для исследований Федоровой Е. А. и Лукасевича И. Я., акцентирующих внимание на индикаторах финансового кризиса, которые структурируются по основным направлениям оценки, включая реальный сектор экономики. См.: Федорова Е., Лукасевич И. Прогнозирование финансовых кризисов с помощью индикаторов: особенности развивающихся стран // Вопросы экономики. 2011. № 12. С. 35 – 45; Федорова Е. А., Лукасевич И. Я. Прогнозирование финансовых кризисов с помощью экономических индикаторов в странах СНГ // Проблемы прогнозирования. 2012. № 2. С. 112 – 122.

¹⁶¹ Сост. автором.

Первый подход к трактовке финансовой стабильности, как правило, характерен для академических публикаций, второй – в основном применяется надзорными и регулируемыми органами, что, тем не менее, не снижает его научной значимости, подчеркивает прикладной характер и, по-видимому, более тесную связь с эмпирическими фактами¹⁶². Подчеркнем, что апофатический подход представляется нам предпочтительным, позволяя, в частности, адаптировать методологию корпоративной финансовой диагностики к задачам оценки финансовой стабильности предприятий, что обеспечивает новые траектории фундаментальных и прикладных исследований в данной области.

Следующий принципиальный вопрос, касающийся содержания стабильности в представлениях финансовой науки, относится к взаимосвязи категорий финансовой стабильности и финансовой устойчивости, что обращает нас, прежде всего, к микроэкономическим аспектам исследуемой проблематики. Заметим, что в литературе наблюдается стремление к разграничению смысла финансовой стабильности и финансовой устойчивости¹⁶³, но, как было проиллюстрировано выше, четкой позиции по данному вопросу не выработано. В первую очередь это объясняется неоднозначным восприятием комментируемых терминов. В частности, весьма разнообразно трактуется понятие «финансовая устойчивость», явно преобладающее по числу упоминаний в корпоративных финансовых исследованиях. Теоретический анализ показывает, что чаще всего финансовая устойчивость предприятий ассоциируется с *финансовой структурой*¹⁶⁴, которая в данном случае может рассматриваться альтернативным образом – как оптимальная

¹⁶² Наш вывод в этом отношении противоречит утверждению А. Алавода и М. Аль Садека о центральных банках, которые, как им представляется, в большей степени руководствуются «позитивной» трактовкой финансовой стабильности (Alawode A., Al Sadek M. Op cit. P. 14). Однако данные авторы изначально разграничивают исследования, посвященные разнообразным аспектам финансовой нестабильности, и те источники, в которых речь идет исключительно о финансовой стабильности. Причем во втором случае более подробный анализ дефиниций не проводится.

¹⁶³ См., например: Шевченко Л. М. Содержание и проблемы устойчивости национальной финансовой системы // Финансы и кредит. 2012. №24. С. 33; Погореленко Н. П. Стабильность банковской системы как совокупность стабильностей отдельных микроситуаций в ее функционировании и развитии // Актуальные проблемы экономики. 2015. № 3. С. 345–356.

¹⁶⁴ В целях исследования финансовая структура рассматривается как совокупность и сочетание источников финансирования предприятия. См.: Ковалев В. В. Указ. соч. С. 847, 848. Отметим, что в иностранной литературе в сопоставимом значении используется термин «структура капитала» (capital structure), смысл которого, однако, ограничивается соотношением заемного и собственного капитала. См., например: Miller M.H. The Modigliani-Miller propositions after thirty years // Journal of Economic Perspectives. 1988. Vol. 2. № 4. P. 99.

или как приемлемая, что мы и предлагаем использовать в классификации соответствующих трактовок.

Трактовка финансовой устойчивости в контексте *оптимальной* финансовой структуры, широко цитируемая в отечественной литературе, восходит к работам проф. В. В. Ковалева и проф. Вит. В. Ковалева, по мнению которых, финансово устойчивое предприятие способно «поддерживать оптимальную (целевую) структуру источников финансирования»¹⁶⁵. Вместе с тем восприятие финансовой устойчивости как *приемлемой* финансовой структуры является преобладающим. Однако и в этом случае финансовая устойчивость понимается неоднозначно. В *узком смысле* предполагается, что уровень финансовой устойчивости прямо пропорционален относительному размеру собственного капитала¹⁶⁶. В предельном варианте это означает, что предприятие, которое привлекает финансирование исключительно на долевой основе, обладает абсолютной финансовой устойчивостью, что, очевидно, вступает в противоречие с задачей оптимизации финансовой структуры, как минимум с учетом сравнительной стоимости долга¹⁶⁷. В *широком смысле* финансовая устойчивость ассоциируется с наличием приемлемой по уровню риска финансовой структуры, включая возможность поддерживать данную структуру, которая, тем не менее, вовсе не обязательно является оптимальной. Именно такой логикой объясняются традиционные методические акценты в оценке финансовой устойчивости предприятий, а именно финансовые пропорции в отношении источников финансирования и уровень покрытия расходов на поддержание финансовой структуры¹⁶⁸.

¹⁶⁵ Данное определение финансовой устойчивости приводится в работе: Ковалев В. В., Ковалев Вит. В. Финансовая отчетность и ее анализ (основы балансоведения): Учеб. пособие. М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2007. С. 265. Однако упоминание «целевой структуры источников» в контексте оценки финансовой устойчивости встречается и в более ранних работах В.В. Ковалева. См.: Ковалев В. В. Указ. соч. С. 377.

¹⁶⁶ Подобная трактовка финансовой устойчивости имманентна методологии прогнозирования финансовой несостоятельности (банкротства), которая будет подробно раскрыта в следующей главе.

¹⁶⁷ О значимости долгового финансирования с позиции оптимизации финансовой структуры см.: Modigliani F., Miller M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction // American Economic Review. 1963. Vol. 53. № 3. P. 433 – 443; Miller M. H. Op. cit. P. 112 – 113. Результаты исследования современных представлений, касающихся оптимальной финансовой структуры, представлены в статье: Теплова Т. В. Работа на заемном капитале. Оптимум долговой нагрузки компании: от теоретических концепций к практическим модельным обоснованиям (Часть 1) // Управление корпоративными финансами. 2013. № 4. С. 198 – 208.

¹⁶⁸ Ср.: Ковалев В. В. Указ. соч. С. 377 – 380.

Таким образом, многообразие методических подходов к исследованию финансовой устойчивости предприятий мы предлагаем обобщить следующим образом. Во-первых, следует проанализировать, какой смысл вкладывается в понятие «приемлемая по риску финансовая структура». Во-вторых, учесть, что методика оценки финансовой устойчивости зависит от потенциальных пользователей полученных результатов. Базовые допущения, которые касаются приемлемой финансовой структуры, зачастую не формализуются. Однако отметим, что финансовый риск зачастую считается производным по отношению к операционному¹⁶⁹, что обуславливает целесообразность оценки финансовой устойчивости в более широком контексте, в том числе с учетом отраслевых фронтиров операционного и финансового риска. Что касается оценки расходов по обслуживанию капитала, традиционный подход предполагает ориентацию на информационные потребности кредиторов. Следовательно, внимание, как правило, акцентируется на готовности предприятия к поддержанию постоянных финансовых расходов. В качестве логичной альтернативы следует учитывать интересы всех поставщиков инвестированного капитала и, следовательно, уровень покрытия совокупных расходов на поддержание финансовой структуры, что обращает нас к концепции экономической добавленной стоимости в интерпретации Б. Стюарта¹⁷⁰ и в других ее вариациях¹⁷¹.

Отметим, что понятие финансовой устойчивости предприятий используется иностранными авторами, пожалуй, реже, чем в российской литературе, хотя показатели структуры источников финансирования и покрытия постоянных

¹⁶⁹ Данное допущение уместно прокомментировать в контексте логики финансовой модели предприятия. Изначально считалось, что уровень ожидаемой доходности бизнеса зависит от стоимости финансирования и, в конечном счете, от финансовой структуры. Впоследствии, благодаря исследованиям Ф. Модильяни и М. Миллера, сформировалось новое видение, согласно которому роль стоимости и структуры финансирования стала восприниматься как подчиненная по отношению к доходности. См. подробнее: Perold A. The capital asset pricing model // *Journal of Economic Perspectives*. 2004. Vol. 18. № 3. P. 4, 5.

Типичным примером влияния операционного риска на допустимый уровень финансового риска выступают высокотехнологичные компании. См.: Eisdorfer A., Hsu P.-H., 2011. Innovate to Survive: The effect of technology competition on corporate bankruptcy // *FMAI – Financial Management*. Vol. 40. № 4. P. 1087 – 1117; Абрамишвили Н. Р., Львова Н. А. Финансовая диагностика инновационных компаний: методический аспект // *Проблемы современной экономики*. 2013. №2. С. 164 – 168.

¹⁷⁰ Stewart B. G. III. The quest for value. New York: Harper Business, 1991. О последующем развитии данной концепции см.: Stewart B. G. III. Best-practice EVA. The definitive guide to measuring and maximizing shareholder value. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2013.

¹⁷¹ Иванов В. В., Цытович Н. Н. Указ. соч. С. 122 – 128; Лукасевич И. Я. Применение показателей добавленной стоимости при оценке инвестиционных проектов // *Экономика. Налоги. Право*. 2013. № 3. С. 72.

финансовых расходов рассматриваются во взаимосвязи. Например, Ю. Бригхем и Л. Гапенски объединяют коэффициенты капитализации и коэффициенты покрытия в группу *коэффициентов управления источниками средств*¹⁷². По мнению Ц. Боди и Р. Мертона, *коэффициенты финансирования*, включающие показатели структуры капитала и покрытия процентов, являются одними из основных индикаторов эффективности деятельности фирмы, наряду с коэффициентами рентабельности, оборачиваемости активов, ликвидности и рыночной стоимости¹⁷³. Отдельный термин для обозначения финансовой устойчивости вводят К. Г. Палепу, П. М. Хейли, В. Л. Бернад и Э. Пик: коэффициенты структуры капитала и покрытия процентов рассматриваются ими как *показатели долгосрочной платежеспособности по долговым обязательствам*¹⁷⁴. Э. Хэлферт рассматривает коэффициенты финансового рычага и коэффициенты покрытия, наряду с коэффициентами ликвидности, как важнейшие *показатели кредитного риска компании*¹⁷⁵. Другой подход предполагает, что коэффициенты ликвидности, структуры капитала и покрытия формируют группу показателей *финансового левериджа*¹⁷⁶.

В российской литературе трактовки финансовой устойчивости не ограничиваются определениями, связанными с финансовой структурой предприятия. В этой связи уместно обратиться к исследованиям А. В. Грачева, систематизировавшего соответствующий понятийный аппарат (Таблица 1.2).

¹⁷² Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент. Полный курс: В 2-х т. / Пер. с англ. под ред. В. В. Ковалева. СПб.: Институт «Экономическая школа», 2004. Т. 2. С. 179 – 182.

¹⁷³ Боди З., Мертон Р. Финансы: Пер. с англ. М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2007. С. 69.

¹⁷⁴ Palepu K.G., Healy P.M., Bernard V.L., Peek E. Business analysis and valuation. IFRS Edition. London: Thomson Learning, 2007. P. 213. Отметим, что понятие «долгосрочная платежеспособность» в сопоставимом значении применяется и другими авторами. См., например: Бернстайн Л. Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация. Пер. с англ. / Научн. ред. перевода чл.-корр. РАН И. И. Елисеева. Гл. ред. серии проф. Я. В. Соколов. М.: Финансы и статистика, 2003. С. 441, 442.

¹⁷⁵ Хэлферт Э. Техника финансового анализа. 10-е изд. Пер. с англ. СПб: Питер, 2003. С. 148 – 154.

¹⁷⁶ Palepu K. G., Healy P. M., Bernard V. L., Peek E. Op. cit. P. 211 – 214.

Таблица 1.2 – Трактовки финансовой устойчивости предприятий в российской литературе¹⁷⁷

Трактовка	Ключевой признак
Стабильная работа предприятия только в текущем периоде	Способность предприятия осуществлять основные и прочие виды деятельности
	Способность субъекта функционировать и развиваться
	Определенное состояние счетов предприятия
Стабильная работа предприятия только в перспективе	Эффективные вложения в активы
	Финансовые возможности предприятия на длительную перспективу
	Инвестиционная привлекательность в границах допустимого уровня риска
Способность предприятия отвечать по своим долгам и обязательствам	Полное и своевременное погашение своих долгов и обязательств
	Отсутствие просроченной задолженности
	Гарантированная платежеспособность
Достаточность источников финансирования	Обеспечение непрерывности своей деятельности
	Наличие собственных оборотных средств
	Постоянное наличие в необходимых размерах денежных средств
	Состояние денежных ресурсов
	Степень зависимости от кредиторов
Характеристика финансового состояния предприятия	Система абсолютных и относительных показателей
	Соотношение между собственными и заемными средствами
	Соотношение внеоборотных активов и вложенного капитала
	Разность между всеми денежными средствами и всем заемным капиталом
	Коэффициент структуры баланса

Обобщая трактовки финансовой устойчивости, А. В. Грачев приходит к выводу о том, что она должна интерпретироваться с трех позиций: как «важнейшее условие для успешного функционирования предприятия», «характеристика

¹⁷⁷ Сост. по: Грачев А.В. Финансовая устойчивость предприятия: критерии и методы оценки в рыночной экономике: Учебное пособие. 3-е изд., перераб. М.: Издательство «Дело и Сервис», 2010. С. 24.

финансовых ресурсов», «особый вид анализа финансово-экономического состояния»¹⁷⁸. Примечательно, что финансовая устойчивость, в определении данного автора, близко по смыслу примыкает к дихотомичному понятию финансового равновесия Б. Коласса (Рисунок 1.7).



Рисунок 1.7 – Взаимосвязь представлений о финансовой устойчивости и финансовом равновесии предприятия¹⁷⁹

¹⁷⁸ Грачев А.В. Указ. соч. С. 24.

¹⁷⁹ Сост. по: Грачев А.В. Указ. соч. С. 32, 33; Коласс Б. Указ. соч. С. 43.

Финансовая устойчивость в ее широкой, статико-динамической, трактовке, которая используется многими российскими авторами¹⁸⁰, является обобщающей характеристикой финансового состояния предприятия. Однако подобная трактовка представляется нам неприемлемой по двум причинам. Во-первых, в этом случае чрезмерно усложняется задача формализации желаемого финансового состояния, поскольку финансовая устойчивость позиционируется как результат «грамотного, умелого управления *всем комплексом факторов (курсив автора – Н.Л.), определяющих результаты хозяйственной деятельности*»¹⁸¹. Во-вторых, данная трактовка в существенной степени ориентирована не на относительную, а на абсолютную финансовую устойчивость, задача дальнейшей последовательной конкретизации которой мало реалистична.

Обобщая вышесказанное отметим, что содержание понятий стабильности и устойчивости в представлениях финансовой науки, как правило, принципиально не разделяется. Термины «финансовая стабильность» и «финансовая устойчивость» повсеместно используются во взаимосвязи и во многих случаях взаимозаменяемы. Вместе с тем отмечается специфика профессиональной терминологии: термин «финансовая стабильность» чаще применяется в отношении финансовых систем, «финансовая устойчивость» – в отношении организаций и отдельных индикаторов финансовой стабильности. Однако в целях обоснования методологии научных исследований в данной области необходима единая непротиворечивая *концепция финансовой стабильности*, релевантная для разных уровней экономики. Предпосылки формирования данной концепции предопределены высоким значением корпоративного сектора в обеспечении стабильности финансовых систем. В то же время, очевидно, что методология мониторинга финансовой стабильности предприятий должна быть гармонизирована с представлениями о стабильности финансовых систем. Решение данной задачи, с нашей точки зрения, требует конкретизации методического подхода к исследованию социально-

¹⁸⁰ Определения, соответствующие данной трактовке, используются в работах В. В. Бочарова, Г. В. Савицкой, Л. Т. Гиляровской и А. В. Ендовицкой, В. М. Родионовой и М. А. Федотовой. См. подробнее: Львова Н. А. Финансовая диагностика предприятия. С. 29, 30.

¹⁸¹ Савицкая Г. В. Экономический анализ: учеб. 11-е изд., испр. и доп. М.: Новое знание, 2005. С. 545.

экономических систем, что является важнейшим условием обоснования концепции финансовой стабильности предприятий.

Развивая выводы, полученные нами по результатам теоретического анализа корпоративных кризисов и циклов, отметим, что объекты, явления и процессы могут изучаться в «статике», то есть в предположении о потенциальной возможности возврата к изначальному состоянию. Возможная альтернатива задана формулой Гераклита: *panta rhei* (с древнегреч. – «все течет», «все меняется»). Таким образом, можно говорить о двух взаимодополняющих взглядах на природу финансовой стабильности: статическом и динамическом. В первом случае стабильность уподобляется неизменности, то есть предполагается, что система стабильна, если она способна вернуться к некоторому целевому состоянию (состоянию *абсолютной финансовой стабильности*)¹⁸². В данном контексте уместна аналогия с возможностью сохранять равновесие в неподвижном состоянии. С нашей точки зрения, в этом отношении уместно использовать термин «*устойчивость*». Следовательно, финансовая устойчивость предприятия будет рассматриваться нами в традиционной трактовке, которая ассоциируется с целевой финансовой структурой. Во втором случае стабильность рассматривается в контексте развития, приобретая, таким образом, дополнительное измерение (время) и, следовательно, более глубокое значение. Стабильность в этом смысле можно сравнить с возможностью сохранять *равновесие во время* движения, возвращаясь в состояние *относительной стабильности*. В контексте корпоративного жизненного цикла также уместна аналогия с гомеостазом биологических систем, который предложено интерпретировать как способность предприятия реабилитироваться после кризиса.

¹⁸² В качестве характерного примера статической концепции финансовой стабильности процитируем точку зрения Н. П. Погореленко: «любая система ... является стабильной, если она является устойчивой на протяжении некоторого периода времени» и далее: «система является устойчивой, если она может вернуться из неустойчивого состояния в устойчивое», причем устойчивость предлагается оценивать на основе некоторого обобщающего индикатора, в управлении которым необходимо ориентироваться на некоторое исходное значение. См.: Погореленко Н.П. Указ. соч. С. 347, 348.

Данный подход к восприятию финансовой стабильности восходит к исследованию И. Фишера, который уподобляет стабильность способности возвращаться в равновесие: Fisher I. Op. cit. P. 339.

Несложно прийти к заключению о том, что статическая концепция допускает возможность моделирования эталонного финансового состояния, которое представляется нам не более чем логической иллюзией. В то же время динамическая стабильность, означающая способность социально-экономических систем гибко адаптироваться к изменению внешних условий, напротив, по определению не может быть описана некоторым исчерпывающим перечнем однозначных характеристик. Так, организм предприятия на разных этапах жизненного цикла будет функционировать по-разному, что обуславливает наличие разных финансовых состояний, отвечающих критериям *относительной финансовой стабильности*.

Нереалистичность одновариантного выбора наилучших параметров функционирования социально-экономических систем предполагает, что фокус научных исследований по данной проблематике закономерно смещается к апофатическому подходу, в соответствии с которым финансовую стабильность следует противопоставить кризисному финансовому состоянию. В результате, обеспечивается продуктивная возможность фундаментальных и прикладных исследований ключевых факторов финансовой стабильности. Абсолютная финансовая нестабильность предприятий, с нашей точки зрения, должна рассматриваться как финансовая несостоятельность (банкротство)¹⁸³. Подчеркнем, что исследование финансовой несостоятельности позволяет конкретизировать концепцию финансовой стабильности предприятий, обогащая методический инструментарий ее оценки.

Таким образом, корпоративная финансовая диагностика с учетом ее определяющих особенностей наилучшим образом отвечает задачам оценки финансовой стабильности предприятий. Приоритетное значение в этом отношении

¹⁸³ Примечательно, что в литературе термин «финансовая устойчивость» нередко противопоставляется термину «кризисное финансовое состояние» (см., например: Крутин Ю. В. Оценка финансовой устойчивости промышленного предприятия // Вестник Удмуртского университета. 2012. Вып. 2-2. С. 82), а термин «финансово устойчивое предприятие» – термину «предприятие-банкрот» (в частности: Волынский В. Ю., Лебедева Р. Г. Современное состояние теории и практики оценки финансовой устойчивости предприятия // Сборник научных трудов вузов России «Проблемы экономики, финансов и управления производством». 2012. № 31. С. 12; Кочетков Е. П. Финансово-экономическая устойчивость: теоретические аспекты оценки и управления // Эффективное антикризисное управление. 2011. № 2. С. 117; Савицкая Г. В. Указ. соч. С. 631), в том числе, при описании моделей прогнозирования финансовых затруднений.

имеет методология финансовой диагностики банкротства, формирующая фундаментальные основы оценки финансовой стабильности. Отдельного внимания требует финансовая диагностика кризисных предприятий, а также оценка финансовых признаков преднамеренных банкротств. Агрегированные выводы по данным направлениям требуют переосмысления в контексте мониторинга финансовых систем, позволяя обосновать релевантную методологию научных исследований финансовой стабильности предприятий.

ГЛАВА 2

МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ

2.1 Финансовая несостоятельность как антитеза финансовой стабильности предприятий: особенности и взаимосвязь

Научные исследования, посвященные финансовым аспектам корпоративного банкротства, восходят к оценке кредитного риска хозяйствующих субъектов, на которой отдельные институты финансовой информации (консалтинговые компании) начали специализироваться в середине XIX в.¹⁸⁴ Считается, что изначально прогнозирование финансовой несостоятельности осуществлялось исключительно качественными методами¹⁸⁵. Заметим, однако, что еще задолго до Нового времени, в эпоху Возрождения кредиторы при оценке финансового состояния заемщиков ориентировались на величину *чистых активов* («чистого имущества»). Как отмечают М. И. Кутер и Я. В. Соколов в комментариях Трактату о счетах и записях Луки Пачоли, счет «Капитал» позволял «определить ... размер *чистого имущества*, т. е. осуществить *проверку на банкротство*»¹⁸⁶. Таким образом, чистые активы можно рассматривать как исторически первый финансовый показатель, который применялся для прогнозирования банкротства и оценки финансовой стабильности должника.

Коэффициентный анализ финансового состояния предприятий начал постепенно внедряться в аналитическую практику лишь в начале XX в.¹⁸⁷ Первым финансовым коэффициентом, используемым в целях прогнозирования финансовой несостоятельности, был *коэффициент текущей ликвидности*, впервые отмеченный в литературе в 1908 г.¹⁸⁸ Ранние научные работы в области количественного

¹⁸⁴ См.: Altman E. Corporate distress prediction models in a turbulent economic and Basel II environment. P. 7.

¹⁸⁵ См., например: Beaver W. H. Financial ratios as predictors of failure // Journal of Accounting Research. Vol. 4. Empirical Research in Accounting: Selected Studies. 1966. P. 71.

¹⁸⁶ Пачоли Л. Трактат о счетах и записях [Электронный ресурс]: научное электронное издание / перевод и редакция проф. М. И. Кутера. Майкоп.: ЭлИТ., 2015. С. 161.

¹⁸⁷ Особого внимания в этом отношении заслуживает модель ДюПон (DuPont Model) как одна из первых финансовых моделей оценки финансового состояния предприятий, построенных с применением финансовых коэффициентов. Данная модель была разработана и внедрена в практику работы компании ДюПон ее талантливым аналитиком и впоследствии финансовым директором Франком Дональдсоном Брауном в 1912 г. Оригинальное графическое представление данной модели воспроизведено в работе: Yates J. Graphs as a managerial tool: a case study of DuPont's use of graphs, 1904-1949. Alfred P. Sloan School of Management. WP 1524-84. 1984. P. 4 (App.).

¹⁸⁸ Как утверждает У. Бивер, авторство данного коэффициента приписывается У. Розендэйлу: Rosendale W. M. Credit department methods // Bankers' Magazine. 1908. P. 183 – 184. Цит. по: Beaver W.H. Op. cit. P. 71.

анализа риска корпоративного банкротства датируются 30-40 гг. XX в. Так, в Полем ФицПатриком было установлено, что значения некоторых финансовых коэффициентов существенно различаются для благополучных и разорившихся компаний¹⁸⁹. К подобным выводам независимо приходят и другие авторы (Артур Винакор и Реймонд Смит¹⁹⁰, а также Чарльз Мервин¹⁹¹). Начиная с конца 1960-х гг. прогнозирование корпоративного банкротства становится самостоятельным и стремительно развиваемым направлением финансовой науки. Формируется финансовая школа прогнозирования банкротства (Distress Prediction School), основателями которой традиционно считаются Уильям Бивер, статистически обосновавший систему показателей вероятности банкротства (1965 г.)¹⁹², и Эдвард Альтман, впервые для прогнозирования банкротства применивший метод мультипликативного дискриминантного анализа (1968 г.)¹⁹³.

К настоящему времени разработано множество методических подходов к прогнозированию банкротства. Новейшие модели оценки вероятности финансовых затруднений базируются на обширных выборках, обеспечивая высокую прогнозную точность. Финансовая диагностика корпоративного банкротства выступает одним из ключевых направлений финансовой диагностики и в то же время составляет ее методологическую базу, предопределяя базовые допущения и важнейшие направления оценки финансового состояния предприятий, релевантный методический инструментарий, необходимые источники информации и пр. Вместе с тем некоторые ключевые понятия, касающиеся исследуемой проблематики, не имеют однозначного толкования, что вступает в противоречие с одним из основополагающих признаков научного исследования – непротиворечивостью, и, тем самым, снижает качество результатов теоретических и прикладных изысканий в данной области. Таким образом, *имеющийся*

¹⁸⁹ FitzPatrick P.J. A comparison of the ratios of successful industrial enterprises with those of failed companies // Certified Public Accountant. 1932. October. P. 598 – 605; November. P. 656 – 662; December. P. 727 – 731.

¹⁹⁰ Winakor A., Smith R.F. Changes in financial structure of unsuccessful industrial companies // Bureau of Business Research. Bulletin № 51. Urbana: University of Illinois Press, 1935.

¹⁹¹ Merwin C.L. Financing small corporations in five manufacturing industries, 1926-36. New York: National Bureau of Economic Research, 1942.

¹⁹² Beaver W.H. Op. cit.

¹⁹³ Altman E. Financial ratios, discriminant analysis, and the prediction of corporate bankruptcy // The Journal of Finance, 1968. September. P. 594 – 595.

понятийный аппарат требуют систематизации, что позволит более подробного раскрыть авторскую концепцию финансовой стабильности.

Прежде всего, обратимся к содержанию категории «банкротство». В русском языке «банкротство»¹⁹⁴ в буквальном смысле понимается как: а) «разорение, приводящее к несостоятельности, делающее банкротом», то есть лицом несостоятельным, тем, «кто оказался не в состоянии выполнить возложенные на него или принятые на себя обязательства»¹⁹⁵; б) «несостоятельность, сопровождающаяся прекращением платежей по долговым обязательствам»¹⁹⁶; в) «несостоятельность, отсутствие средств у должника ... и отказ в связи с этим платить по своим долговым обязательствам»¹⁹⁷. Наиболее важной характеристикой банкротства, таким образом, выступает *неспособность должника выполнять свои долговые обязательства*. В этой связи закономерно возникает как минимум два проблемных вопроса: что означает «неспособность погашать долговые обязательства», и как эта неспособность оценивается? Ответы на эти вопросы неоднозначны. В первом приближении следует разделять юридическую и экономическую концепции банкротства. Кроме того, следует учитывать специфику механизма корпоративного банкротства, что позволяет, в частности, оценивать реабилитационный потенциал кризисного предприятия с применением релевантных финансовых методов.

Особенность *юридической концепции банкротства* заключается в том, что она в значительной степени ориентирована на легальные определения несостоятельности, неплатежеспособности, неоплатности (недостаточности имущества), активов, обязательств и возможности восстановления платежеспособности должника. Признание предприятия банкротом – прерогатива

¹⁹⁴ Отметим, что не только в русском языке, но и в действующем российском законодательстве термины «несостоятельность» и «банкротство» преимущественно используются как синонимы, а вопрос об их соотношении является предметом острых научных дискуссий – см., например: Ткачев В. Н. Термины банкротство и несостоятельность: сущность и соотношение // Адвокат. 2003. № 3. URL: <http://www.lawmix.ru/comm/4127/> (дата обращения: 12.12.2016.).

¹⁹⁵ Ушаков Д. Н. Большой толковый словарь русского языка. URL: <http://ushakovdictionary.ru/word.php?wordid=1517;1520> (дата обращения: 12.12.2016.).

¹⁹⁶ Ожегов С. И., Шведова Н. Ю. Указ. соч. URL: <http://www.ozhegov.com/words/1063.shtml> (дата обращения: 12.12.2016.).

¹⁹⁷ Большой энциклопедический словарь. С. 99.

суда, причем само банкротство, как правило, нельзя описать какими-либо одновариантными финансовыми критериями. Такая ситуация характерна для большинства современных систем несостоятельности и типична для развитых¹⁹⁸. Более того, формальные («юридические») признаки банкротства в отношении юридической его концепции имеют более важное значение, чем фактическое финансовое состояние предприятия-банкрота (должника).

Экономическая концепция банкротства основана на принципе приоритета экономического содержания отношений в сфере корпоративного банкротства над их юридической формой. Действие данного принципа выражается в том, что главное внимание уделяется экономическому смыслу ситуации, при которой проблема неплатежеспособности становится столь критической, что должник не может продолжать свою деятельность. Поиск экономического смысла банкротства, в частности, предполагает, что необходимо четко сформулировать критерии, которые позволят охарактеризовать финансовое состояние должника, что в особенности востребовано в целях корпоративной финансовой диагностики. Таким образом, одним из системообразующих элементов экономической концепции банкротства выступает *концепция финансовой несостоятельности*. Термин «финансовая несостоятельность» мы предлагаем использовать для обозначения банкротства как особого финансового состояния должника.

Отметим, что фрагменты экономической концепции банкротства, как и отдельные аспекты концепции финансовой несостоятельности, используются в научной литературе часто, но, как правило, бессистемно. Проблема заключается в том, что в одних случаях авторы не акцентируют внимание на приоритетной концепции банкротства, отвечающей целям своего исследования. Например, допущение о смысле финансовой несостоятельности как недостаточном уровне обеспеченности долговых обязательств предприятия воспринимается как нечто само собой разумеющееся (такую ситуацию мы наиболее часто наблюдаем в исследованиях, посвященных структурным моделям прогнозирования

¹⁹⁸ Как будет показано далее, это утверждение в полной мере справедливо для развитых систем несостоятельности, в которых основным признаком банкротства предприятий выступает неплатежеспособность (в аналогичном смысле также принято говорить о «критерии» или «принципе» неплатежеспособности).

банкротства). В других случаях финансовая несостоятельность смешивается с понятиями дефолта и финансовых затруднений. Данное обстоятельство в целом характерно для эмпирических исследований финансовой несостоятельности (эмпирические модели прогнозирования банкротства соответственно). Кроме того, используемый понятийный аппарат в подавляющем большинстве случаев эклектично сочетает экономические и юридические аспекты исследуемой проблематики. В этой связи подчеркнем, что, с нашей точки зрения, финансовая диагностика банкротства должна быть ориентирована на концепцию финансовой несостоятельности и, следовательно, строго соответствовать принципу приоритета экономического содержания над юридической формой, что в первую очередь должно находить адекватное отражение в трактовке ключевых категорий – банкротство, финансовая несостоятельность, дефолт, финансовые затруднения. Рассмотрим содержание данных терминов в представлениях финансовой науки.

Для англо-американской школы финансового менеджмента характерна трактовка финансовой несостоятельности предприятий во взаимосвязи с неплатежеспособностью, что, с нашей точки зрения, вполне логично отражает экономический смысл банкротства. Достаточно типичным в этом смысле является определение финансовой несостоятельности, предложенное Джеймсом К. Ван Хорном и Джоном М. Ваховичем. По мнению данных авторов, финансовая несостоятельность предприятий (*financial failure*¹⁹⁹) охватывает весь спектр ситуаций, начиная с *технической неплатежеспособности* (*equitable insolvency* или *technical insolvency*) и завершая *банкротством* (*legal insolvency*²⁰⁰), решение о котором утверждается в судебном порядке²⁰¹. При этом допускается, что техническая неплатежеспособность, означающая неспособность платить по долгам, может быть временной, тогда как при банкротстве долги предприятия

¹⁹⁹ В издании на русском языке предлагается термин «финансовое банкротство», хотя более точным эквивалентом будет как раз «финансовая несостоятельность». – Ван Хорн Дж. К., Вахович Дж. М., мл. Указ. соч. С. 1077.

²⁰⁰ В вышеуказанном источнике предлагается перевод «правовая неплатежеспособность» или «юридическая неплатежеспособность» (Там же. С. 1076), что, однако, не вполне соответствует смыслу сказанного.

²⁰¹ Там же. С. 1076 – 1077.

превышают его активы по справедливой стоимости²⁰² и, следовательно, оно *абсолютно* не может рассчитаться по своим обязательствам.

Адаптируя смысл сказанного к задачам нашего исследования, отметим, что, во-первых, в обоих случаях речь, безусловно, идет о финансовой нестабильности предприятия (наблюдаются явные финансовые признаки кризисной ситуации). Во-вторых, техническая или *относительная неплатежеспособность* представляет собой *признак относительной финансовой нестабильности* (которая, тем не менее, к одной технической неплатежеспособности не сводится), тогда как банкротство, интерпретируемое с позиции *неоплатности*, есть ни что иное как проявление *абсолютной неплатежеспособности* и *признак абсолютной финансовой нестабильности*. Примечательно, что абсолютная нестабильность (ее характеристика дополнена соответствующим судебным решением, что, впрочем, для экономической трактовки является необязательным) выступает в данном случае более однозначной оценкой финансового состояния предприятия, чем абстрактная «абсолютная финансовая стабильность», подтверждая релевантность методологии нашего исследования.

В целом в трактовке Ван Хорна и Ваховича отмечаются такие ситуации, которые в литературе также обозначаются термином «финансовые затруднения». Причем, если придерживаться позиции данных авторов, финансовые затруднения и финансовая несостоятельность (банкротство) – понятия синонимичные. Аналогичная ситуация, как правило, наблюдается и в отношении терминов «прогнозирование банкротства» и «прогнозирование финансовых затруднений» («bankruptcy prediction» и «financial distress prediction» соответственно), которые в литературе обычно взаимозаменяемы, особенно если речь идет о эмпирических моделях оценки вероятности финансовой несостоятельности. В частности, У. Бивер при формировании выборки компаний для модели 1966 г., положившей начало финансовой школы прогнозирования банкротства, включал в группу «потерпевших крах» те предприятия, которые не только обанкротились, но и попали в другие финансово затруднительные обстоятельства: не смогли выплатить

²⁰² Ван Хорн Дж. К., Вахович Дж. М., мл. Указ. соч. С. 1076 – 1077.

дивиденды по привилегированным акциям, объявили дефолт по облигациям или превысили кредитный лимит по банковскому счету²⁰³. Иными словами, банкротство зачастую понимается в *широком смысле*, который достаточно удачно раскрыт Дж. Ван Хорном и Дж. Ваховичем.

Англо-американский (широкий) подход к трактовке финансовой несостоятельности предприятий воспринят и в отечественной литературе. В частности, похожим и, вероятно, преемственным способом конкретизирует трактовку *финансовых затруднений* М. А. Евсюкова, адаптируя характеристику абсолютной неплатежеспособности к специфике российского законодательства²⁰⁴. В спектр финансовых затруднений, как и в предыдущем случае, попадают все варианты кризисного финансового состояния предприятия, одна граница которых соответствует относительной неплатежеспособности, вторая – абсолютной. Последняя обозначается как «неплатежеспособность при банкротстве», которая, по мнению данного автора, может наблюдаться в двух формах: *отрицательный собственный капитал*, а также *неудовлетворительная структура баланса*, ассоциируемая с низкой ликвидностью (вероятно, баланса – *прим. автора*)²⁰⁵.

Кроме того, упоминается банкротство (неспособность предприятия «оплатить кредиторскую задолженность и восстановить платежеспособность» на условиях самофинансирования) как предельная («крайняя») форма кризиса предприятия. Таким образом, наблюдается еще более эклектичное смешение юридических и экономических аспектов банкротства, тогда как особенности финансового состояния должника выпадают из контекста рассуждений. Вместе с тем весьма удачной представляется идея объединить кризис, финансовые затруднения и банкротство предприятия в систему взаимосвязанных категорий.

²⁰³ Beaver W.H. Op. cit. P. 71.

²⁰⁴ Евсюкова М.А. Указ. соч. С. 150.

²⁰⁵ Отметим очевидные аллюзии к Преамбуле Закона РФ «О несостоятельности (банкротстве) предприятий», в которой приводится определение банкротства, основанное на признаке неоплатности. См.: О несостоятельности (банкротстве) предприятий: закон Рос. Федерации от 19 ноябр. 1992 г. № 3929-1 (утратил силу). URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=1250&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.22838233308232403#0> (дата обращения: 12.12.2016).

Развивая данный подход, покажем содержание *финансовых затруднений* во взаимосвязи с диапазоном возможных изменений уровня финансовой стабильности в контексте финансовой диагностики банкротства (Рисунок 2.1).

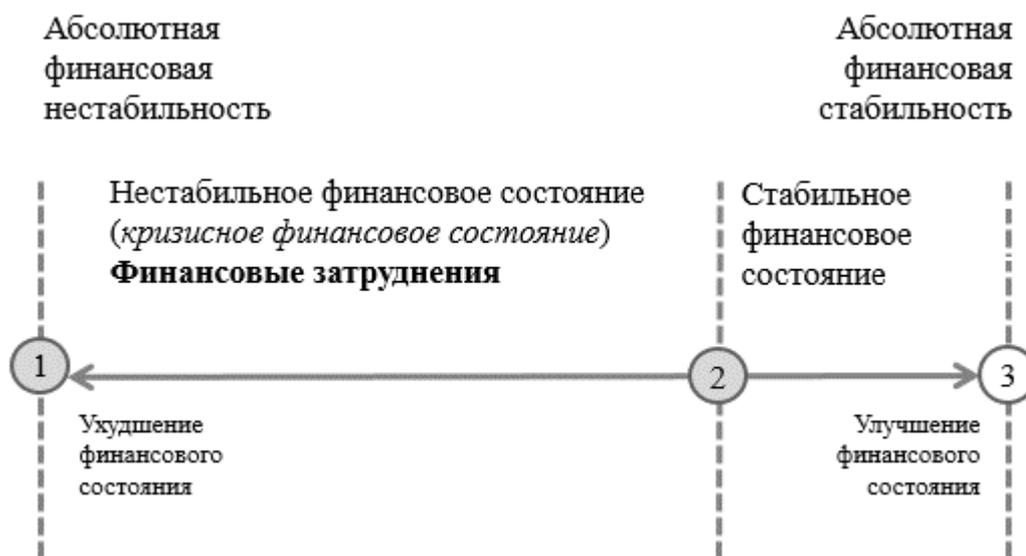


Рисунок 2.1 – Характеристика финансовых затруднений предприятия в контексте финансовой диагностики банкротства²⁰⁶

Как видно из предложенной схемы, понятие «финансовые затруднения», бесспорно, выходит за рамки плоскости «неплатежеспособность – неоплатность». Например, предприятие может быть платежеспособным, но финансово неустойчивым или нерентабельным, что вполне позволяет охарактеризовать ситуацию как финансово затруднительную. Следовательно, корректно использовать более объемное представление о финансовых затруднениях как о *кризисном финансовом состоянии* предприятия (1 – 2), противопоставляя его финансовой стабильности, которая, в свою очередь, может носить абсолютный (3) или относительный характер (2 – 3).

Возвращаясь к трактовке финансовой несостоятельности в координатах «неплатежеспособность – неоплатность», следует признать, что она в целом соответствует многообразной и противоречивой практике применения термина «банкротство» в профессиональном и академическом сообществах. До некоторой степени она отвечает и целям финансовой диагностики, поскольку

²⁰⁶ Сост. автором.

заинтересованные в ее результатах лица (в первую очередь кредиторы, если речь идет о прогнозировании банкротства), вероятнее всего, руководствуются *принципом осторожности*, выражая более высокую степень готовности к признанию пессимистического прогноза и отдавая предпочтение первым явным признакам финансовых затруднений, к которым можно отнести и относительную (техническую) неплатежеспособность. Еще одним веским доводом в пользу широкой трактовки финансовой несостоятельности является относительная редкость корпоративных банкротств, которая далеко не всегда позволяет сформировать желаемую выборку для целей обоснования прогнозных моделей. Для заданных условий бизнеса (масштаба, отрасли, региональной принадлежности и пр.) количество банкротов в анализируемом периоде может оказаться недостаточным²⁰⁷.

Однако столь размытый смысл финансовой несостоятельности затрудняет задачу четкой идентификации *целевого финансового состояния* предприятия, а также (что наиболее критично в случае нашего исследования) не позволяет корректно противопоставить ее финансовой стабильности. С нашей точки зрения, речь в данном случае идет скорее о *дефолте*, который, прежде всего, ассоциируется с неспособностью своевременно погашать долговые обязательства, то есть с *неплатежеспособностью*²⁰⁸, которая содержательно может носить, как относительный, так и абсолютный характер. Чаще всего термин «дефолт» применяется в отношении эмитентов (суверенных, корпоративных). Причем, однако, в строгом смысле данный термин принято разграничивать с неплатежеспособностью. Важной особенностью соответствующей интерпретации дефолта является акцент на многообразии вариантов нарушения требований, связанных с финансовыми обязательствами²⁰⁹. К их числу относятся, как технические требования утверждающего или запрещающего характера

²⁰⁷ С подобной проблемой, например, столкнулся Ричард Таффлер, разрабатывая модель прогнозирования банкротства для торговых компаний. Taffler R.J. Empirical models for the monitoring of UK corporations // Journal of Banking and Finance. 1984. № 8. P. 216, 217.

²⁰⁸ См., например: Vishwanath S.R., Krishnamurti C. Investment management: a modern guide to security analysis and stock selection. Berlin: Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2009. P. 471, 472.

²⁰⁹ См. подробнее: Ibid. P. 117.

(*технический дефолт*), так и, собственно, неплатежеспособность (*простой дефолт*), которая в большинстве случаев связана с банкротством должника.

Вместе с тем мы считаем, что в целях финансовой диагностики, как и при обосновании определения банкротства, следует четко разделять юридические и экономические аспекты анализируемой категории. Говоря о *экономической концепции дефолта*, уместно ограничиться анализом ситуаций, влекущих неспособность предприятия обслуживать свои обязательства. Заметим, что применительно к оценке вероятности финансовой несостоятельности, представляющей «обратную сторону» оценки финансовой стабильности, источники дефолта традиционно не ограничиваются долговыми обязательствами. Так, в эмпирических моделях прогнозирования банкротства зачастую учитывается неспособность должника выплачивать дивиденды по привилегированным акциям²¹⁰, а в некоторых случаях – и отказ от выплаты дивидендов по обыкновенным акциям или их сокращение²¹¹. Границы дефолта в контексте финансовой диагностики банкротства, таким образом, заданы потенциально возможной глубиной неплатежеспособности (Рисунок 2.2).

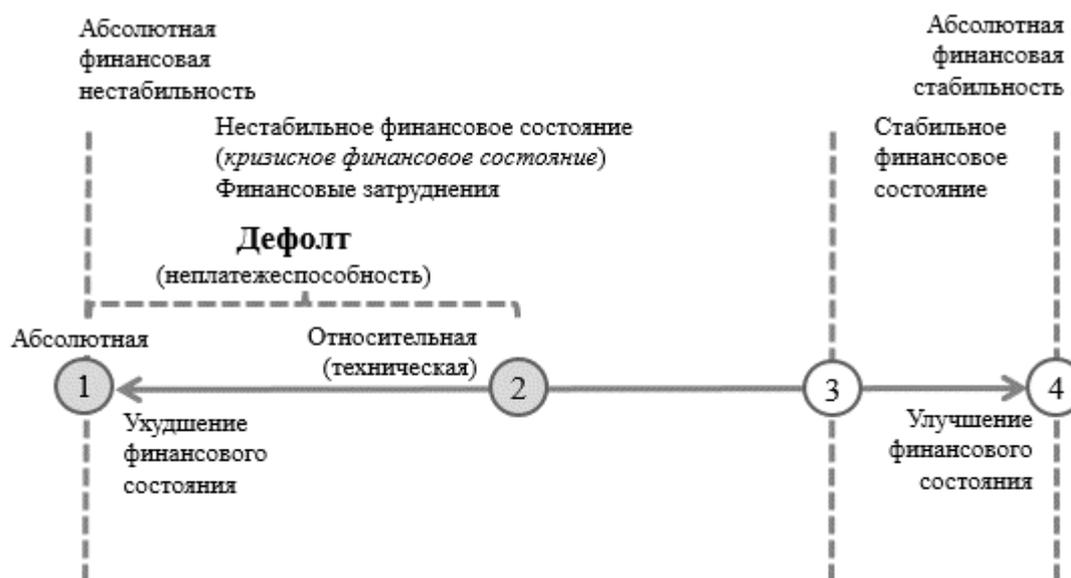


Рисунок 2.2 – Характеристика дефолта предприятия в контексте финансовой диагностики банкротства²¹²

²¹⁰ См., например: Beaver W.H. Op. cit. P. 71; Taffler R.J. The assessment of company solvency and performance using a statistical model // Accounting and Business Research. 1983. Vol. 13. № 52. P. 301.

²¹¹ Taffler R.J. Ibid.

²¹² Сост. автором.

Итак, мы сосредоточились на экономической концепции банкротства, отделив понятие финансовой несостоятельности от понятий финансовых затруднений (кризисного финансового состояния) и дефолта (в его экономическом смысле). Что же представляет собой *«финансовая несостоятельность»*? В предложенной системе категорий это ни что иное, как *абсолютная неплатежеспособность* (точка «1» на Рисунках 2.1, 2.2), то есть такое финансовое состояние, при котором предприятие не может восстановить свою платежеспособность, и, следовательно, не подлежит антикризисному управлению. Бизнес в этом случае ликвидируется, активы распродаются по отдельности, полученные в результате средства направляются на погашение долга в соответствии с принципами очередности, соразмерности и пропорциональности (при наличии средств для реализации механизма банкротства, то есть для покрытия судебных и прочих обязательных расходов).

В целях финансовой диагностики, как правило, допускается, что абсолютной неплатежеспособности соответствует *неоплатность* (недостаточность имущества). Данное допущение широко поддерживается представителями финансовой науки²¹³. Так, Уильям Шарп с соавторами предлагает разграничивать техническую неплатежеспособность, при которой компания неспособна производить выплаты по своим долговым обязательствам, и *«неплатежеспособность в смысле банкротства»*, когда *стоимость активов «не погашает» ее долга*²¹⁴. Однако речь идет лишь о допущении, поскольку содержание финансовой несостоятельности определяется невозможностью продолжать бизнес и далеко не всегда ограничивается неоплатностью. Корректнее говорить именно о абсолютной неплатежеспособности, то есть о неспособности предприятия вернуться на кривую жизненного цикла. Таким образом, в целях исследования мы предлагаем рассматривать финансовую несостоятельность как *финансовую нестабильность в ее наиболее критичном (абсолютном) проявлении*.

²¹³ Именно с учетом такого допущения в вышеприведенных трактовках финансовой несостоятельности и финансовых затруднений характеристика неоплатности дополняется упоминанием о судебном решении, что, в итоге, приводит к противоречиям (смешению юридических и экономических воззрений на корпоративное банкротство).

²¹⁴ Шарп У., Александр Г., Бейли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 2003. С. 406.

2.2 Методические подходы к оценке финансовой стабильности предприятий

Динамическая концепция финансовой стабильности предполагает, что эталонное финансовое состояние предприятия (абсолютная финансовая стабильность) является абстрактным аналитическим ориентиром, который не может быть интерпретирован непротиворечиво и с приемлемой точностью. Таким образом, методологией, наилучшим образом, отвечающей задачам оценки финансовой стабильности, выступает корпоративная финансовая диагностика, основанная на таких сравнительных критериях, значения которых являются критическими (характерными для кризисного финансового состояния).

Приоритетное значение в этом вопросе, с нашей точки зрения, приобретает методология финансовой диагностики банкротства, позволяющая учесть признаки финансовой нестабильности в самом широком ее понимании. Иными словами, при оценке финансовой стабильности предприятий в первую очередь необходимо полагаться на те методические подходы, которые применяются в целях прогнозирования финансовой несостоятельности. Поэтому логику оценки финансовой стабильности мы предлагаем сформулировать следующим образом: если вероятность банкротства анализируемого предприятия представляется приемлемой, его состояние может быть охарактеризовано как финансово стабильное. Таким образом, оценка финансовой стабильности предприятий в первую очередь должна оперировать инструментарием прогнозирования финансовой несостоятельности.

Анализируя методические подходы к оценке финансовой стабильности предприятий, еще раз отметим фрагментарное применение принципа приоритета экономического содержания над юридической формой и весьма распространенную в литературе терминологическую неупорядоченность. В частности, термины «диагностика», «прогнозирование», «оценка риска», «оценка вероятности» в отношении банкротства, финансовой несостоятельности, дефолта, финансовых затруднений обычно используются как синонимы, хотя это не всегда корректно и оправдано. Руководствуясь задачами нашего исследования и выводами, касающимися содержания финансовой стабильности, мы предлагаем

акцентировать внимание, прежде всего, на *финансовой несостоятельности*, более подробно раскрыв ее смысл, что позволит сформулировать ее прямые и косвенные признаки. Финансовую несостоятельность мы будем далее также обозначать и как «*банкротство*», оставаясь при этом в границах экономической концепции.

Понятие «*диагностика*» в данном контексте может рассматриваться как установление признаков какого-либо процесса или явления (в данном случае – *финансовой несостоятельности, банкротства*). *Прогнозирование банкротства*, как правило, осуществляется на основе системы показателей, определенные значения, наличие или отсутствие которых являются его *прямыми (сущностными)* или *косвенными (эмпирическими) признаками*. Прогнозирование банкротства представляет собой процесс, тогда как «*оценка риска банкротства*» может пониматься в двух смыслах: и как процесс, и как результат прогнозирования.

Вероятность, в свою очередь, выступает одним из наиболее часто применяемых *показателей риска финансовой несостоятельности*. Вероятность банкротства оценивается при помощи прогнозов развития бизнеса (прогнозов возможного банкротства) и может быть выражена формализованно (в процентах или в долях единицы) или неформализованно (например, «высокая» или «низкая», «чрезмерная» или «умеренная»). Вероятность банкротства предприятия всегда присутствует, поскольку как минимум нельзя абстрагироваться от обстоятельств непреодолимой силы. Однако банкротство считается *маловероятным событием*²¹⁵, относительно редко встречаясь в корпоративной практике. По статистике ежегодно банкротится в среднем незначительное число организаций. Так, по итогам 2015 г. в Российской Федерации соответствующий показатель составил 0,3% по отношению к общему количеству зарегистрированных и 17,8% по отношению к количеству ликвидированных коммерческих организаций²¹⁶.

²¹⁵ Данное обстоятельство нередко отмечается в финансовой литературе. См., например: Zmijewski M. E. Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models // Journal of Accounting Research. 1984. Vol. 22. P. 59; Fabozzi F. J. Bond markets, analysis and strategies. 6th ed. Upper Saddle River, New Jersey: Pearson Prentice Hall. 2006. P. 494.

²¹⁶ Рассчитано по: Сведения о работе по государственной регистрации юридических лиц по состоянию на 01.01.2016. URL: https://www.nalog.ru/html/sites/www.new.nalog.ru/docs/otchet/1_ur_2016_01.zip (дата обращения: 12.12.2016).

Сведения о количестве коммерческих организаций, прекративших деятельность в период с 2002 по 2015 г., по отношению к действующим, представлены на Рисунке 2.3.



Рисунок 2.3 – Отношение коммерческих организаций, прекративших деятельность с 2002 по 2015 г., к числу действующих, РФ, %²¹⁷

Как следует из диаграммы, количество коммерческих организаций, прекративших свою деятельность с 2002 г., почти полностью соответствует количеству действующих на момент публикации анализируемых сведений. Прекращение деятельности в большинстве случаев не связано ликвидацией, и лишь на незначительную часть обеспечено банкротствами, число которых за все эти годы не превысило 5% по отношению к общей популяции зарегистрированных организаций. Таким образом, в полной мере подтверждается положение о том, что в целом банкротство является маловероятным корпоративным событием.

С одной стороны, это позволяет говорить скорее об *угрозе*, чем о *риске* разорения²¹⁸. С другой стороны, допускает возможность пренебрегать вероятностью банкротства в финансовом анализе, что хорошо коррелирует с традиционным допущением о непрерывности деятельности, однако не отвечает принятой концепции финансовой стабильности и базовым допущениям

²¹⁷ Сост. по: Количество юридических лиц, сведения о которых содержатся в Едином государственном реестре юридических лиц по состоянию на 01.01.2016 / Сведения о работе по государственной регистрации юридических лиц по состоянию на 01.01.2016.

²¹⁸ Как отмечалось выше (С. 23), в некоторых случаях угроза противопоставляется риску как маловероятное событие. См.: Дамодаран А. Указ. соч. С. 25.

корпоративной финансовой диагностики и, следовательно, затрудняет задачу обоснования методологии научных исследований в данной области.

Используя предложенную систему базовых категорий, обратимся к методологии оценки финансовой стабильности предприятий. В целях систематизации используемых в этом отношении методических подходов, рассмотрим ряд классификационных оснований, принимая во внимание желаемый (высокий) уровень обобщения, а также сферу возможного применения соответствующих методов. В этой связи отметим, что оценка финансовой стабильности предприятия востребована многими его стейкхолдерами, в том числе менеджерами, собственниками, потенциальными инвесторами, ключевыми контрагентами и регулирующими органами. Однако соответствующие методы и модели преимущественно ориентированы на *кредиторов*²¹⁹. Причем применяются данные методы также, как правило, в целях управления *кредитным риском*²²⁰. Кредитный риск выступает одним из основных финансовых рисков кредитора. Согласно Международным стандартам финансовой отчетности, кредитный риск реализуется в том случае, если одна из сторон по финансовому инструменту нанесет финансовые убытки другой стороне посредством неисполнения своих обязательств²²¹.

Более глубоко смысл кредитного риска раскрывается с позиции возможного снижения кредитоспособности заемщика, которое может проявляться *напрямую* в форме неплатежеспособности, а также *косвенно* при снижении кредитного качества долговых обязательств (например, в случае неблагоприятного изменения

²¹⁹ В условиях формирующихся рынков ими, прежде всего, выступают поставщики банковских и коммерческих кредитов, но в меньшей степени облигационеры.

²²⁰ Как правило, методы оценки кредитного риска изучаются в целях банковского кредитования и инвестиционного менеджмента (прежде всего, в отношении ценных бумаг с фиксированным доходом). Методические основы оценки кредитного риска при этом во многом совпадают. В то же время есть и специфические особенности. В частности, облигационеры преимущественно ориентируются на публичные источники информации, основным из которых является финансовая отчетность заемщиков, тогда как банки могут привлекать дополнительные (внутренние) сведения о клиентах, что, очевидно, отражается на используемом аналитическом инструментарии. Особую роль в оценке кредитоспособности эмитентов, в свою очередь, играют рейтинговые агентства и другие специализированные институты финансовой информации, профессионально анализирующие кредитные риски публичных заемщиков и располагающие обширными статистическими сведениями.

²²¹ Приложение А к Международному стандарту финансовой отчетности (IFRS) 7 «Финансовые инструменты: раскрытие информации», введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 25.11.2011 № 160н.

кредитного рейтинга или ухудшения прогноза по кредитному рейтингу)²²². Очевидно, что реализация кредитного риска во многих случаях обусловлена финансовой несостоятельностью заемщика, которая влечет прямые нежелательные последствия в отношении его кредитоспособности. Таким образом, классификационные критерии, которые используются в отношении методов оценки кредитного риска предприятий, зачастую уместны и в классификации методов прогнозирования корпоративного банкротства, что позволяет в целях обоснования методологии оценки финансовой стабильности использовать метод аналогии. Обобщая основные методические подходы к оценке вероятности финансовой несостоятельности во взаимосвязи с оценкой кредитного риска предприятий²²³, обратим внимание, во-первых, на специфику используемых показателей, во-вторых на вид прогнозной модели, в-третьих, на допущение о природе финансовой несостоятельности.

С учетом базовых показателей, которые применяются в целях прогнозирования финансовой несостоятельности, следует разграничить финансовый и комплексный методические подходы к оценке финансовой стабильности. Финансовый подход позволяет оценить уровень финансовой стабильности по финансовым показателям деятельности предприятия. Данный подход, в свою очередь, может быть реализован в рамках учетных, рыночных или смешанных методов. *Учетные методы* в основном апеллируют к показателям финансовой отчетности, они более популярны и широко представлены, поскольку востребованы внешними аналитиками, а также могут применяться, как в отношении публичных компаний, так и в отношении предприятий, не обладающих публичным статусом. *Рыночные методы*, ориентированные на корпоративных эмитентов, основаны на предположении о том, что фондовый рынок наиболее эффективно отражает финансовое состояние публичной компании. Приоритетное значение в этой связи приобретают такие базовые показатели оценки финансовой стабильности, как рыночная капитализация, рыночная стоимость долга,

²²² См.: Vishwanath S.R., Krishnamurti C. Op. cit. P. 471, 472.

²²³ См. подробнее: Воронова Н.С., Дарушин И.А., Львова Н.А. Указ. соч. С. 123 – 126; Львова Н.А. Финансовая диагностика предприятия. С. 55 – 62.

совокупная рыночная стоимость компании и др. *Смешанные финансовые методы* сочетают учетные и рыночные показатели функционирования бизнеса. Примером модели, построенной смешанным методом, выступает Z-счет Э. Альтмана (1968 г.). Данная модель основана преимущественно на показателях финансовой отчетности, но дополнительно требует сведений и о рыночной капитализации. Считается, что именно смешанные модели обладают наиболее высоким уровнем прогнозного потенциала²²⁴. *Комплексный подход* не ограничивается финансовыми характеристиками функционирования предприятий. В рамках реализации данного подхода могут учитываться отдельные внешние и (или) внутренние условия бизнеса, в том числе неэкономические.

По виду прогнозной модели методические подходы, основанные на системе показателей, но не предполагающие построение сводного показателя финансовой стабильности (*многовариантные*), можно противопоставить методическим подходам, позволяющим оценить финансовое состояние предприятия по значению сводного показателя (*одновариантные*). Данная классификация справедлива и для комплексных, и для финансовых методов. Большинство финансовых моделей является одновариантными, в том числе речь идет о регрессионных моделях (дискриминантных и бинарного выбора). Многовариантные финансовые модели, как правило, строятся методом традиционного коэффициентного анализа. Комплексные модели, напротив, чаще всего являются многовариантными, представляя собой систему показателей, не предполагающую оценку уровня финансовой стабильности предприятия на основе сводного показателя. Очевидно, что агрегирование полученных оценок (выводов) с использованием формализованного алгоритма возможно и в этом случае. К примеру, используются балльные (скоринговые) комплексные модели, когда каждому значению, наличию или отсутствию того или иного признака банкротства присваивается определенный балл, а вероятность финансовой несостоятельности оценивается по сумме баллов в сопоставлении с ее критическим значением. Следует отметить, что формирование

²²⁴ К такому выводу, в частности, приходит один из основателей школы прогнозирования банкротства У. Бивер с соавторами: Beaver W.H., McNichols M.F., Rhie Jung-Wu. Have financial statements become less informative? Evidence from the ability of financial ratios to predict bankruptcy // *Review of Accounting Studies*. 2005. Vol. 10. № 1. P. 93 – 122.

сводных показателей осуществляется с применением широкого диапазона методов, которые активно используются в макроэкономическом анализе²²⁵, и могут быть адаптированы для целей финансовой диагностики предприятий.

Рассмотрим методологию оценки финансовой стабильности *в контексте альтернативных трактовок финансовой несостоятельности*. Ранее мы пришли к выводу о том, что сущность финансовой несостоятельности заключается в абсолютной неплатежеспособности должника, в условиях которой он не может и не должен продолжать свою финансово-хозяйственную деятельность. Как правило, абсолютная неплатежеспособность отождествляется с *неоплатностью*, что является довольно распространенным допущением, которое лежит в основе целого класса моделей оценки финансовой стабильности – *структурных*. Однако содержание финансовой несостоятельности данной трактовкой не ограничивается и может быть более глубоко раскрыто ответом на вопрос о том, в каком случае *банкротство кризисного предприятия более экономически целесообразно, чем реабилитация бизнеса*. В финансовом смысле желаемый ответ может быть представлен с позиции соотношения оценок стоимости предприятия: антикризисное управление экономически целесообразно в том случае, когда стоимость при допущении о непрерывности деятельности превышает стоимость при допущении о ликвидации²²⁶. Данное соотношение, таким образом, является основой одного из базовых вариантов теоретических моделей финансовой стабильности, варианты представления которой мы рассмотрим далее.

В развитие комментируемой трактовки отметим, что стоимость действующего предприятия как один из ключевых факторов его финансовой стабильности в значительной мере зависит от ожиданий инвесторов. Это положение, с нашей точки зрения, логично согласуется с экономическим смыслом

²²⁵ См., например: Френкель А. А., Сергиенко Я. В., Волкова Н. Н., Матвеева О. Н. Как определить тенденции развития российской экономики? // Вестник Финансового университета. 2016. Т. 20. № 5. С. 97. Отдельное направление исследований по данной проблематике касается обоснования индексов *финансовой стабильности* как одного из магистральных направлений непараметрической диагностики финансовых кризисов. См.: Трунин П. В., Каменских М. В. Указ. соч. С. 8; Гамбаров Г. М. Методы построения сводных показателей / Пантина И. В., Гамбаров Г. М., Павшок О. В., Мусаева М. У., Моисеев С. Р., Снегова Е. А., Марков К. В. Макропруденциальная политика // Деньги и кредит. 2013. № 9. С. 58 – 60.

²²⁶ См., например: Шарп У., Александр Г., Бейли Дж. Указ. соч. С. 407.

банкротства, позволяя несколько иначе раскрыть истоки финансовой несостоятельности. В конечном итоге, банкротство происходит не потому, что предприятие испытывает финансовые затруднения, находится в состоянии дефолта или характеризуется необеспеченностью долга, а зачастую вопреки подобным ситуациям, поскольку рынок перестает в него «верить». Исчерпание лимита «доверия рынка» в данном случае означает, что стейкхолдеры теряют интерес к дальнейшему функционированию бизнеса, и кризисное предприятие, лишившись необходимой поддержки, оказывается нежизнеспособным, а именно: неспособным вернуться на кривую жизненного цикла или возобновить функционирование при угрозе судебного решения о несостоятельности.

Согласно теории поведенческих финансов, действия и ожидания лиц, принимающих инвестиционные решения, не являются рациональными (их предпочтения нетранзитивны, подвержены эффекту контекста и пр.)²²⁷. Поэтому, абстрагируясь от теоретических моделей финансовой стабильности, отражающих ее прямые (сущностные) признаки, уместно обратиться к *эмпирическим моделям*, основанным на соответствующих косвенных признаках. Интересное решение задачи их обоснования можно предложить с позиции баланса интересов стейкхолдеров, который, как было отмечено ранее, рассматривается в качестве одной из приоритетных целей бизнеса. Нарушение данного баланса должно восприниматься как угроза финансовой стабильности, а дальнейшее усугубление конфликта интересов – как фактор финансовой несостоятельности²²⁸. Несмотря на высокий потенциал дальнейших исследований в данном направлении, более

²²⁷ Крупнейший вклад в теорию поведенческих финансов принадлежит Дэниэлу Канеману, Амосу Тверски и Ричарду Таллеру. В этом отношении следует особо отметить такие работы, как: Tversky A., Kahneman D. Judgment under uncertainty: heuristics and biases // Science, New Series. 1974. Vol. 185. № 4157. P. 1124 – 1131; Kahneman D., Tversky A. Prospect theory: an analysis of decision under risk // Econometrica. 1979. Vol. 47. P. 263 – 291; Thaler R. Quasi rational economics. New York: Russel Sage Foundation, 1994. О дальнейшем развитии школы поведенческих финансов см.: Baker H.K., Nofsinger J.R. Behavioral finance: investors, corporations, and markets. Hoboken, New Jersey: JohnWiley & Sons, Inc., 2010. P. 23 – 26. Исследование представлений экономической науки об индивидуальных предпочтениях см.: Сапир Ж. Новые подходы теории индивидуальных предпочтений и ее следствия // Экономический журнал ВШЭ. 2005. № 3. С. 325 – 360.

²²⁸ Уместно в этом отношении процитировать А. С. Тонких и А. В. Ионова, предлагающих анализировать уровень агентского конфликта с помощью системы финансовых показателей: «ни краткосрочные спекуляции, ни экономические кризисы при адекватном соблюдении баланса интересов не подорвут веру инвесторов в светлое будущее фирмы», и «даже при ухудшении экономической конъюнктуры, в условиях которой снижение стоимости акций неизбежно, ... восстанавливать свою стоимость будут прежде всего предприятия с высоким уровнем баланса интересов». – Тонких А.С., Ионов А.В. Указ. соч. С. 41, 42.

удачная альтернатива, с нашей точки зрения, обеспечивается эмпирическими моделями прогнозирования банкротства, основанными на показателях, которые позволяют разграничить финансово стабильные и кризисные предприятия, как экспертным путем, так и с учетом выявленных статистических закономерностей.

Как следует из вышесказанного, обобщение показателей, наиболее часто используемых в данных моделях, позволит выявить ключевые *косвенные признаки финансовой несостоятельности*, по которым можно судить об уровне финансовой стабильности предприятий в восприятии инвесторов, нивелируя недостатки отдельных авторских методик. Отметим, однако, что косвенные признаки задают основные направления финансовой диагностики, но не позволяют раскрыть содержание финансовой стабильности однозначным и теоретически непротиворечивым образом. Как Дж. Олсон отмечал в комментариях к своей знаменитой модели (первой в классе логит-моделей прогнозирования банкротства), «автор не пытался обосновать предикторы на основе строгой теории»²²⁹. Иными словами, эмпирические модели не позволяют получить представление о природе финансовой несостоятельности, характеризуя в большинстве случаев кризисное финансовое состояние, соответствующее дефолту или даже более широкому спектру ситуаций, для обозначения которых корректнее использовать термин «финансовые затруднения». В результате, возможны разные системы показателей, в том числе адаптированные к страновой специфике, к характеру экономической конъюнктуры, к отраслевым и индивидуальным особенностям бизнеса.

Таким образом, мы подходим к одному из наиболее принципиальных вопросов методологии оценки финансовой стабильности, который связан не столько с трактовкой абсолютной неплатежеспособности (последняя может сводиться к неоплатности или рассматриваться в широком смысле – с позиции перспектив развития бизнеса), сколько с допущением о теоретическом потенциале соответствующих методов. В этом смысле *аналитическую концепцию финансовой стабильности* мы предлагаем противопоставить ее *эвристической концепции*.

²²⁹ Ohlson J.A. Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy // Journal of Accounting Research. 1980. Vol. 18. № 1. P. 118.

Как известно, аналитические методы исходят из предпосылки о наличии некоторого оптимального решения поставленной задачи, тогда как эвристические – направлены на поиск приемлемого решения, которое, как предполагается, максимально приближено к оптимальному, но таковым по определению не является²³⁰. Адаптируя логику принятия решений к задачам финансовой диагностики, можно заключить, что есть два взаимоисключающих методических подхода к оценке финансовой стабильности. Первый апеллирует к теоретическим моделям финансовой несостоятельности. Типичный пример ее применения – структурные модели прогнозирования банкротства, но спектр соответствующих (*теоретических*) моделей ими не ограничивается²³¹. Во втором случае разработка теоретической модели банкротства не предполагается – анализируются сравнительные особенности предприятий при угрозе финансовой несостоятельности (эмпирические модели прогнозирования банкротства).

Подытоживая вышесказанное, предлагаем обобщить основное многообразие моделей оценки финансовой стабильности предприятий с применением двухмерной матрицы, строки которой будут заданы методическим подходом к выбору используемых показателей (финансовым или комплексным), а столбцы – подходом к представлению прогнозной модели (одновариантной или многовариантной) (Рисунок 2.4).

	Одновариантные модели	Многовариантные модели
Финансовые модели		
Комплексные модели		

Примечание

-  – аналитический подход к оценке финансовой стабильности.
-  – эвристический подход к оценке финансовой стабильности.

Рисунок 2.4 – Основные методические подходы к оценке финансовой стабильности предприятий²³²

²³⁰ Иванов В.В., Цытович Н.Н. Указ. соч. С. 17, 18.

²³¹ В этой связи заметим, что распространенное в литературе противопоставление структурных моделей эмпирическим представляется логически оправданным, однако неполным и, следовательно, не вполне корректным.

²³² Сост. автором.

Как видно из рисунка, плоское пространство моделей оценки финансовой стабильности может быть дополнено *третьим измерением*, которое, в конечном счете, касается ответа на вопрос о принципиальной возможности однозначной характеристики финансовой несостоятельности (аналитический или эвристический подход к оценке финансовой стабильности). Примечательно, что речь идет исключительно о финансовых одновариантных моделях, методические особенности которых (компактность, удобство применения, ориентация на ключевые финансовые характеристики бизнеса, возможность формирования однозначных оценок финансового состояния) столь удачно отвечают потребностям аналитиков и пользователей результатов оценки финансовой стабильности.

Очевидно, что предложенная концептуальная схема может быть детализирована и дополнена новыми измерениями. Например, можно ввести критерий уровня значимости экспертных оценок по отношению к результатам статистического анализа, или разграничить, как это иногда предлагается в литературе, традиционные и нетрадиционные аналитические методы и пр.²³³ Вместе с тем в целях обобщения методических подходов к оценке финансовой стабильности предприятий, разумно, с нашей точки зрения, руководствоваться в первую очередь принципами *существенности, достоверности и понятности*, смысл которых (применительно к финансовой информации) предельно ясно сформулирован в Международных стандартах финансовой отчетности²³⁴.

В частности, существенность, рассматриваемая как отдельный аспект уместности, задается спецификой контекста решаемых задач и в данном случае определяется тем, насколько предложенная классификация методических подходов удобна для выбора моделей оценки финансовой стабильности в зависимости от информационных интересов лиц, осуществляющих финансовую диагностику, предпочитаемых методов, располагаемой информации, потенциальных пользователей полученных результатов и пр. Достоверное

²³³ См. подробнее: Воронова Н.С., Дарушин И.А., Львова Н.А. Указ. соч. С. 123 – 126; Львова Н.А. Финансовая диагностика предприятия. С. 55 – 62.

²³⁴ Концептуальные основы финансовой отчетности. URL: http://www.minfin.ru/ru/performance/accounting/mej_standart_fo/docs/ (дата обращения: 12.12.2016).

(правдивое) представление, как справедливо отмечено в Концептуальных основах финансовой отчетности, не означает исключительную «точность во всех отношениях»²³⁵, однако является достаточно полным (то есть отражает всю ту информацию, которая необходима для понимания отображаемого явления), нейтральным (в том числе ориентированным на разные категории лиц) и не содержит ошибок. И, наконец, систематизированное представление, а также четкость и лаконичность предложенных классификаций, достигаемые не в ущерб полноты, обеспечивают понятность, что и предопределило содержание предложенной концептуальной схемы методических подходов к оценке финансовой стабильности предприятий.

2.3 Развитие аналитического подхода к оценке финансовой стабильности предприятий

Руководствуясь методологией корпоративной финансовой диагностики, мы пришли к заключению о том, что аналитический подход к оценке финансовой стабильности предприятий, в отличие от альтернативного эвристического, предполагает применение теоретических моделей финансовой несостоятельности. Рассмотрим альтернативные базовые варианты данных моделей, что позволит нам проанализировать возможности развития аналитического подхода к оценке финансовой стабильности предприятий с учетом специфики его применения в условиях формирующегося рынка.

Наиболее очевидным примером применения теоретических моделей финансовой несостоятельности являются *структурные* модели прогнозирования банкротства, специфику которых мы предлагаем интерпретировать с позиции допущения о том, что абсолютная неплатежеспособность предприятия сводится к его неоплатности. Принимая данное допущение, мы получаем возможность раскрыть финансовую сущность банкротства в контексте балансовой модели фирмы. Главным (*прямым*) признаком финансовой несостоятельности в этом случае выступает превышение долга предприятия над стоимостью его

²³⁵ П. QC15 Концептуальных основ финансовой отчетности.

собственного имущества, то есть буквально «недостаточность имущества» (термин, используемый в российском законодательстве для обозначения признака неоплатности). Очевидно, что предложенная формулировка требует дальнейшей детализации, что в первую очередь касается оценки стоимости имущества. Кроме того, финансовая несостоятельность может быть проиллюстрирована с помощью разных финансовых показателей. Однако особую роль в этом отношении имеет собственный капитал, выступающий своеобразным *резервом прочности*, истощение которого, как обычно предполагается, ведет к банкротству предприятия (Рисунок 2.5).

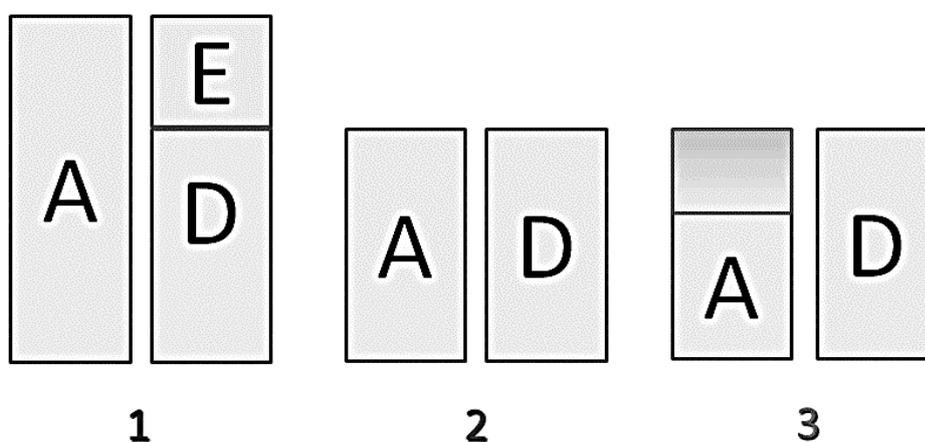


Рисунок 2.5 – Собственный капитал как резерв прочности предприятия²³⁶

Используя балансовое равенство, значение собственного капитала как резерва прочности предприятия мы предлагаем интерпретировать следующим образом:

1. Чем выше стоимость активов (Assets, A) по отношению к долгу (Debt, D)²³⁷, тем больше доля собственного капитала (Equity, E) в пассиве и одновременно выше обеспеченность долговых обязательств.
2. В том случае, когда величина активов равна величине долга, значение собственного капитала равно нулю (запас прочности отсутствует).

²³⁶ Сост. автором.

²³⁷ В зависимости от формата баланса долг в данном случае может включать долгосрочные и краткосрочные обязательства или ограничиваться долгосрочными обязательствами. Во втором случае краткосрочные обязательства переносятся в актив со знаком минус. Таким образом, в активе будет представлено два раздела: внеоборотные активы и рабочий капитал (working capital). Такой формат баланса широко применяется для целей оценки инвестиционной стоимости компаний.

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

Что является причиной истощения резерва прочности предприятия? Существует два основных объяснения. Согласно первому объяснению, главная причина связана с *неблагоприятной динамикой денежных потоков*²³⁸. Подобная трактовка прослеживается в классических работах по оценке вероятности банкротства У. Бивера и Дж. Вилкокса²³⁹. Согласно второму объяснению, банкротство является *следствием снижения рыночной стоимости активов* предприятия. Когда эта стоимость падает ниже критической отметки (в строгом смысле ниже стоимости долга), наступает крах²⁴⁰. Данная трактовка обращает нас к модели оценки корпоративных обязательств Блэка-Шоулза-Мертон (далее – *BSM-концепция*)²⁴¹.

Отметим, что альтернативные трактовки природы финансовой несостоятельности корреспондируют с ключевыми признаками корпоративного банкротства – неплатежеспособностью и неоплатностью. Таким образом, экономическая концепция банкротства в этом случае наиболее близко соприкасается с юридической, приобретая, тем самым, новое более глубокое содержание. *Общее правило поддержания финансовой стабильности* предприятий мы, в свою очередь, предлагаем сформулировать следующим образом: чем больше резерв прочности (собственный капитал) и чем меньше волатильность (денежного

²³⁸ По выражению У. Бивера, фирма – это резервуар ликвидных активов, пополняемый притоками и истощаемый оттоками денежных средств, и, если этот резервуар иссякнет, фирма не сможет выполнять свои обязательства вовремя и, в результате, будет объявлена банкротом. См.: Beaver W. H. Op. cit. P. 80.

²³⁹ Beaver W. H. Op. cit.; Wilcox J. W. A simple theory of financial ratios as predictors of failure. Working Paper № 495-70. Sloan School of Management. 1970. 12 p.

²⁴⁰ Обратим внимание на то, что второе объяснение перекликается по смыслу с понятием банкротства в трактовке Ван Хорна и Ваховича (как превышения стоимости долга над справедливой стоимостью активов).

²⁴¹ Merton R. On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates // Journal of Finance. 1974. Vol. 29. P. 449 – 470.

потока или рыночной стоимости активов соответственно), тем ниже вероятность банкротства и более финансово стабильно предприятие²⁴².

Заметим, однако, что объяснение финансового смысла банкротства на примере динамики собственного капитала не вполне корректно, поскольку речь идет о долевыми обязательствах, которые, очевидно, не могут рассматриваться как обеспечение долга (к выводу об уровне обеспеченности долга в зависимости от величины собственного капитала мы приходим, анализируя балансовое уравнение). Поэтому, характеризуя финансовую несостоятельность, более правильно говорить не о собственном капитале, что требует дополнительных, хотя часто подразумеваемых объяснений, а, к примеру, о *чистых активах*. Неслучайно именно этот показатель фигурирует в большинстве теоретических моделей финансовой несостоятельности.

Раскроем специфику структурных моделей прогнозирования банкротства предприятий более подробно. Примечательно, что адаптация теоретических моделей к задачам оценки вероятности финансовой несостоятельности получила широкий резонанс благодаря исследованиям корпорации KMV (с 2002 г. – Moody's KMV)²⁴³. Речь в данном случае идет, прежде всего, о моделях KMV-Мерттона, в отношении которых в литературе чаще всего и применяется термин «структурные», хотя мы, развивая альтернативный подход²⁴⁴, вводим более широкую трактовку данного понятия. Комментируя структурные модели в *узком смысле*, следует вначале упорядочить терминологию по данной проблематике. Методы оценки корпоративных обязательств, кредитного риска и вероятности дефолта, апеллирующие к BSM-концепции, в целом относят к методам *анализа условных требований* (contingent claims analysis, CCA), поскольку, как будет показано ниже, капитал фирмы рассматривается как условное требование на ее

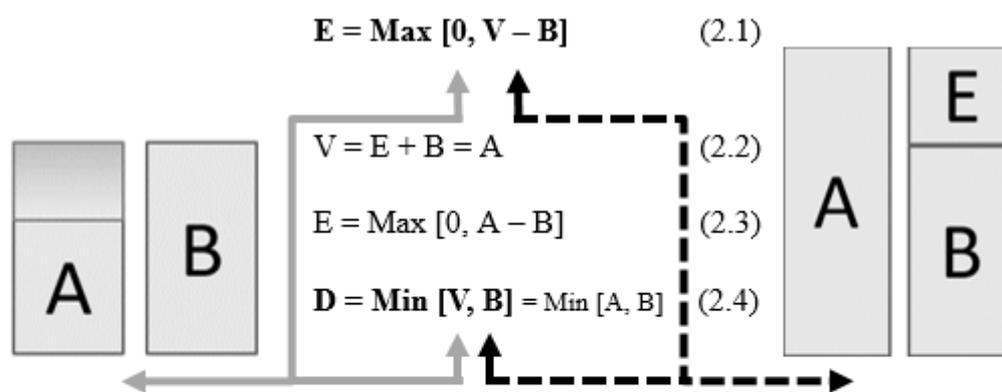
²⁴² Согласно апофатической концепции финансовой стабильности, данное правило преемственно по отношению к теоретической концепции финансовой несостоятельности. См., в частности: Львова Н. А. Банкротство фирмы в представлениях финансовой науки. С. 128.

²⁴³ Crosbie P.J., Bohn J.R. Modeling Default Risk. Moody's KMV. 2002. P. 7, 8. URL: http://www.creditrisk.ru/publications/files_attached/modeling_default_risk.pdf (дата обращения: 12.12.2016).

²⁴⁴ Подробнее о разновидностях структурных моделей прогнозирования корпоративного банкротства, включая модели основанные на денежном потоке, см.: Falkenstein E. RiskCalc™ for Private Companies: Moody's Default Model. May 2000. P. 17 – 19. URL: http://www.creditrisk.ru/publications/files_attached/Moodys_Default_Model.pdf (дата обращения: 12.12.2016).

активы²⁴⁵. Альтернативный термин, который также применяется в отношении моделей KMV-Мертон: *модели ожидаемой частоты дефолта (EDF models)*²⁴⁶.

Согласно BSM-концепции, банкротство представляет собой «отказ» акционеров от покупки активов компании у кредиторов. Как известно, кредиторы имеют преимущественное по отношению к собственникам право на получение части имущества предприятия-должника в условиях его ликвидации пропорционально своим финансовым требованиям. Если стоимость активов предприятия превышает объем требований кредиторов (согласно принятым допущениям, компания имеет один вид однородных обязательств – бескупонные облигации), собственники предпочтут погасить долг, то есть *фактически приобретут активы фирмы по цене соответствующего долга*. И, напротив, если финансовые требования кредиторов превышают стоимость активов, собственники согласятся признать банкротство, утратив право на потенциальный возврат вложенных средств при ликвидации бизнеса. Проиллюстрируем логику оценки корпоративных обязательств, основанную на BSM-концепции (Рисунок 2.6).



где: E – стоимость собственного капитала в рыночной оценке;
 V – совокупная стоимость фирмы в рыночной оценке;
 B – стоимость долга в учетной оценке;
 A – стоимость активов фирмы в рыночной оценке;
 D – стоимость долга в рыночной оценке.

Рисунок 2.6 – BSM-концепция оценки корпоративных обязательств²⁴⁷

²⁴⁵ Contingent claims analysis approach / Global financial stability report (GFSR). April 2014. Washington, DC: International Monetary Fund. P. 111 – 113, 127, 128; Gapen M., Gray D., Lim C., Xiao Y. The contingent claims approach to corporate vulnerability analysis: estimating default risk and economywide risk transfer / Corporate restructuring. Lessons from experience. Ed. Pomerleano M., Shaw W. Washington: The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, 2005. P. 261 – 300.

²⁴⁶ Altman E. Revising Credit Scoring Models in a Basel 2 Environment. 2002. P. 22. URL: <http://archive.nyu.edu/bitstream/2451/26485/2/02-41.pdf> (дата обращения: 12.12.2016).

²⁴⁷ Сост. автором по: Merton R. Op. cit.; Gapen M.T., Gray D.F., Lim C.H., Xiao Y. Op. cit. P. 264 – 266.

Исходя из этой логики, рыночную *стоимость собственного капитала* можно представить с помощью формулы 2.1. Данная формула соответствует характеристике колл-опциона европейского типа на покупку активов компании с ценой исполнения на уровне долговых обязательств, «купить» которые выгодно только в том случае, если соответствующая стоимость в момент погашения долга превышает величину долговых обязательств.

Рыночная *стоимость фирмы* (именно такой термин применяет Р. Мертон) в данном случае понимается как совокупная стоимость, которая, с одной стороны, соответствует стоимости инвестированного капитала (сумме стоимости собственного капитала и стоимости долга²⁴⁸), а с другой, – *стоимости активов* (как она чаще обозначается в более поздних работах по данной проблематике²⁴⁹) рассчитывается по формуле 2.2. Таким образом, формулу 2.1 можно преобразовать в формулу 2.3, предполагающую достаточно очевидный комментарий.

В условиях ликвидации собственники получают максимальную из двух величин: при недостаточности средств для погашения долговых обязательств (то есть при наличии признака неоплатности) – 0; в условиях достаточности средств – ту часть имущества, которая останется после удовлетворения всех долговых требований ($A - B$). И, наконец, рыночную *стоимость долга*, в свою очередь, можно рассматривать как пут-опцион на продажу активов фирмы с характеристиками, указанными в формуле 2.4²⁵⁰.

Как упоминалось выше, модель оценки корпоративных обязательств Блэка-Шоулза-Мертонна получила дальнейшее развитие в модели оценки вероятности дефолта Васичека-Килхофера (VK model)²⁵¹, которая стала применяться в риск-калькуляторах Moody's (RiskCalc™)²⁵². Финансовая диагностика публичных

²⁴⁸ Merton R. Op. cit. P. 450, 453.

²⁴⁹ См., например: Fabozzi F.J. Op. cit. P. 498.

²⁵⁰ Главное практическое значение BSM-концепции заключается в том, что, зная рыночную стоимость собственного капитала (рыночную капитализацию для публичных компаний) и учетную стоимость долга, можно, применив модель ценообразования опционов Блэка-Шоулза, получить рыночную оценку стоимости фирмы (рыночную оценку активов) и, в результате, рыночную стоимость долга.

²⁵¹ Crosbie P.J., Bohn J.R. Op. cit. P. 7, 8.

²⁵² В 1989 г. Стэфэн Килхофер, Джон МакКвин и Олдрич Васичек организовали компанию KMV, в 2002 г. продав ее Moody's. С этого времени она стала называться Moody's KMV, а с 2007 г. – Moody's Analytics. В 2010 г. компания представила на российском рынке модель «RiskCalc Russia». См. подробнее: Weinberg N. Default-risk bookies. URL: <http://www.forbes.com/global/1998/1102/0116060a.html> (дата обращения: 12.12.2016); History of KMV. URL:

компаний с применением моделей KMV-Мерттона, сочетающих теоретическую модель финансовой несостоятельности с результатами эмпирического анализа признаков дефолта, предполагает три последовательных этапа.

На *первом этапе* проводится оценка рыночной стоимости активов и ее волатильности. Поскольку собственный капитал рассматривается как опцион на активы компании, необходимые оценки могут быть получены с применением теории ценообразования опционов Блэка-Шоулза по данным о рыночной капитализации и волатильности акций, а также об учетной стоимости долга.

На *втором этапе* измеряется «расстояние до банкротства». Отметим, что зачастую в этом отношении применяется другой термин – «расстояние до дефолта» (distance to default, DD). Однако, учитывая логику комментируемых моделей, замена термина «дефолт» на термин «банкротство» представляется обоснованной. Мы также предлагаем использовать показатель «расстояние до банкротства» для формализации содержания финансовой несостоятельности предприятий. Будем считать, что при $DB \leq 0$, предприятие – банкрот. Конкретизируя оценку «расстояния до банкротства», мы получаем разные теоретические модели финансовой несостоятельности.

В соответствии с BSM-концепцией, финансовой несостоятельности соответствует такое финансовое состояние предприятия, при котором рыночная стоимость его активов падает ниже величины долга (другими словами, величина чистых активов становится отрицательной). Учитывая, что рыночная стоимость активов предприятия (A) имеет вероятностное распределение с математическим ожиданием \bar{A} и стандартным отклонением σ_A , *расстояние до банкротства* можно измерить количеством стандартных отклонений стоимости активов по формуле 2.5 (Рисунок 2.7).

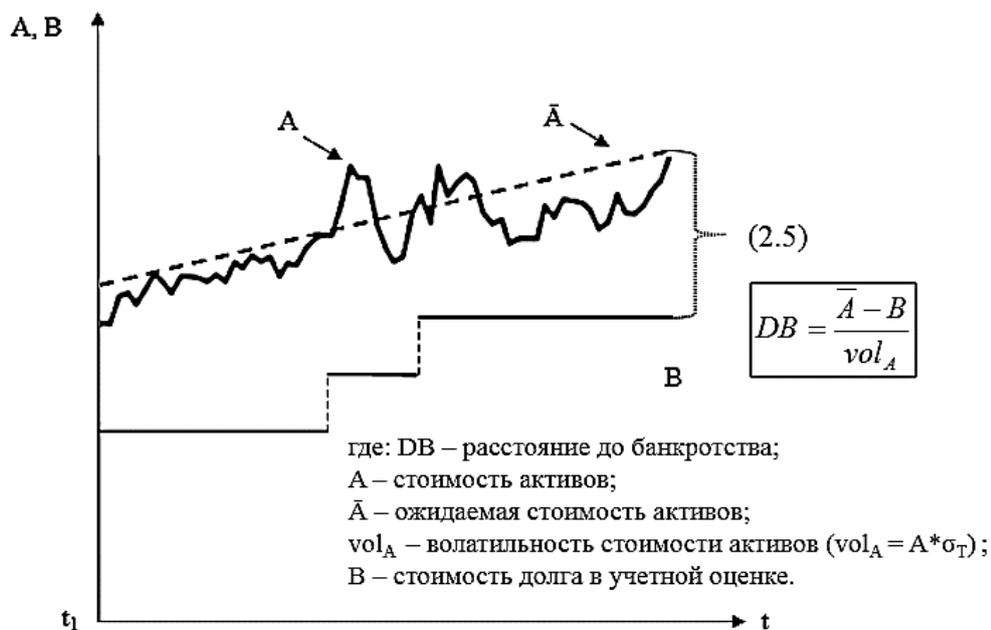


Рисунок 2.7 – Оценка расстояния до банкротства в моделях КМВ-Мертон²⁵³

Заметим, что в целях прогнозирования банкротства модели КМВ-Мертон не ограничиваются критерием неоплатности. Отмечено, что в наибольшей степени угроза финансовой несостоятельности определяется удельным весом краткосрочных обязательств. В частности, рыночная стоимость активов может относительно долгое время находиться на более низкой отметке, чем рыночная стоимость долга, при условии, что большая часть заемных средств имеет долгосрочный характер, поэтому расстояние до банкротства, как правило, оценивается по скорректированной формуле, в которой учитывается лишь половина долгосрочного долга²⁵⁴. В целом, еще раз подчеркнем, что, чем выше стоимость активов и чем ниже ее волатильность, тем выше финансовая стабильность предприятия.

На *третьем этапе* с привлечением эмпирических данных (а именно статистики дефолтов), осуществляется оценка вероятности финансовой несостоятельности. Исторические данные о компаниях за многолетний период позволяют оценить *ожидаемую частоту дефолта* – долю фирм, объявивших дефолт при заданном значении расстояния до банкротства. Ожидаемая частота дефолта является зарегистрированной торговой маркой Moody's Analytics (EDF™).

²⁵³ Сост. автором по: Falkenstein E. Op. cit. P. 21 – 22; Gapen M.T., Gray D.F., Lim C.H., Xiao Y. Op. cit. P. 266 – 267.

²⁵⁴ Gapen M., Gray D., Lim C., Xiao Y. Op. cit. P. 266.

Вместе с тем методология, разработанная аналитиками KMV, привлекает высокий интерес научного сообщества и применяется в практике эмпирических исследований с различными модификациями под обобщенным названием моделей KMV-Мертон²⁵⁵. В этой связи добавим, что содержание третьего этапа прогнозирования банкротства не позволяет в строгом смысле рассматривать модели KMV-Мертон как теоретические. В более корректной формулировке данный класс моделей *основан* на теоретической модели финансовой несостоятельности.

Модели KMV-Мертон характеризуются рядом очевидных преимуществ²⁵⁶. Во-первых, они являются теоретически обоснованными, отвечая аналитическому подходу к характеристике финансовой несостоятельности. Во-вторых, данные модели позволяют гибко учесть отраслевые, региональные и прочие особенности бизнеса в значениях базовых показателей. Следовательно, прогнозная точность полученных результатов не должна снижаться при существенном изменении анализируемого периода или значимых характеристик предприятия, как, например, в случае с регрессионными моделями. В-третьих, смешанный характер этих моделей, сочетающих рыночные и учетные оценки, обладает более высоким прогнозным потенциалом²⁵⁷.

Однако для публичных компаний, акции которых недостаточно ликвидны, возможности применения этих моделей существенно ограничены, и на практике они имеют менее весомое значение, чем эмпирические модели, апеллирующие к косвенным признакам финансовой несостоятельности. Даже если речь идет о публичной компании с ликвидными акциями, оценка рыночной стоимости активов может вызывать определенные затруднения. Весьма жестким ограничением в этом отношении являются допущение об информационной эффективности фондового

²⁵⁵ См., например: Bharath S., Shumway T. Forecasting default with KMV-Merton model. AFA 2006 Boston Meetings Paper. URL: <http://ssrn.com/abstract=637342> (дата обращения: 12.12.2016).

²⁵⁶ См. также: Agarwal V., Taffler R. J. Comparing the performance of market-based and accounting-based bankruptcy prediction models // *Journal of Banking and Finance*. 2008. Vol. 32. № 8. P. 1541 – 1551; Altman E. Corporate distress prediction models in a turbulent economic and Basel 2 environment.

²⁵⁷ В частности, рыночные показатели позволяют до некоторой степени нивелировать влияние учетной политики, а также имеют не дискретное, а непрерывное вероятностное распределение. Вероятность банкротства, в свою очередь, является не дискретной, а непрерывной величиной и изменяется вместе с изменением рыночной стоимости активов анализируемой компании.

рынка. Кроме того, отмечаются вычислительные сложности и проблемы в адаптации моделей к индивидуальным условиям бизнеса²⁵⁸. Данные ограничения становятся критическими для формирующихся финансовых рынков, характеризующихся относительно низким уровнем информационной эффективности, а также недостаточно развитым корпоративным сектором²⁵⁹.

Поэтому далее мы обратимся к альтернативному варианту теоретических моделей финансовой несостоятельности, исходные предпосылки которых не ограничиваются допущением о равнозначности абсолютной неплатежеспособности и неоплатности. Примечательно, что по статистике (в данном случае мы ссылаемся на исследования Moody's), в среднем за год банкротится примерно 1,5% предприятий, тогда как, недостаточность имущества по балансовым оценкам наблюдается гораздо чаще – в среднем в 10% случаев²⁶⁰. Следовательно, узкая трактовка абсолютной неплатежеспособности не в полной мере раскрывает смысл финансовой несостоятельности, и чтобы сформулировать его более точно, зададимся вопросом: почему формально несостоятельные фирмы, имеющие отрицательные чистые активы, продолжают свое существование?

Основная причина заключается в том, что стейкхолдеры могут быть заинтересованы в «реабилитации» бизнеса, в том числе, как отмечалось выше, даже на этапе процедур банкротства, которые зачастую ассоциируются с фазой смерти организации. Прекращение бизнеса как результат дефолта, в том числе при наличии признака неоплатности, как правило, крайне невыгодно ни для кредиторов, ни для собственников предприятия. Средний уровень возврата средств по итогам разрешения неплатежеспособности предприятий (которая может осуществляться в процедурах банкротства или путем реорганизации²⁶¹) составляет

²⁵⁸ Fabozzi F.J. Op. cit. P. 502, 503.

²⁵⁹ См. подробнее: Дарушин И.А., Львова Н.А. Российские эмитенты: вызовы формирующегося рынка // Финансы и кредит. 2014. № 10. С. 42 – 50; Дарушин И.А., Львова Н.А. Оценка эффективности российского финансового рынка непараметрическим методом // Финансы и кредит. 2014. № 48. С. 14 – 24; Darushin I., Lvova N. Weak-form efficiency: testing the Russian stock market // Global business & economic anthology (GBEA). 2015. Vol. I. P. 283 – 292.

²⁶⁰ Falkenstein E. Op. cit. P. 19. См. также: Higgins R. С. Op. cit. P. 413, 414.

²⁶¹ В данном случае мы ссылаемся на методологию Всемирного банка, согласно которой разрешение неплатежеспособности выступает одним из десяти ключевых факторов бизнес-климата. При оценке национальных систем разрешения неплатежеспособности Всемирный банк использует комплексную методику, сочетающую экспертный опрос представителей профессионального сообщества, оценку действующего законодательства, кейсовый метод и бэнчмаркинг. См. подробнее: Разрешение неплатежеспособности / Ведение бизнеса 2016.

в настоящее время не многим более 32% долга для стран БРИКС и 72% для стран-участниц ОЭСР, требуя расходов в размере не менее 2,8% и 1,7% имущества должника соответственно, а также длительного времени для урегулирования ситуации – примерно почти 3 года для стран БРИКС и почти 2 года для развитых стран (Таблица 2.1).

Таблица 2.1 – Обобщенная сравнительная оценка современных систем разрешения неплатежеспособности²⁶²

Страны и регионы мира	Коэффициент возврата средств, % долга	Продолжительность процедур разрешения неплатежеспособности, годы	Средние затраты на разрешение платежеспособности, % имущества должника
Россия	41,70	2,00	9,00
Бразилия	22,40	4,00	12,00
Индия	25,70	4,30	9,00
Китай	36,20	1,70	22,00
ЮАР	35,30	2,00	18,00
БРИКС	32,26	2,80	14,00
ОЭСР	72,30	1,70	9,00

Таким образом, для кредиторов банкротство должника зачастую ведет к значительным убыткам. Причем для анализируемых стран с формирующимся рынком величина этих убытков, как правило, существенно выше, чем для развитых. Поэтому добросовестные кредиторы не стремятся инициировать дело о банкротстве должника, предпочитая урегулировать ситуацию в досудебном порядке (исключением выступают, нередкие в нашей стране случаи, когда

Всемирный банк. URL: <http://russian.doingbusiness.org/methodology/resolving-insolvency> (дата обращения: 12.12.2016). О сравнительной оценке российской системы разрешения неплатежеспособности по методологии Всемирного банка см. подробнее: Кочетков Е. П. Формирование механизма и методики разработки плана восстановления платежеспособности организации как фактор повышения эффективности функционирования института банкротства в России // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2015. № 17. С. 12 – 136.

²⁶² Сост. по: Разрешение неплатежеспособности / Ведение бизнеса 2016. Всемирный банк. URL: <http://russian.doingbusiness.org/data/exploretopics/resolving-insolvency#close> (дата обращения: 12.12.2016).

процедуры банкротства используются в целях нелегального перераспределения собственности²⁶³). Для собственников (участников, учредителей) банкротство предприятия также крайне экономически невыгодно. Даже при соблюдении принципа юридической самостоятельности организаций и, следовательно, в условиях их имущественной обособленности следует учитывать альтернативные затраты участников (учредителей). Кроме того, право собственников на получение части имущества предприятия (пропорциональной доле участия) при его ликвидации реализуется только в том случае, когда погашены долговые обязательства перед кредиторами. Поскольку при банкротстве кредиторы обычно получают далеко не всю сумму долга, долевые обязательства не выполняются (что может напрямую оговариваться в соответствующем законодательстве).

Как было отмечено выше, вопрос целесообразности антикризисного управления, с финансовой точки зрения, может быть решен с учетом соотношения оценок стоимости предприятия, полученных исходя из двух альтернатив: ликвидация или дальнейшее (непрерывное) продолжение деятельности. Искомую величину стоимости в условиях фиктивной ликвидации можно предложить задать значением чистых активов (предпочтительнее в рыночной, чем в балансовой оценке), которую, однако, не следует понимать в качестве стоимости замещения (восстановительной стоимости) активов предприятия. Речь идет о потенциальной ликвидации бизнеса. Таким образом, подразумевается именно распродажа активов, а не покупка той же их идентичной совокупности, позволяющей возобновить финансово-хозяйственную деятельность в настоящий момент времени.

Если инвестиционная стоимость предприятия не превышает величину его чистых активов, это означает, что действующий бизнес, с позиции инвестора, стоит меньше, чем задействованные в нем активы по отдельности. В этом случае предприятие не подлежит реабилитации²⁶⁴, и, следовательно, можно

²⁶³ Подробнее см.: Львова Н.А. Преднамеренное банкротство: экономическое содержание и финансовый механизм // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 5. Экономика. 2006. № 3. С. 90.

²⁶⁴ Мы в данном случае абстрагируемся от нерыночных мотивов реанимации нежизнеспособного предприятия. Следовательно, мы не рассматриваем нерыночные принципы функционирования хозяйствующих субъектов, в том числе от случая адресного антикризисного вмешательства со стороны государства, которые, как известно, вовсе не должны согласовываться с принципами экономической целесообразности.

констатировать его финансовую несостоятельность. Мы не случайно говорим об *инвестиционной стоимости*, которая может иметь разную оценку для инвесторов, соотносясь с их интересами в отношении предприятия. Вместе с тем обобщающим и до некоторой степени условным ориентиром в данном случае является рыночная стоимость собственного капитала, полученная на основе доходного подхода при допущении о непрерывности деятельности.

Как и в отношении моделей KMV-Мертон, теоретическую модель финансовой несостоятельности, соответствующую данной логике, мы предлагаем раскрыть с применением неравенства $DB \leq 0$. Однако расстояние до банкротства (DB), целесообразно измерять без учета волатильности, поскольку используются учетные оценки, а не рыночные²⁶⁵ (Рисунок 2.8).

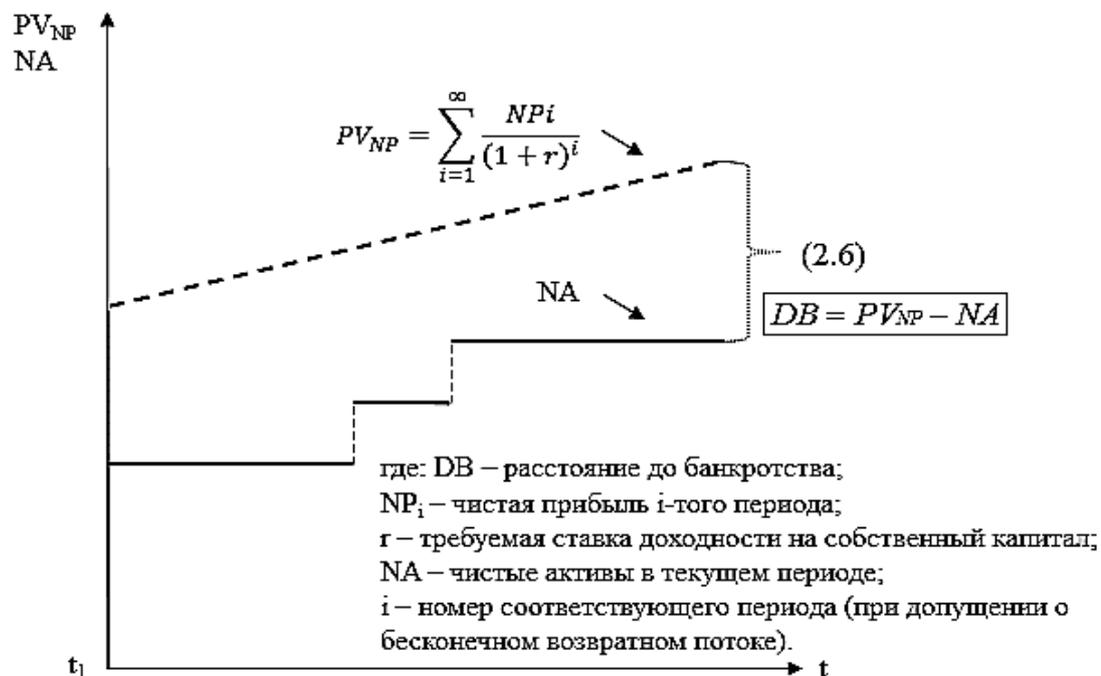


Рисунок 2.8 – Оценка расстояния до банкротства с применением метода капитализации чистой прибыли²⁶⁶

²⁶⁵ В принципе такая возможность не исключена. В частности, в мониторинге финансовой стабильности депозитных учреждений широко используется «банковский Z-счет», который позволяет оценить резерв прочности в отношении рентабельности. Концепция данного показателя, который рассчитывается как соотношение буфера (сумма рентабельности активов и относительной величины собственного капитала) и риска (волатильность рентабельности), предложена Дж. Бойдом и С. Грэхэмом, которые подробно аргументируют целесообразность оценки Z-счета на основе *учетных*, а не рыночных показателей. См.: Boyd, J.H., Graham, S.L. Risk, regulation, and bank holding company expansion into nonbanking // Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review. 1986. № 10. P. 2 – 17. Вместе с тем в условиях формирующихся рынков оценка волатильности учетных показателей ввиду недостаточного объема необходимых для этого данных представляется не вполне корректной.

²⁶⁶ Составителем. Отметим, что метод капитализации чистой прибыли является одним из наиболее часто используемых при обосновании реорганизации кризисных компаний в США. В частности, Ван Хорн и Вахович характеризуют его как «общепринятый» (Ван Хорн Дж. К., Вахович Дж. М., мл. Указ. соч. С. 1080).

Если речь идет о публичных компаниях, в данном случае, пожалуй, неизбежны ассоциации с коэффициентом Тобина²⁶⁷. Отметим, однако, что, *во-первых*, данный коэффициент (в оригинальном источнике он приводится без наименования), введенный в аналитическую практику Вильямом Брэйнардом и Джеймсом Тобином в 1968 г.²⁶⁸, не имеет однозначной методики расчета²⁶⁹. *Во-вторых*, по своему финансовому смыслу коэффициент Тобина изначально не предназначен для характеристики финансовой несостоятельности, что проявляется в нецелесообразности репликации рекомендаций о ликвидации компаний на основе его критического значения в масштабах финансового рынка.

Выявленная и формализованная теоретическая модель, концепция которой в более или менее четком виде прослеживается в финансовой литературе²⁷⁰ (в том числе в некоторых комментариях к финансовому смыслу коэффициента Тобина), лучше, с нашей точки зрения, соответствует специфике формирующегося рынка, чем структурные модели KMV-Мерттона. Применение данной модели не связано с ограничениями, касающимися особенностей функционирования рынка капитала. Кроме того, оно возможно, как для публичных, так и для закрытых компаний.

Наиболее проблематичным аспектом применения модели, *критически влияющим* на потенциал ее применения на практике, представляется порядок расчета рыночной стоимости чистых активов. Кроме того, данная модель ориентирована на собственников бизнеса, дискриминируя информационные интересы других стейкхолдеров. В качестве предпочтительной альтернативы мы

²⁶⁷ См., например: Ковалев В. В. Указ. соч. С. 323, 324.

²⁶⁸ Brainard W. C., Tobin J. Pitfalls in financial model building // The American Economic Review. Papers and Proceedings of the Eightieth Annual Meeting of the American Economic Association. 1968. Vol. 58. № 2. P. 99 – 122.

²⁶⁹ Это, прежде всего, касается процедур оценки восстановительной стоимости активов. Тем не менее, по-разному рассчитывается и числитель формулы. См. подробнее: Huebscher R. The market valuation question // Advisor Perspectives. March 31, 2009. URL: http://www.advisorperspectives.com/newsletters09/pdfs/The_Market_Valuation_Question.pdf (дата обращения: 12.12.2016).

²⁷⁰ См., например: Altman E., Hotchkiss E. Op. cit. P. 116. Уместно также процитировать типичные комментарии, которые приводятся в литературе в качестве обоснования целесообразности корпоративной реорганизации: «теоретически фирму следует реорганизовать, если ее экономическая стоимость как действующей единицы выше ликвидационной стоимости» (Ван Хорн Дж. К., Вахович Дж. М., мл. Указ. соч. С. 1079); «решение о ликвидации принимается в том случае, если ... при дальнейшем продолжении деятельности компании ... средства от продажи (ее – *прим. автора*) активов ... будут превышать их стоимость» (Шарп У., Александр Г., Бейли Дж. Указ. соч. С. 406.; «если ... стоимость активов корпорации в случае, если она будет функционировать как действующее предприятие, возможно, превысит средства от их продажи при ликвидации, то предпринимается решение о реорганизации корпорации и ее долга» (Там же. С. 407); «если от продажи имущества корпорации можно выручить больше сегодняшней стоимости ее доходов в будущем, то корпорация должна быть безоговорочно подвержена процедуре банкротства» (Там же).

предлагаем оценивать расстояние до банкротства по соотношению совокупной стоимости предприятия и величины долга (Рисунок 2.9).

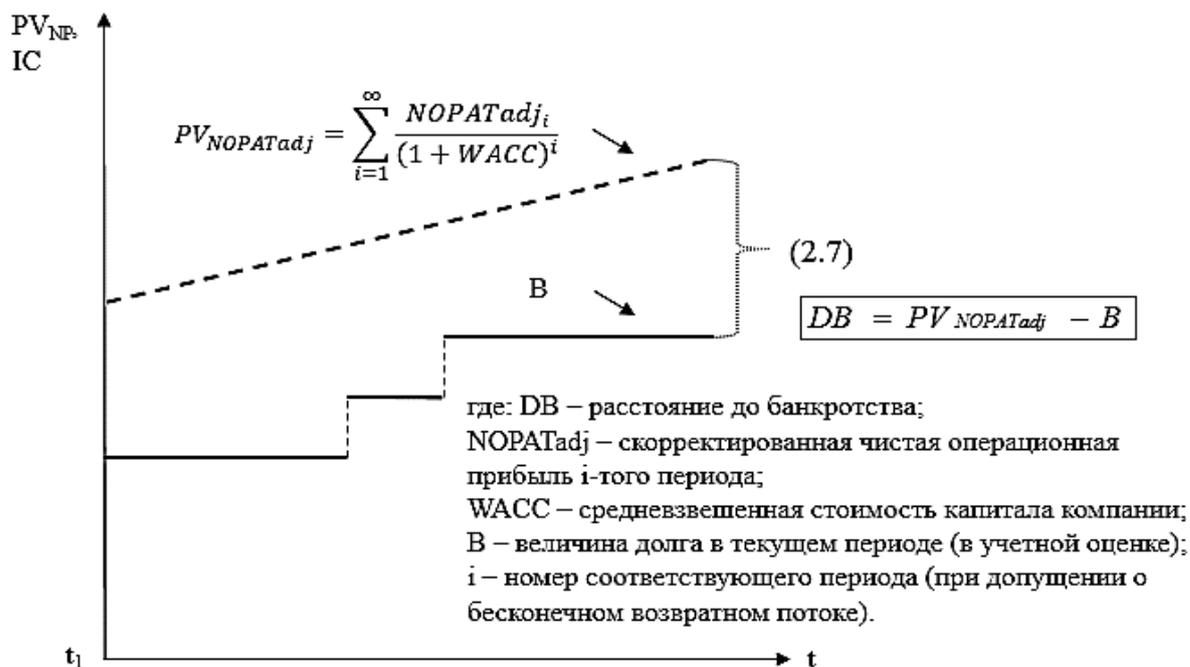


Рисунок 2.9 – Оценка расстояния до банкротства с применением метода капитализации чистой операционной прибыли²⁷¹

Раскроем финансовый смысл формулы 2.7. Как было отмечено выше, величина долга (заемных средств) с позиции собственников может рассматриваться как цена покупки предприятия. Причем речь в данном случае идет о такой цене, которой можно противопоставить *совокупную стоимость*, формируемую не только стоимостью собственного капитала предприятия, но и стоимостью его долга. Однако аналогию со структурными моделями мы предлагаем ограничить исключительно этим утверждением. Механизм принятия решения о дальнейшей судьбе предприятия в данном случае объясняется другим образом. Руководствуясь ключевым инвестиционным правилом²⁷², можно заключить, что решение о банкротстве (в данном случае можно привести аналогию с решением о нецелесообразности инвестиций в кризисное предприятие)

²⁷¹ Сост. автором. Примечательно, что ведущие представители школы прогнозирования банкротства при обосновании возможности реабилитации бизнеса рекомендуют ориентироваться на совокупную стоимость компании. Однако в качестве одного из базовых показателей в этом случае используется не чистая операционная прибыль, а свободный денежный поток. См., например: Altman E., Hotchkiss E. Op. cit. P. 109 – 115.

²⁷² Мы имеем в виду *правило чистой приведенной стоимости*, которое традиционно рассматривается как одно из главных инвестиционных правил (применительно к анализу денежных потоков), востребованных, как для финансовых и реальных инвестиций, так и в оценке бизнеса. См., например: Боди З., Мертон Р. Указ. соч. С. 94.

принимается в том случае, если настоящая стоимость возвратного потока окажется ниже, чем цена, по которой предлагается купить данный поток (величина долга). В этом случае обанкротить предприятие и рассчитаться по имеющимся долгам экономически выгоднее, чем продолжать дальнейшую деятельность.

Существенное различие с предыдущей моделью касается базовых показателей стоимости. В формуле 2.6 речь, по сути дела, идет о стоимости, корреспондирующей с величиной собственного капитала (и, следовательно, с чистой прибылью). В данном случае – о *совокупной стоимости* (и о чистой операционной прибыли, соответственно), позволяя раскрыть концепцию финансовой несостоятельности с позиции достаточного уровня рентабельности *инвестированного капитала*, что более корректно характеризует экономический потенциал предприятия. Оценка расстояния до банкротства методом капитализации чистой операционной прибыли позволяет по-новому переосмыслить концепцию финансовой несостоятельности, сформулированную Э. Альтманом задолго до появления моделей KMV-Мертон. Речь идет о двух взаимосвязанных определениях банкротства, которые, с нашей точки зрения, напрямую коррелируют с комментируемой теоретической моделью финансовой несостоятельности (и формулой 2.7): 1) «банкротство происходит в том случае, когда долги фирмы (в учетной оценке) превышают справедливую стоимость активов, определяемую их доходностью»²⁷³; 2) «фирма становится несостоятельной, когда стоимость активов, соответствующая сумме рыночной стоимости собственного капитала и учетной стоимости долга, падает ниже стоимости долга»²⁷⁴.

Учитывая, что при оценке величины предполагаемых инвестиций (условной цены покупки предприятия) мы исходим из показателя совокупной стоимости, необходимо использовать сопоставимый возвратный поток. Элементом такого потока может выступать чистая операционная прибыль, которую мы с учетом финансового смысла данного показателя предлагаем рассчитывать не по

²⁷³ Altman E. Financial ratios, discriminant analysis, and the prediction of corporate bankruptcy. P. 595.

²⁷⁴ Ibid. P. 595.

традиционной²⁷⁵, а по скорректированной формуле с учетом прочих доходов и совокупного налога на прибыль, как это будет показано далее применительно к задачам мониторинга финансовой стабильности российских предприятий. Следовательно, и соответствующая ставка дисконтирования должна устанавливаться на уровне средневзвешенной стоимости капитала.

Предложенная теоретическая модель финансовой несостоятельности объединяет представления о финансовой структуре фирмы, характерные для концепции оценки корпоративных обязательств Блэка-Шоулза-Мертон, а также углубленный подход к трактовке абсолютной неплатежеспособности. Отметим, что отсутствие развитого корпоративного сегмента фондового рынка в данном случае не является критичным. В частности, не требуются сведения об уровне и динамике рыночной капитализации предприятия (или компаний-аналогов). Кроме того, ставка дисконтирования может быть определена с применением скорректированной модели оценки стоимости капитальных финансовых активов (Adjusted Capital Asset Pricing Model, АСАРМ), как также будет показано далее²⁷⁶.

Таким образом, данная модель соответствует концепции финансовой несостоятельности, а также согласуется с механизмом принятия решения о реструктуризации бизнеса. При этом соответствующая оценка может осуществляться с наименьшими информационными ограничениями, в том числе касающимися рыночной стоимости активов. Поэтому, с нашей точки зрения, именно такой вариант теоретической модели финансовой несостоятельности в наибольшей степени отвечает задачам оценки финансовой стабильности в условиях формирующегося рынка.

²⁷⁵ Как правило, чистая операционная прибыль рассчитывается как операционная прибыль за вычетом скорректированного налога на прибыль, который относится исключительно к операционной деятельности: Иванов В. В., Цытович Н. Н. Указ. соч. С. 123 – 124.

Однако данный порядок вступает в противоречие с целями оценки данного показателя, который, как правило, рассматривается как источник покрытия расходов по обслуживанию инвестированного капитала.

²⁷⁶ Данная модель широко используется в условиях формирующихся рынков, в том числе в Российской Федерации. В отечественной литературе и практике оценки бизнеса традиционно применяется упрощенный вариант АСАРМ, который восходит к работе К. Мерсера: Mercer C. Z. The adjusted capital asset pricing model for developing capitalization rates: an extension of previous build-up methodologies based upon the capital asset pricing model // Business valuation review. December 1989. Vol. 8. № 4. P. 147 – 156. Вместе с тем возможны и другие варианты представления данной модели. Подробнее об особенностях применения АСАРМ см.: Абрамишвили Н. Р., Львова Н. А. Динамическая модель оценки платежеспособности должника: к вопросу разработки стандартов финансового анализа для арбитражных управляющих // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2015. № 38. С. 30 – 41.

2.4 Эвристический подход к оценке финансовой стабильности предприятий

В целях дальнейшего исследования мы предлагаем руководствоваться следующей логикой. Прежде всего, отметим, что эвристический подход к оценке финансовой стабильности предприятий реализуется в эмпирических моделях прогнозирования банкротства, которые не связаны с какими-либо четкими представлениями о теоретической модели финансовой несостоятельности. Это означает, что под «банкротством» в данном случае негласно понимается такое финансовое состояние предприятия, которое (с учетом экспертного мнения и (или) имеющихся статистических сведений) может привести к чрезмерным финансовым затруднениям и дальнейшему прекращению бизнеса. Поэтому в отношении эмпирических моделей, на наш взгляд, корректно говорить о *косвенных признаках финансовой несостоятельности*.

Подчеркнем, что потенциал применения эмпирических моделей в странах с формирующимся рынком, включая Россию, определяется сравнительными преимуществами эвристического подхода, который заведомо более доступен для аналитиков, поскольку в соответствующие модели «изначально сознательно или интуитивно ... вводятся многие ограничения, допущения, которые упрощают решение задачи по достижению поставленной цели»²⁷⁷. Эмпирические модели прогнозирования банкротства, в свою очередь, могут быть финансовыми или комплексными, одновариантными или многовариантными. Среди финансовых моделей в наибольшей степени востребованы одновариантные, предполагающие оценку вероятности финансовой несостоятельности по значению сводного показателя. Комплексные модели преимущественно носят многовариантный характер. Рассмотрим основные методические подходы к формированию данных моделей более подробно.

Прежде всего, обратимся к финансовым моделям. Считается, что первая эмпирически обоснованная система финансовых показателей для оценки вероятности корпоративного банкротства была построена в 1966 г.

²⁷⁷ Иванов В.В., Цытович Н.Н. Указ. соч. С. 20.

Уильямом Бивером²⁷⁸. Исследуемая выборка состояла из семидесяти девяти пар предприятий, половина которых в период с 1954 по 1964 г. потерпела крах (обанкротились, не смогли выплатить дивиденды по привилегированным акциям, объявили дефолт по облигациям или превысили кредитный лимит по банковскому счету)²⁷⁹. Динамический анализ проводился по шести финансовым коэффициентам, наиболее точно отражающим косвенные признаки финансовой несостоятельности (Таблица 2.2).

Таблица 2.2 – Индикаторы финансовой несостоятельности предприятий в модели У. Бивера²⁸⁰

Наименование показателя	Комментарий
Коэффициент достаточности денежного потока (cash flow to total debt)	Отношение суммы чистой прибыли и амортизации к «совокупному долгу» («совокупный долг» здесь и далее рассматривается как сумма заемных средств и привилегированных акций)
Коэффициент рентабельности активов (net income to total assets)	Отношение чистой прибыли к активам
Уровень финансовой зависимости (total debt to total assets)	Доля «совокупного долга» в общем объеме обязательств
Коэффициент покрытия активов собственными оборотными средствами (working capital to total assets)	Отношение собственных оборотных средств к активам (собственные оборотные средства оцениваются как разность оборотных активов и краткосрочных обязательств)

²⁷⁸ Beaver W. H. Op. cit. Данной статье предшествовала неопубликованная диссертация Бивера с одноименным названием: Beaver W. H. Financial ratios as predictors of failure. Ph.D. dissertation. Graduate School of Business, University of Chicago. 1965 (Ibid. P. 74).

²⁷⁹ Максимальный анализируемый период составлял пять лет (финансовая отчетность за пять лет до краха оказалась доступной не по всем предприятиям выборки).

²⁸⁰ Сост. по: Beaver W. H. Financial ratios as predictors of failure // Journal of Accounting Research. Vol. 4. Empirical Research in Accounting: Selected Studies. 1966. P. 78, 81.

Наименование показателя	Комментарий
Коэффициент текущей ликвидности (current ratio)	Отношение оборотных активов к краткосрочным обязательствам
Период обращения собственных оборотных средств (no-credit interval)	Отношение собственных оборотных средств к операционным расходам без учета амортизации

Бивер доказал, что значения финансовых коэффициентов кризисных компаний задолго до краха значительно отличаются от соответствующих значений благополучных, и, следовательно, метод коэффициентного анализа может с успехом применяться в целях прогнозирования банкротства. Однако далеко не все коэффициенты обеспечили одинаковую прогнозную точность. Наилучшие результаты были получены по первым трем коэффициентам и, прежде всего, по коэффициенту достаточности денежного потока²⁸¹. Исследование Бивера привлекло пристальное внимание научного и профессионального сообщества, вызвав масштабную критику. Несмотря на очевидные преимущества *традиционного коэффициентного анализа* (возможность применять экспертные оценки, оценивать вероятность банкротства по общедоступной финансовой информации, простота обоснования и практического применения), были выявлены и серьезные ограничения данного метода.

Во-первых, подобные системы финансовых показателей, как правило, строятся на основе статистических данных. Если анализ проводится в другой стране, по другой отрасли, через продолжительный период времени, ошибочными могут оказаться не только критические значения показателей, но и сами значимые показатели²⁸². Во-вторых, показатели невозможно однозначно интерпретировать: в

²⁸¹ Beaver W.H. Financial ratios as predictors of failure. P. 85, 86.

Любопытно, что в дальнейших комментариях к модели Бивера отмечалось, что более низкая эффективность других коэффициентов можно объяснить с позиции агентской проблемы, а именно менеджеры кризисного предприятия нередко стремятся искусственно улучшить коэффициенты, привлекающие наиболее пристальное внимание кредиторов, включая коэффициент текущей ликвидности. См.: Wilcox J. W. Op. cit. P. 1, 2.

²⁸² Уместно в этом отношении процитировать У. Шарпа, критикующего традиционные подходы к прогнозированию на основе исторических данных: «Я не раз видел эмпирические результаты, которые казались реально надежными до тех пор, пока вы не пробовали применить их к другой стране, другому статистическому методу или иному периоду времени. Возможно, именно поэтому Фишер Блэк говорил, что следует полагаться только на логику и

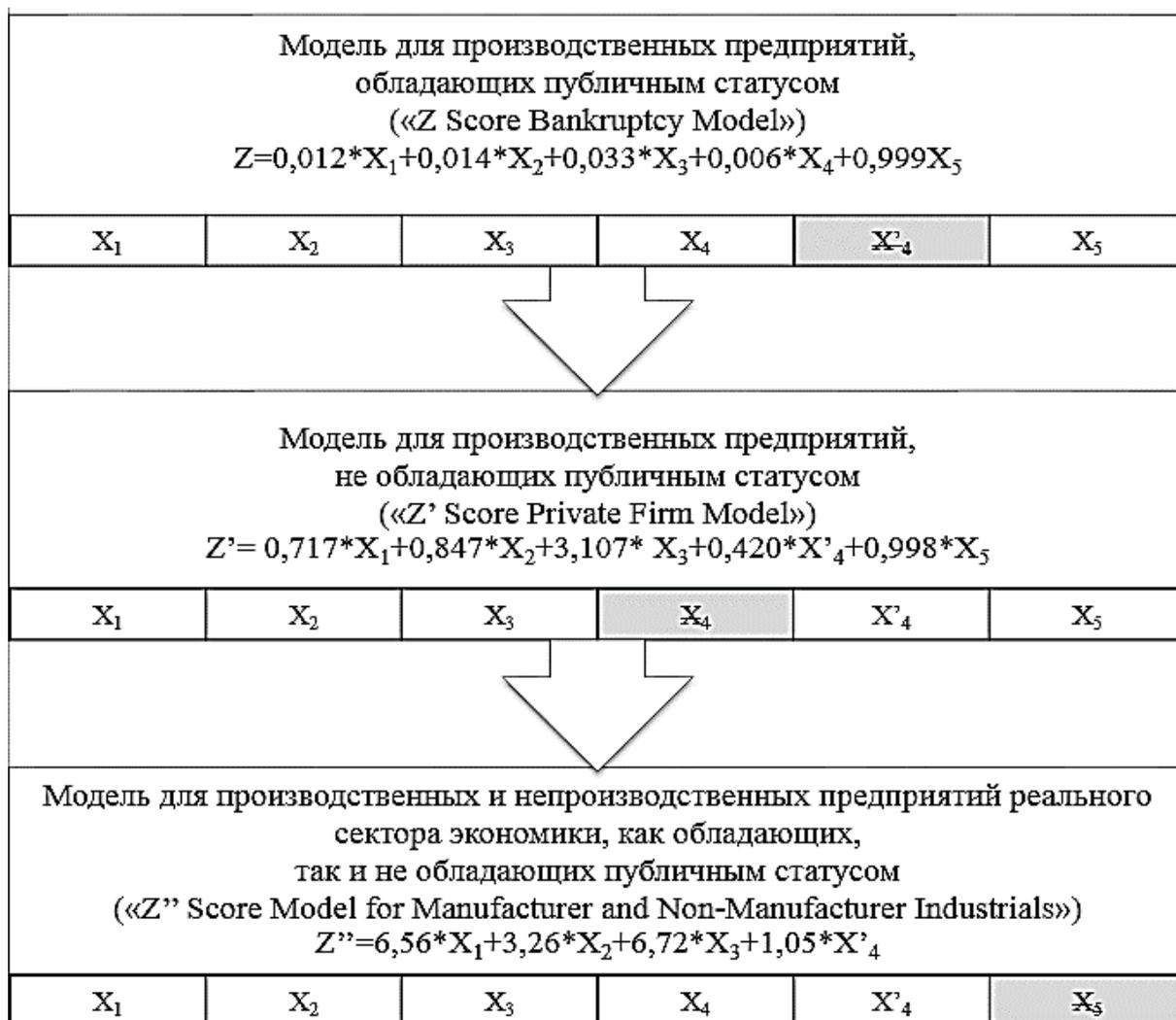
каждом конкретном случае должны тем или иным образом учитываться внешние и внутренние условия бизнеса. Поэтому, как правило, можно сделать только общие выводы о динамике финансового состояния предприятия. В-третьих, значения показателей могут приводить к противоречивым выводам, и у аналитика закономерно возникает потребность в сводном показателе, по значению которого можно с определенной долей условности однозначно судить о вероятности финансовой несостоятельности.

Одним из наиболее жизнеспособных и востребованных методов прогнозирования банкротства, преодолевшим основные ограничения традиционного коэффициентного анализа, стал *мультипликативный дискриминантный анализ*²⁸³. Впервые для прогнозирования корпоративного банкротства данный метод был предложен Эдвардом Альтманом в 1968 г. К настоящему времени разработано множество дискриминантных моделей, отвечающих страновым, отраслевым и другим особенностям бизнеса²⁸⁴. В этом отношении весьма показательна эволюция соответствующих моделей Альтмана, логика которой представлена нами на Рисунок 2.10.

теорию, а о статистических эмпирических результатах лучше забыть». Цит. по: Бернстайн П. Фундаментальные идеи финансового мира: Эволюция. Пер. с англ. 2-е изд. М.: Альпина Паблишер, 2015. С. 97, 98.

²⁸³ Любопытно, что изначально (в 1930-е гг.) мультипликативный дискриминантный анализ нашел применение в исследованиях по естественным наукам.

²⁸⁴ См. подробнее: Altman E., Iwanicz-Drozowska M., Suvas A. Distressed firm and bankruptcy prediction in an international context: a review and empirical analysis of Altman's Z-score model // Proceedings of the 7-th International Risk Management Conference «The Safety of the Financial System. From Idiosyncratic to Systemic Risk». 2014. P. 6 – 7, 25 – 34. URL: <http://people.stern.nyu.edu/ealtman/IRMC2014ZMODELpaper1.pdf> (дата обращения: 12.12.2016); Altman E., Narayanan P. Business failure classification models: an international survey / Choi F. D. S. International finance and accounting handbook. 3rd ed. New York: John Wiley & Sons, 2003. P. 273 – 322.



Примечание

Z, Z', Z'' – показатели вероятности банкротства (вероятность высокая при $Z < 1,8$; $Z' < 1,23$; $Z'' < 1,1$; низкая – при $Z > 2,99$; $Z' > 2,9$; $Z'' > 2,6$); X₁ – доля собственных оборотных средств²⁸⁵ в активах; X₂ – рентабельность активов (по накопленной нераспределенной прибыли); X₃ – рентабельность активов (по операционной прибыли); X₄ – отношение рыночной капитализации к учетной стоимости долга²⁸⁶; X'₄ – соотношение собственного капитала и долга в учетных оценках; X₅ – оборачиваемость активов.

Рисунок 2.10 – Эволюция мультипликативных дискриминантных моделей

Э. Альтмана²⁸⁷

²⁸⁵ Собственные оборотные средства рассчитываются как разность оборотных активов и краткосрочных обязательств.

²⁸⁶ В качестве долга рассматриваются совокупные заемные средства – долгосрочные и краткосрочные.

²⁸⁷ Сост. по: Altman E. Financial ratios, discriminant analysis, and the prediction of corporate bankruptcy. P. 594, 606; Altman E. Corporate financial distress. A complete guide to predicting, avoiding, and dealing with bankruptcy. New York: Wiley Interscience Publications, 1983. P. 122, 124.

Модель первого поколения относится к смешанному типу, поскольку в ее состав, помимо учетных показателей, включен рыночный индикатор (рыночная капитализация), что, очевидно, ограничивает сферу ее практического применения. Более универсальная модель второго поколения основана исключительно на учетных показателях. Однако в ее состав по-прежнему входит коэффициент оборачиваемости активов, который имеет значимую отраслевую специфику. Модель третьего поколения является моделью широкого профиля, что в последующем неоднократно подтверждалось по результатам эмпирических исследований. В частности, в 1995 г. данная модель была успешно протестирована в отношении мексиканских компаний-эмитентов евродолларовых облигаций²⁸⁸. Кроме того, с учетом сведений о кредитных рейтингах S&P 750 американских компаний, была разработана новая модификация модели («модель для формирующихся рынков»), в которой нулевое значение зависимой переменной (показатель вероятности банкротства, EM-счет) было приведено в соответствие с рейтингом дефолта эмитента²⁸⁹.

Модель для формирующихся рынков имеет весьма широкую область применения. Во-первых, ее можно использовать при оценке вероятности банкротства публичных и закрытых компаний различных отраслей. Во-вторых, эквивалентные рейтинги облигаций являются действенной альтернативой нередко ангажированному мнению рейтинговых агентств. В-третьих, соответствующие оценки могут применяться в целях финансовой диагностики компаний, не имеющих кредитного рейтинга, – ситуация, весьма типичная в условиях формирующегося рынка²⁹⁰. Полный перечень значений EM-счета, выступающих «эквивалентами рейтингов облигаций» (bond rating equivalent, BRE), представлен на Рисунке 2.11.

²⁸⁸ Altman E., Hartzell J., Peck M. Emerging markets corporate bonds: A scoring system. NY: Salomon Brothers Inc. 1995.

²⁸⁹ Данное соответствие было достигнуто за счет того, что к имеющимся регрессорам был добавлен свободный член в размере 3,25.

²⁹⁰ Отметим, что *модифицированные эквивалентные рейтинги* (modified BRE) для формирующихся рынков оцениваются на основе американских эквивалентных рейтингов по специальному алгоритму с учетом таких факторов, как валютный риск, риск отрасли, масштаб бизнеса и наличие (отсутствие) обеспечения долга. См.: Altman E. An emerging market credit scoring system for corporate bonds // Emerging Markets Review. 2005. № 6. P. 311 – 323.

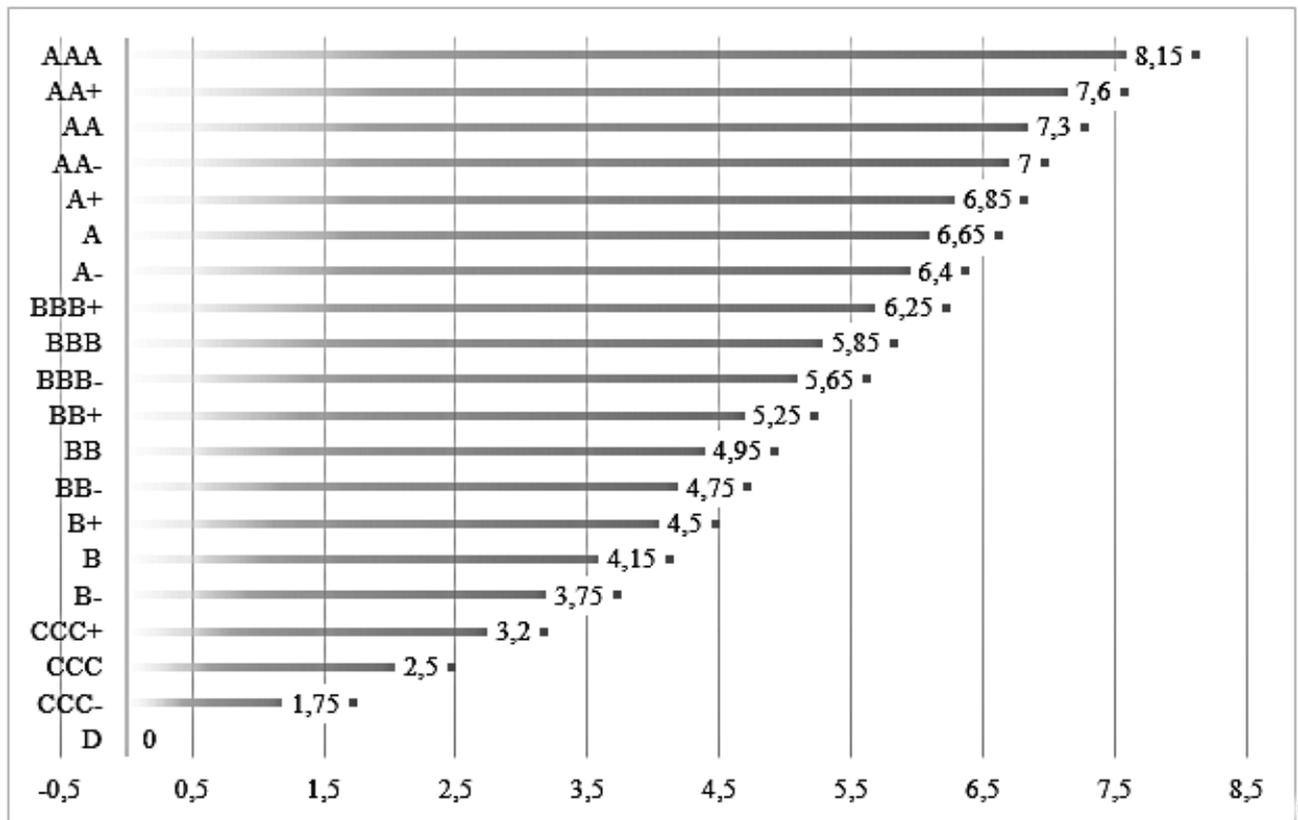


Рисунок 2.11 – Эквиваленты рейтингов облигаций для значений EM-счета²⁹¹

Анализируя *состав финансовых коэффициентов* в модели третьего поколения, который идентичен для обеих ее модификаций, следует отметить, что важнейшими характеристиками финансового состояния предприятия в целях прогнозирования банкротства выступают ликвидность и размер бизнеса (по мнению Альтмана, они отражаются в показателе X_1), рентабельность (X_2 , X_3), а также уровень операционного и финансового риска (X_3 , X_4 соответственно)²⁹². Отметим, что релевантность *размера бизнеса* как значимого фактора корпоративного банкротства в последнее время активно критикуется²⁹³. Однако, несмотря на крах концепции «too big to fail», которая акцентировала внимание на *абсолютных размерах бизнеса*, нельзя, с нашей точки зрения, абстрагироваться от уровня обеспеченности долга предприятия. В этом отношении уместно говорить об

²⁹¹ Сост. Автором по: Altman E. An emerging market credit scoring system for corporate bonds. P. 314.

Указанные значения EM-счета соответствуют нижней границе, начиная с которой присваивается соответствующий эквивалентный рейтинг.

²⁹² Altman E. Financial ratios, discriminant analysis, and the prediction of corporate bankruptcy. P. 594 – 596; Altman E., Iwanicz-Drozowska M., Suvas A. Op cit. P. 4, 5.

²⁹³ Altman E., Hotchkiss E. Op. cit. P. viii, 4.

относительном размере бизнеса, который взаимосвязан с таким важным признаком финансовой несостоятельности, как неоплатность.

Таким образом, ключевые косвенные признаки финансовой несостоятельности предприятий ассоциируются с *неликвидностью, неоплатностью, нерентабельностью и чрезмерным бизнес-риском*²⁹⁴. Примечательно, что обобщение других эмпирических моделей прогнозирования банкротства²⁹⁵ позволяет сделать аналогичный вывод, который будет подробно прокомментирован при обосновании методологии мониторинга финансовой стабильности предприятий. Кроме того, принимая во внимание содержание концепции финансовой диагностики, немаловажно подчеркнуть, что все комментируемые модели Альтмана ориентированы на концепцию корпоративного жизненного цикла²⁹⁶. В частности, финансовый смысл рентабельности активов по нераспределенной прибыли (X_2) подразумевает, что молодые компании менее финансово стабильны, чем более зрелые²⁹⁷.

В целом метод мультипликативного дискриминантного анализа обладает существенными преимуществами в оценке финансовой стабильности предприятий. Следует отметить такие его достоинства, как высокая точность, незначительная зависимость результатов анализа от субъективного фактора, возможность прогнозирования банкротства по общедоступным сведениям, простота применения и интерпретации полученных результатов. Основные ограничения в применении данного метода, как показывает теоретический анализ, заключаются в следующем:

²⁹⁴ Отметим, что в качестве одного из ключевых факторов корпоративного банкротства в иностранной литературе, как правило, применяется термин «леверидж», и комментируемые работы Э. Альтмана здесь не исключение. Данный термин в основном ассоциируется с финансовым риском, который, однако, взаимосвязан с операционным. Так, в моделях Альтмана фактор операционного риска находит косвенное отражение в одном из регрессоров (рентабельность активов по операционной прибыли, X_3), который, по выражению автора, отражает «истинную эффективность активов» без учета факторов налогообложения и финансового риска. Altman E. Financial ratios, discriminant analysis, and the prediction of corporate bankruptcy. P. 595. Следует подчеркнуть, что в целях исследования *бизнес-риск будет рассматриваться в контексте балансовой модели* как совокупный уровень операционного и финансового риска предприятия. В данной трактовке понятие бизнес-риска восходит к исследованиям проф. В. В. Ковалева. В частности, широкая трактовка («производственно-финансового») левериджа во взаимосвязи с представлением о бизнес-риске в контексте бухгалтерского баланса и отчета о финансовых результатах используется в работе: Ковалев В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика. С. 519, 520.

²⁹⁵ Falkenstein E. Op. cit. P. 15.

²⁹⁶ Взаимосвязь диагностики финансовой несостоятельности и корпоративного жизненного цикла отмечают и другие авторы: см., в частности: Гладков И. В. Указ. соч. С. 142 – 144.

²⁹⁷ Altman E. Op. cit. P. 595. Любопытно, что в данном контексте по отношению к предприятию фигурируют такие термины, как «возраст» и «жизнь». Ibid; Altman E., Iwanicz-Drozdzowska M., Suvas A. Op. cit. P. 4.

– Формирование корректной модели требует репрезентативной выборки. Однако корпоративное банкротство, как мы уже неоднократно замечали ранее, является относительно редким событием, что затрудняет задачу обоснования подобных моделей.

– Распределение финансовых характеристик компаний непостоянно: оно меняется со временем и в зависимости от условий бизнеса. Если анализируемая компания находится в другой стране, имеет другую сферу деятельности или, например, не обладает публичным статусом, в отличие от компаний, формирующих выборку, прогноз может оказаться неточным. Таким образом, как минимум необходимо предварительное тестирование модели на предмет ее прогнозной точности.

– Применение метода мультипликативного дискриминантного анализа рекомендуется в условиях умеренной неопределенности, когда вероятность результатов принятия управленческого решения можно оценить с приемлемой точностью. Данное обстоятельство должно учитываться в составе базовых допущений. Кроме того, желательно ознакомиться с результатами предварительного тестирования (при их наличии).

– Результаты оценки могут оказаться в «зоне неопределенности», когда нельзя с приемлемой точностью оценить наступление того или иного события (банкротства или дальнейшего продолжения бизнеса).

С 1980-х гг. серьезную конкуренцию моделям Z-счета составили логит-модели, успешно преодолевая отдельные ограничения дискриминантного анализа, в том числе наличие «зон неопределенности»²⁹⁸. Первая логит-модель, позволяющая получить оценку вероятности корпоративного банкротства с применением функции логистической регрессии, была опубликована Джеймсом А. Олсоном в 1980 г.²⁹⁹ Предшественником Олсона в адаптации моделей бинарного выбора для решения финансовых задач считается Делтон Чессер,

²⁹⁸ Подробнее о преимуществах логит-моделей см.: Данилова Ю.А. Моделирование прогнозирования банкротства предприятий обрабатывающего производства // Аудит и финансовый анализ. 2011. №1. С. 111; Жданов В.Ю., Афанасьева О.А. Модель диагностики риска банкротства предприятий авиационно-промышленного комплекса // Корпоративные финансы. 2011. №4. С. 80.

²⁹⁹ Ohlson J.A. Op. cit. P. 109 – 131.

предложивший логит-модель для оценки кредитного риска заемщика в 1974 г.³⁰⁰ Отметим, что в целях прогнозирования банкротства предприятий активно используются и пробит-спецификации моделей бинарного выбора, основанные на функции стандартного нормального распределения. Пионером в этой области стал Марк Змиевский (1984 г.)³⁰¹.

Несмотря на многообразие современного методического инструментария в отношении прогнозирования банкротства, магистральное направление оценки косвенных признаков финансовой несостоятельности предприятий формируют регрессионные модели и, прежде всего, *дискриминантные и логит-модели*³⁰², которые активно внедряются в аналитическую практику в странах с формирующимся рынком. Однако вопрос о том, какие модели более эффективны в оценке вероятности банкротства, не получил однозначного решения. Согласно одним исследованиям, логит-модели превосходят дискриминантные модели по уровню прогнозной точности³⁰³, согласно другим – ситуация как минимум близко сопоставимая или даже несколько противоположная³⁰⁴. В то же время наиболее часто цитируемыми и в то же время широко применяемыми на практике по-прежнему остаются дискриминантные модели Альтмана, а среди них, как это не удивительно, модель Z-счета³⁰⁵.

В России прогнозирование корпоративного банкротства преимущественно ассоциируется именно с финансовыми эмпирическими моделями. Ранние отечественные модели в этой области датируются не ранее конца 1990-х – начала 2000-х гг. К этому периоду относятся часто упоминаемые в российской литературе

³⁰⁰ Chesser D. Predicting loan noncompliance // The Journal of Commercial Bank Lending. 1974. August. P. 28 – 38.

³⁰¹ Zmijewski M. E. Op. cit. P. 59 – 82.

³⁰² По результатам теоретического анализа наиболее популярными методами прогнозирования банкротства являются мультипликативный дискриминантный анализ и логит-моделирование. Серьезную конкуренцию данным методам составляют нейросетевой анализ, а также анализ условных требований, который используется в структурных моделях финансовой несостоятельности. См.: Jackson R.H.G., Wood A. The performance of insolvency prediction and credit risk models in the UK: A comparative study // The British Accounting Review. 2013. Vol. 45. P. 183 – 202.

³⁰³ См., например: Begley J., Ming J., Watts S. Bankruptcy classification errors in the 1980s: an empirical analysis of Altman's and Ohlson's models // Review of Accounting Studies. 1996. Vol. 1. № 4. P. 267 – 284; Hillegeist S., Keating E., Cram D., Lundstedt K. Assessing the Probability of Bankruptcy // Review of Accounting Studies. 2004. Vol. 9. № 1. P. 5 – 34;

³⁰⁴ Краткий обзор исследований, подтверждающих данное мнение, приводится в работе: Agarwal V., Taffler R. J. Twenty-five years of the Taffler z-score model: does it really have predictive ability // Accounting and Business Research. 2007. Vol. 37. № 4. P. 285 – 300.

³⁰⁵ Altman E., Iwanicz-Drozdowska M., Suvas A. Op. cit. P. 2.

финансовые модели О. П. Зайцевой (1998 г.)³⁰⁶, Г. В. Давыдовой и А. Ю. Беликова (1999 г.)³⁰⁷, А. В. Колышкина (2003 г.)³⁰⁸ и др. В целом прогнозное качество данных и других ранних российских моделей подвергается серьезной критике.

Финансовые модели «нового поколения», как правило, имеют более строгое научное обоснование и характеризуются конкурентоспособным прогнозным потенциалом. Наиболее высокое признание в последние годы получил метод логистической регрессии. Разработан ряд отраслевых логит-моделей прогнозирования банкротства: модель Жданова-Афанасьева для предприятий авиационно-промышленного комплекса (2011 г.), модели Даниловой (2011 г.) и Федоровой-Гиленко-Довженко (2013 г.) для предприятий обрабатывающей промышленности, модель Рыгина для предприятий металлургической отрасли (2013 г.) и др.³⁰⁹

Довольно часто, хотя и далеко не всегда обоснованно, в целях прогнозирования банкротства российских предприятий рекомендуются иностранные модели. Например, чрезвычайно высокой популярностью, как и во всем мире, пользуется Z-счет Э. Альтмана³¹⁰. Корректной альтернативой в этом отношении, заслуживающей, с нашей точки зрения, пристального внимания в целях прикладных исследований финансовой стабильности предприятий, является модель третьего поколения (Z''-счет). Как показали результаты обширного эмпирического исследования, данная модель по-прежнему имеет высокий

³⁰⁶ Зайцева О. П. Антикризисный менеджмент в российской фирме // Аваль. (Сибирская финансовая школа). 1998. № 11-12. С. 66 – 73. Следует отметить, что, благодаря проф. О. П. Зайцевой, широкое применение в отечественной практике прогнозирования банкротства получил метод рейтинговой оценки вероятности банкротства предприятий. Рассматривая преимущества данного метода, необходимо отметить возможность применять экспертные оценки, прогнозировать банкротство по общедоступным финансовым сведениям, а также простоту применения и интерпретации полученных результатов. Однако точность прогноза по рейтинговым моделям существенно зависит от субъективных факторов. Особенно это касается рейтинговых моделей, основанных исключительно на экспертном мнении о составе значимых показателей и критическом рейтинге.

³⁰⁷ Колышкин А. В. Прогнозирование развития банкротства в современной России: Дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.05: СПб, 2003.

³⁰⁸ Давыдова Г. В., Беликов А. Ю. Методика количественной оценки риска банкротства предприятия // Управление риском. 1999. №3. С. 13 – 20.

³⁰⁹ Данилова Ю. А. Указ. соч.; Жданов В. Ю., Афанасьева О. А. Указ. соч.; Рыгин В. Е. Модель оценки риска банкротства предприятий металлургической отрасли // Вестник Южно-Российского Государственного Технического Университета. 2013. № 5. С. 84 – 90; Федорова Е. А., Гиленко Е. В., Довженко С. Е. Модели прогнозирования банкротства: особенности российских предприятий // Проблемы прогнозирования. 2013. № 2. С. 85 – 92. См. подробнее: Львова Н. А. Финансовая диагностика предприятия. С. 74 – 79.

³¹⁰ См. подробнее: Львова Н. А. Финансовая диагностика российских предприятий с применением модели Альтмана для развитых и формирующихся рынков // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2015. № 7. С. 38.

прогнозный потенциал. Тестирование базовой модификации модели проводилось по глобальной выборке компаний из разных стран, включая Россию. Уровень прогнозной точности модели для большинства стран составил около 75%, для некоторых превысив 90%³¹¹.

В этой связи нами было предложено использовать универсальную модель в отношении российских предприятий³¹². В выборку вошли организации, не являющиеся субъектами малого предпринимательства, со средней численностью работников от 15 чел. Оценка агрегированных значений Z'' проводилась в отношении тех видов экономической деятельности, которые на конец анализируемого периода внесли наибольший вклад в произведенный ВВП или, напротив, продемонстрировали снижение выпуска, для сравнения включая сведения по финансовым организациям (Рисунок 2.12).

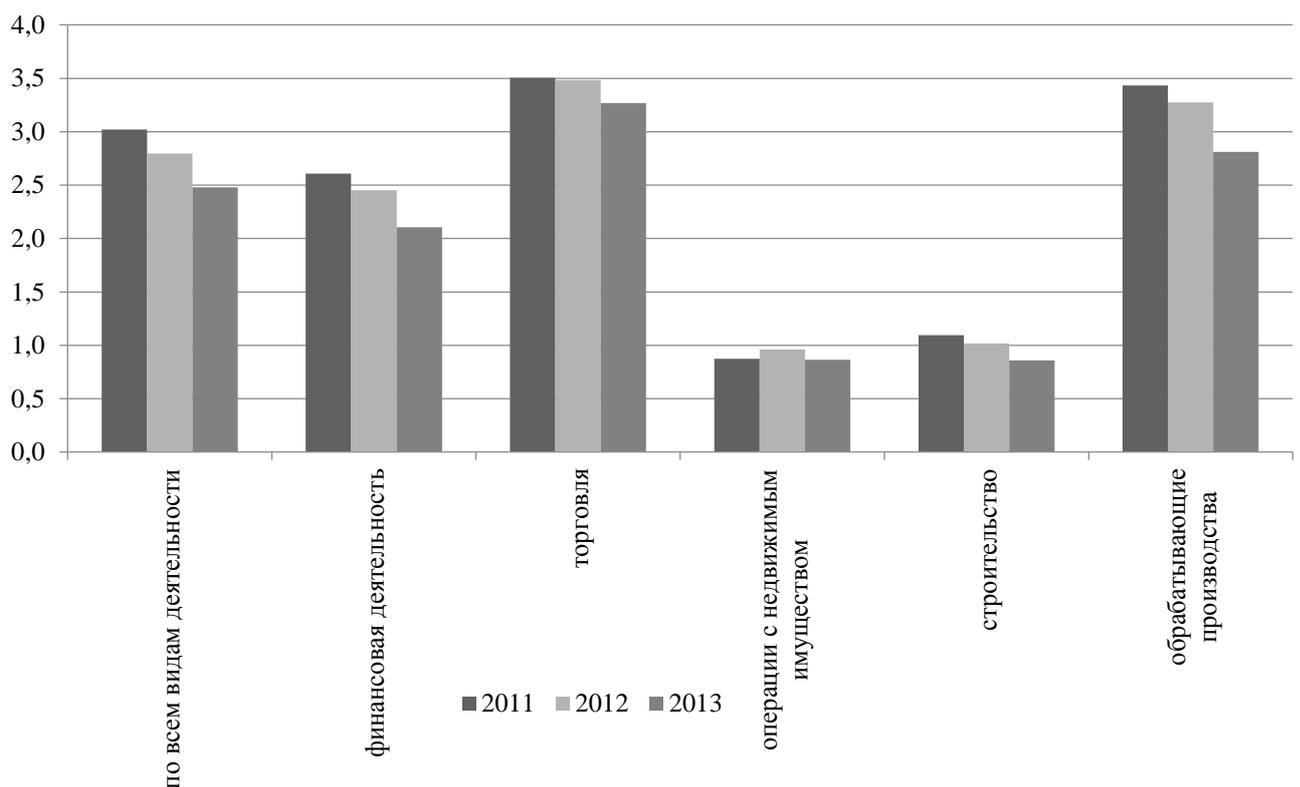


Рисунок 2.12 – Динамика Z'' -счета российских организаций по видам экономической деятельности, 2011 – 2013 гг.³¹³

³¹¹ Altman E., Iwanicz-Drozdowska M., Suvas A. Op. cit.

³¹² Львова Н.А. Финансовая диагностика российских предприятий с применением модели Альтмана для развитых и формирующихся рынков. С. 37 – 45.

³¹³ Сост. автором по: Центральная база статистических данных (далее – ЦБСД).

Было установлено, что в исследуемом периоде вероятность банкротства российских организаций в среднем увеличилась. Наиболее благоприятная ситуация была отмечена в торговле и в обрабатывающей промышленности, наихудшая – в строительной отрасли и в сфере операций с недвижимостью (Рисунок 2.13).

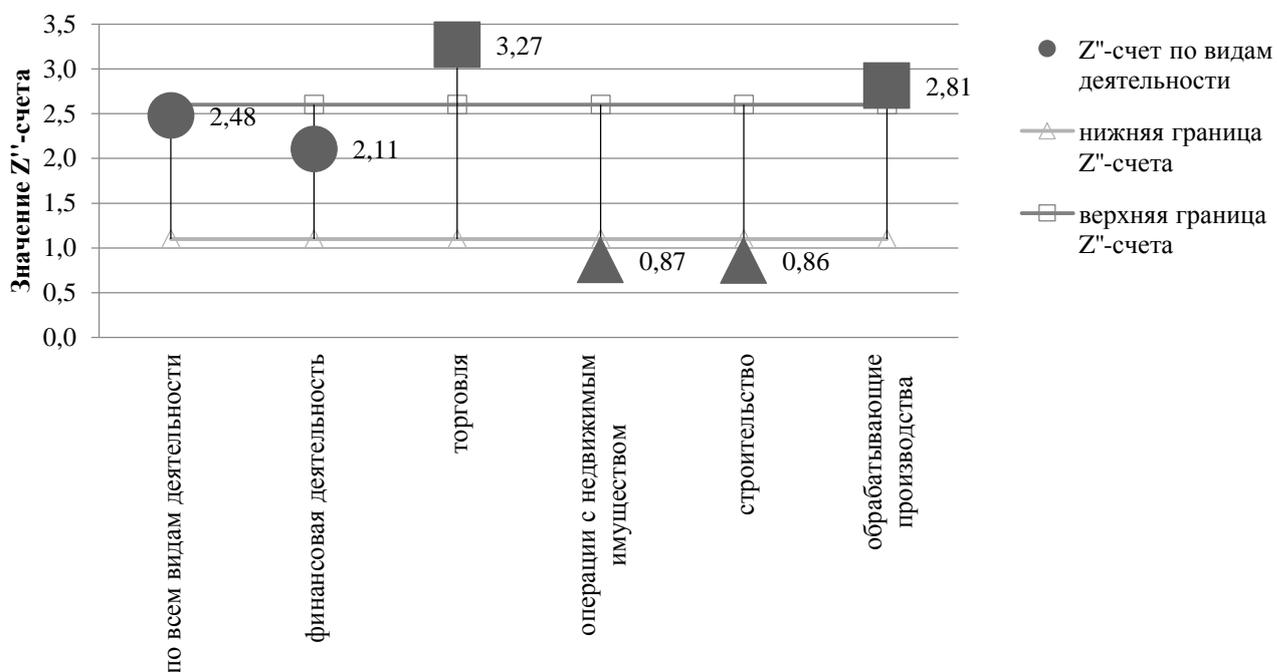


Рисунок 2.13 – Оценка Z'' -счета российских организаций по видам экономической деятельности, 2013 г.³¹⁴

Полученные выводы коррелируют с динамикой банкротств: в последующем периоде количество ликвидированных организаций, в том числе по основаниям, связанным с банкротством, увеличилось (Рисунок 2.14).

³¹⁴ Сост. автором по: ЦБСД.



Рисунок 2.14 – Количество ликвидированных российских организаций, 2013 – 2015 гг., ед.³¹⁵

Что касается отдельных видов экономической деятельности, то полученные прогнозы финансовой стабильности в целом оправданы, как минимум в течение года³¹⁶. В качестве примера рассмотрим динамику сальдированного финансового результата (Рисунок 2.15).

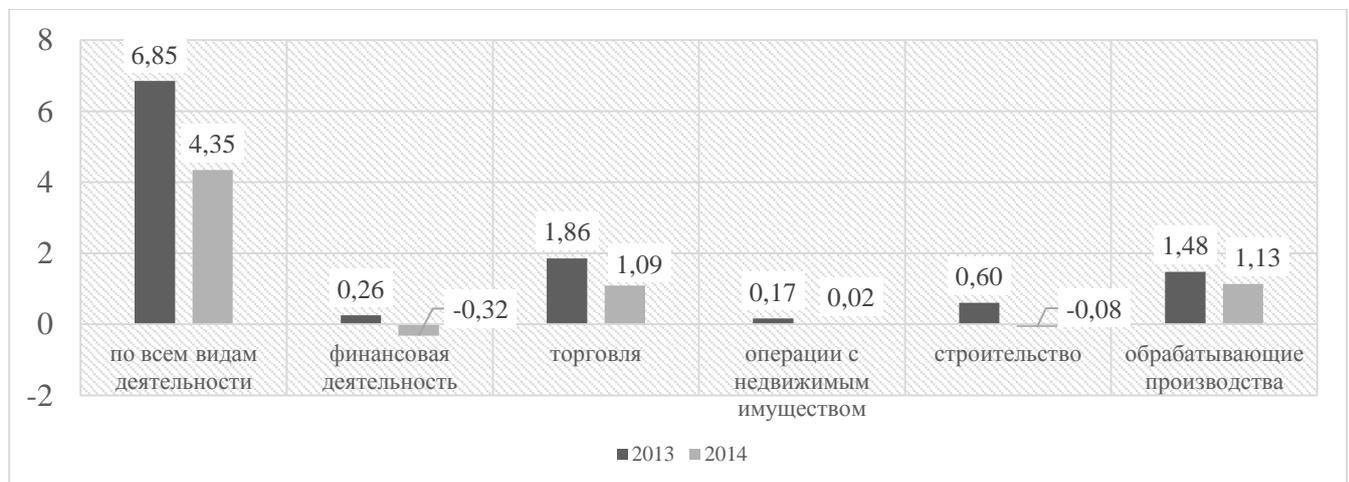


Рисунок 2.15 – Сальдированный финансовый результат российских организаций по видам экономической деятельности, 2013 – 2014 гг., трлн руб.³¹⁷

³¹⁵ Сост. автором по: Сведения о работе по государственной регистрации юридических лиц по состоянию на 01.01.2016; 01.01.2015; 01.01.2014. URL: https://www.nalog.ru/rn78/related_activities/statistics_and_analytics/regstats/ (дата обращения: 12.12.2016).

³¹⁶ Увеличение горизонта прогноза в нестабильных условиях формирующихся рынков представляется некорректным.

³¹⁷ Сост. по: Россия в цифрах, 2016: Крат. стат. сб. М.: Росстат, 2016. URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/b16_11/IssWWW.exe/Stg/d02/24-17.doc (дата обращения: 12.12.2016).

Как и предполагалось, на фоне общего ухудшения экономической конъюнктуры³¹⁸, торговые и обрабатывающие организации чувствовали себя более уверенно. Финансовое состояние строительных организаций, судя по сальдированному финансовому результату, напротив, стало критическим. К нулевой отметке приблизился данный показатель и для организаций, осуществляющих операции с недвижимым имуществом. По итогам 2014 г. строительство и операции с недвижимостью привлекли особое внимание Банка России в отношении тех видов деятельности, которые характеризовались повышенной долговой нагрузкой³¹⁹. Вместе с тем наихудшую динамику сальдированного финансового результата продемонстрировали финансовые организации, что было связано с внешними факторами, которые, как правило, находят в финансовых моделях лишь косвенное и несвоевременное отражение, что в полной мере справедливо и для корпоративного сектора.

Таким образом, далее логично обратиться к комплексным моделям прогнозирования банкротства. Как было отмечено в начале данной главы, истоки методологии финансовой диагностики банкротства предприятий связаны именно с комплексными методами. В настоящее время данные методы востребованы в углубленной оценке косвенных признаков финансовой несостоятельности предприятий. Среди представителей современной школы прогнозирования банкротства в этом отношении необходимо упомянуть Джона Аргенти – автора скоринговой модели А-счета³²⁰. По мнению Дж. Аргенти, кризис, ведущий предприятие к банкротству, имеет *последовательные* стадии, что позволяет особым способом сгруппировать критерии оценки вероятности банкротства, подразделив их на «недостатки», «ошибки» и «симптомы». Балльная оценка данных критериев, формируемая опросным методом, подытоживается кумулятивным значением сводного показателя вероятности банкротства – А-счета (Рисунок 2.16).

³¹⁸ См.: Годовой Отчет Банка России за 2014 г. С. 19. URL: http://www.cbr.ru/publ/god/ar_2014.pdf (дата обращения: 12.12.2016).

³¹⁹ Обзор финансовой стабильности. 2015. № 1. С. 33, 34.

³²⁰ Argenti J. Corporate Collapse. The Causes and Symptoms. London, McGraw- Hill, 1976. 193 p.

Рисунок 2.16 – Агрегированная методика оценки А-счета³²¹

Комплексный подход к прогнозированию банкротства отечественных предприятий реализован в «Методике оценки надежности российских предприятий на основании официальных данных консолидированного баланса и прочей косвенной информации»³²², в рекомендациях по диагностике «болезни фирмы» Я. В. Соколова и М. Л. Пятова³²³, в «системе формализованных и неформализованных критериев» В. В. Ковалева³²⁴ и др.³²⁵

³²¹ Сост. по: Аргенти Дж. Признаки надвигающейся неплатежеспособности / Руководство по кредитному менеджменту: Пер. с англ. / Под ред. Б. Эвардса. М.: ИНФРА-М, 1996. С. 122.

³²² Разработана авторским коллективом под руководством Валдайцева С. В. при участии специалистов Информационно-консультационного центра Санкт-Петербургской торгово-промышленной палаты, 2004. URL: http://nwsa.ru/spec/method/rus_pr (дата обращения: 12.12.2016).

³²³ Соколов Я. В., Пятов М. Л. Указ. соч. С. 209 – 214.

³²⁴ Ковалев В. В. Указ. соч. С. 940.

³²⁵ Отметим, что комплексные методики прогнозирования банкротства российских предприятий разрабатываются и для отдельных отраслей. Например, методика «экспертной оценки несостоятельности» О. П. Зайцевой и А. И. Савиной, предназначенная для предприятий авиатранспорта, предполагает оценку влияния внешних факторов на деятельность компании с учетом уровня инфляции, индекса авиационной безопасности и доли рынка.

Существенным ограничением комплексных моделей прогнозирования банкротства, как правило, является то, что используемые в них показатели изначально не упорядочены по степени значимости, и, следовательно, результаты оценки зачастую невозможно однозначно интерпретировать. Впрочем, как показано выше, и комплексные системы показателей можно обобщить и, тем самым, преобразовать многовариантную модель в одновариантную³²⁶. Другое, пожалуй, более существенное ограничение связано с прогнозным потенциалом данных моделей, уровень которого во многом зависит от субъективного фактора.

В частности, если комплексная модель предполагает применения опросного метода, то, с одной стороны, во многом субъективны мнения респондентов, с другой стороны, выбор вопросов и оценка результатов исследования в значительной степени основаны на субъективном суждении аналитика. Следовательно, точность прогнозов, прежде всего, определяется тем, насколько непредвзяты и профессиональны мнения участников оценки. В результате, комплексные модели не столь универсальны, как финансовые. Обратной стороной данного ограничения является их относительная гибкость, позволяющая более аккуратно учесть, как индивидуальные особенности бизнеса, так и специфику экономической конъюнктуры, далеко не всегда соответствующей строгим допущениям финансовых методов³²⁷.

Таким образом, обоснование и дальнейшее совершенствование комплексных подходов к прогнозированию банкротства представляется одним из наиболее перспективных направлений развития методологии оценки финансовой стабильности предприятий в условиях формирующегося рынка, что должно, с

Зайцева О. П., Савина А. И. Оценка несостоятельности организации на основе финансовой (бухгалтерской) отчетности (на примере предприятий авиатранспорта) // Сибирская финансовая школа. 2005. №4. С. 27 – 34.

³²⁶ Данная задача может быть решена с применением балльной (скоринговой оценки). Простейший алгоритм прогнозирования банкротства в данном случае заключается в следующем: 1) составляются вопросы по различным сферам деятельности компании, как правило, предполагающие двухальтернативные ответы («да» или «нет»); 2) возможным ответам на вопросы присваиваются баллы, формирующие оценку вероятности финансовой несостоятельности; 3) устанавливается критическая с точки зрения угрозы несостоятельности сумма баллов; 4) фактическая сумма баллов, полученная по анализируемой компании, сравнивается с критическим значением.

³²⁷ Львова Н. А. Потенциал субъективного фактора в финансовых исследованиях/ Устойчивое развитие: общество и экономика: Материалы III Международной научно-практической конференции «Устойчивое развитие: общество и экономика» 20-23 апреля 2016 г. / Ред. колл.: О. Л. Маргания, С. А. Белозеров [и др.]. СПб.: Скифия-принт, 2016. С. 460 – 461.

нашей точки зрения, найти отражение и в соответствующей методике мониторинга российских предприятий. Колоссальные и далеко не в полной мере воспринятые финансовой наукой возможности обогащения соответствующей методологии обеспечиваются теорией антикризисного управления, существенное внимание в которой уделяется диагностике корпоративных кризисов. В этом отношении уместно еще раз упомянуть *модели жизненного цикла организаций*.

Обобщая вышесказанное, отметим, что оценка финансовой стабильности предприятий, отвечающая принципам корпоративной финансовой диагностики, должна иметь *апофатический* характер и, в конечном счете, апеллировать к подробно детализированной нами концепции финансовой несостоятельности. Предложенная концепция представляется системообразующим элементом экономического взгляда на природу отношений в сфере банкротства и дальнейшего урегулирования задолженности. Банкротство предприятия в этом случае рассматривается как особое финансовое состояние, взаимосвязанное, но не объединяемое по смыслу с состояниями дефолта и финансовых затруднений. Содержание финансовой несостоятельности, с нашей точки зрения, раскрывается через призму абсолютной неплатежеспособности, которая является формализуемой антитезой абсолютной финансовой стабильности. Развивая существующие методические подходы к прогнозированию банкротства, мы акцентируем внимание на том, что абсолютная неплатежеспособность может рассматриваться как неоплатность, что, однако, является лишь теоретическим допущением. Говоря о финансовой несостоятельности, корректнее, как аргументировано выше, обращаться не к неоплатности, а к мнению рынка о дальнейших перспективах бизнеса. Поэтому прямые признаки финансовой несостоятельности и, следовательно, критерии оценки финансовой стабильности более реалистично могут быть представлены как соотношение оценок стоимости предприятия, полученных при различных допущениях.

Обобщение методов и моделей прогнозирования корпоративного банкротства с учетом специфики их применения позволило обозначить три ключевых вопроса, ответы на которые формируют каркас методологии оценки

финансовой стабильности предприятий, предопределяя вектор дальнейших научных исследований в данной области. *Первый вопрос* касается характера анализируемых показателей (финансовый и комплексный подходы соответственно). *Второй вопрос* относится к виду аналитической модели. Она может быть одновариантной, когда решение о наличии (отсутствии) финансовой стабильности принимается на основе сводного показателя, или многовариантной, когда соответствующая оценка проводится по совокупности итоговых показателей. *Третий вопрос* касается допущения о потенциальной возможности оценки финансовой несостоятельности предприятий.

В отношении третьего вопроса целесообразно, по мнению автора, раскрыть аналитический и эвристический подходы к оценке финансовой стабильности. При допущении о том, что ситуация финансовой несостоятельности может быть задана однозначным оптимальным образом, используется аналитический подход к оценке финансовой стабильности. Если речь идет не о оптимальном, а о приемлемом решении данного вопроса, применяемый методический подход является эвристическим. В первом случае следует говорить о прямых признаках финансовой несостоятельности, которые отражаются в теоретических оценки финансовой стабильности. Во втором – исключительно о косвенных признаках, которые в обобщенном виде присутствуют в эмпирических моделях оценки финансовой стабильности. Зная несложные алгоритмы, финансовую модель можно преобразовать в комплексную, одновариантную – в многовариантную или, наоборот, редуцировать комплексную к финансовой, а многовариантную обобщить. Таким образом, соответствующие методические подходы являются лишь относительно альтернативными. И, следовательно, наиболее пристального внимания в целях исследования требуют аналитический и эвристический подходы к оценке финансовой стабильности.

Вопрос о *теоретической модели финансовой несостоятельности* предприятий, как правило, остается за рамками научного дискурса, что актуализирует развитие методологии научных исследований в данном направлении. В частности, нами выявлено два принципиальных подхода к

построению данной модели. Во-первых, применяется весьма распространенное допущение о том, что финансовая несостоятельность соответствует неоплатности. Смысл банкротства в этом случае, как правило, объясняется на основе динамики стоимости собственного капитала или, что более корректно, чистых активов организации. Во-вторых, внимание уделяется перспективам развития кризисного предприятия в восприятии стейкхолдеров. В этом случае теоретическая модель финансовой несостоятельности формируется на основе соотношения оценок стоимости предприятия, соответствующих разным допущениям (ликвидация или продолжение деятельности). Если стоимость при допущении о ликвидации выше, чем стоимость действующего предприятия, констатируется финансовая несостоятельность. Первый тип теоретических моделей финансовой несостоятельности получил наиболее широкое применение в структурных моделях прогнозирования банкротства. Второй – используется при обосновании решений о корпоративной реорганизации, в том числе в процедурах банкротства.

Нами раскрыты и формализованы базовые типы теоретических моделей финансовой несостоятельности, а также обоснована авторская модель, в которой инвестиционная стоимость предприятия сопоставляется с величиной долга. Данная модель сочетает теоретические аспекты оценки корпоративных обязательств Блэка-Шоулза-Мертон, которые используются в структурных моделях, а также углубленный подход к трактовке финансовой несостоятельности, с точки зрения альтернативных допущений о дальнейшем продолжении или прекращении бизнеса. Особенность модели заключается в том, что она ориентирована на совокупную стоимость предприятия. Кроме того, собственный капитал рассматривается как опцион на покупку активов с ценой исполнения на уровне имеющегося долга. Иными словами, величина долговых обязательств рассматривается как условная цена за предприятие. В соответствии с правилом чистой приведенной стоимости, если эта цена ниже, чем ожидаемый возвратный поток, то банкротить предприятие экономически нецелесообразно, что в контексте предложенной модели позволяет сделать вывод о его финансовой стабильности.

Эмпирические модели прогнозирования банкротства, реализованные в рамках эвристического подхода к оценке финансовой стабильности предприятий, базируются на косвенных признаках финансовой несостоятельности. Таким образом, обобщение и переосмысление наиболее часто используемых в данных моделях показателей позволит более подробно обосновать методологию оценки финансовой стабильности. Особое значение для решения этой задачи имеют финансовые модели, которые по своей сути изначально более универсальны, чем комплексные. Наиболее высоким потенциалом прикладного использования среди них обладают регрессионные учетные модели и, прежде всего, те из них, которые построены с применением мультипликативного дискриминантного анализа. Вместе с тем комплексные модели являются более гибкими, предоставляя широкие возможности развития методологии мониторинга финансовой стабильности предприятий в условиях формирующегося рынка, что и будет реализовано нами далее с учетом выводов о других значимых направлениях финансовой диагностики.

ГЛАВА 3

ПОТЕНЦИАЛ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ КРИЗИСНЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ: УСЛОВИЯ РЕАЛИЗАЦИИ И ФИНАНСОВАЯ ДИАГНОСТИКА

3.1 Особенности функционирования предприятий при угрозе финансовой несостоятельности (банкротства)

Задача исследования особенностей функционирования кризисных предприятий, финансовое состояние которых характеризуется относительно высокой вероятностью банкротства, обращает нас к содержанию *института несостоятельности*, который мы предлагаем рассматривать как совокупность социально-экономических отношений, возникающих в связи с неплатежеспособностью должника и дальнейшим урегулированием задолженности. Специфика современного института несостоятельности и тенденций его дальнейшего развития, в свою очередь, должна быть раскрыта с применением *сравнительно- и конкретно-исторического методов*.

По мнению классика российской цивилистики, проф. И. А. Покровского, «история гражданского права по преимуществу свидетельствует о единстве всемирно-исторического развития и о неустранимой тенденции народов к взаимному общению на почве одинаковых правовых норм»³²⁸. Это позволяет предположить, что институт несостоятельности имеет общие («универсальные») закономерности развития. Вместе с тем развитие национальных институтов не является поступательным, характеризуется специфическими особенностями и далеко не всегда соответствует наилучшей практике, что отчетливо проявляется в странах с формирующимся рынком, для которых характерны эффекты колеи и мультипликация неэффективности. Таким образом, процессы конвергенции, с нашей точки зрения, должны изучаться и учитываться, но не должны при этом абсолютизироваться.

³²⁸ Покровский И.А. Основные проблемы гражданского права. Изд. 4-е, испр. М.: Статут, 2003. URL: <http://civil.consultant.ru/elib/books/23/> (дата обращения: 12.12.2016).

Регламентацию отношений, связанных с невозвратом долгов, можно обнаружить в самых ранних законодательных установлениях. Изначально ответственность банкрота предусматривалась вне зависимости от его вины. Вина предполагалась по умолчанию. Целью института несостоятельности являлось не равномерное распределение имущества должника между кредиторами, а, по весьма точному комментарию К. И. Малышева, «удовлетворение чувства мести ... к неисправному должнику»³²⁹. Обеспечением долга при этом служило не имущество, а сам должник³³⁰. Практически повсеместно практиковалось *долговое рабство*, реализуемое в различных формах. Оно могло заканчиваться по отработке долга, а могло быть бессрчным и, более того, наследственным. Применялись и специальные установления, обусловленные обычаями делового оборота, социокультурными нормами и логикой экономической целесообразности.

Так, в Древнем Вавилоне долговое рабство членов семьи, которое продолжалось три года, освобождало должника от ответственности перед кредитором³³¹. Практика перенесения личной ответственности по долгам на членов семьи несостоятельного должника широко применялась в Древнем Риме³³². В Древнерусском государстве одним из первых официальных документов, регулирующих отношения в сфере несостоятельности, была Русская Правда. И, несмотря на то, что речь идет о гораздо более позднем периоде (XI в. н. э.), «имущественная безопасность, целостность капитала, неприкосновенность собственности обеспечивалась ... личностью»: это означало, что «купец,

³²⁹ Малышев К.И. Исторический очерк конкурсного процесса. Сочинение Кронида Малышева. СПб.: тип. т-ва «Общественная польза», 1871. С. 6.

³³⁰ По Законам XII Таблиц (450 – 451 гг. до н. э., Древний Рим) неплатежеспособному должнику предоставлялось 30 льготных дней для урегулирования задолженности, затем 60 дней он находился в заточении кредитора. Если за этот срок не удавалось найти средства или прийти к мировому соглашению, должник продавался в чужеземное рабство или подвергался смертной казни. См. Таблица III / Хрестоматия по истории Древнего мира. Т. III. Рим. Под ред. акад. В. В. Струве. М., 1953. С. 21 – 33. Сверено и дополнено примечаниями по «Хрестоматии по истории Древнего Рима», под ред. д. и. н. С. Л. Утченко. М., 1962, С. 62 – 72. URL: <http://ancientrome.ru/ius/i.htm?a=1446588975> (дата обращения: 12.12.2016).

³³¹ Ст. 117 Законов вавилонского царя Хаммурапи. URL: <http://www.hist.msu.ru/ER/Etext/hammurap.htm> (дата обращения: 12.12.2016).

³³² Малышев К.И. Указ. соч. С. 5.

торговавший в кредит и ставший несостоятельным по своей вине, мог быть продан кредиторам в рабство»³³³.

Заметим, однако, что отношение к отдельным категориям должников могло быть более лояльным, тогда как другие подвергались явной дискриминации. Данная ситуация, например, прослеживается в Законах Хаммурапи, по которым члены семьи «человека» (то есть члена общины) освобождались из рабства после трех лет отработки долга, однако данное правило не распространялось на остальных рабов³³⁴. В Древней Иудее меры ответственности за нарушение долговых обязательств для соплеменников были значительно менее строгими, чем для «пришельцев»³³⁵. В частности, на седьмой («субботный» для должника) год отработки долга рабов-соплеменников было положено отпускать, еще и снабдив необходимыми для жизни средствами (Втор 15: 12-15). Примечательно, что субботний год для раба мог не совпадать с субботним годом по иудейскому летоисчислению, хотя в последнем случае «братьям» (соплеменникам) было принято прощать долги (Втор 15: 1-11). Правило «всеобщей долговой амнистии», включая прекращение долгового рабства, (которое, впрочем, не распространялось на наложниц) действовало в юбилейный (пятидесятый) календарный год (Левит 25: 39-43)³³⁶. Следует, однако, принимать в расчет, что правила гуманного отношения к должникам по-видимому, соблюдались далеко не всегда и не столь последовательно, как предписывалось³³⁷.

Анализируя данные примеры, нельзя обойти вниманием прообразы современной «долговой амнистии» для несостоятельных должников, в которой всегда, но в абсолютно различных и подчас неожиданных сочетаниях,

³³³ Ключевский В. О. Краткое пособие по русской истории. М.: Рассвет, 1992. С. 43.

³³⁴ Ст. 117 – 119 Законов вавилонского царя Хаммурапи.

³³⁵ См., например: Графский В. Г. Пятикнижие Моисея в истории права и правоведения / Философия права Пятикнижия / Под ред. А. А. Гусейнова и Е. Б. Рашковского. Сост. П. Д. Баренбойм. Сборник статей. М.: Издательство «ЛУМ», 2012. С. 39.

См. подробнее: Год освобождения / Толкование Библии. URL: <http://otveti.org/tolkovanie-biblii/vtorozakonie/15/> (дата обращения: 12.12.2016); Законы об отдельных годах / Толкование Библии. URL: <http://otveti.org/tolkovanie-biblii/levit/25/> (дата обращения: 12.12.2016).

³³⁶ Вопреки распространенному ошибочному мнению, это правило касалось только соплеменников – рабами-иноземцами «владели вечно» (Левит 25: 44-46).

³³⁷ Год освобождения / Толкование Библии. URL: <http://otveti.org/tolkovanie-biblii/vtorozakonie/15/> (дата обращения: 12.12.2016).

объединялись этические и экономические принципы. Вместе с тем, как мы видим, прощение долга имеет очень древние истоки, но, несмотря на это, до сих пор неохотно и неоднозначно воспринимается обществом, что не позволяет сводить исследование института несостоятельности исключительно к экономическому ракурсу.

Разделение личной и имущественной ответственности при несостоятельности происходило очень медленно. Так, ограничения, касающиеся личных взысканий при несостоятельности, стали постепенно вводиться в отношении граждан Эллады и Рима, хотя данный процесс растянулся на столетия (в Древней Греции данные установления были приняты в VIII в. до н. э., в Риме – лишь в IV – III вв. до н. э.)³³⁸. С развитием экономических отношений имущественная ответственность банкрота перед кредиторами по значимости стала вытеснять личную. Параллельно «виновная» несостоятельность, причиной которой являлись злонамеренные или ошибочные действия должника, стала в общественном восприятии отделяться от «несчастной», нечаянной. Одновременно можно говорить и о формировании представлений, касающихся *криминального банкротства*, связанного с различными неправомерными действиями в сфере несостоятельности. В частности, в 326 г. в Риме был принят закон, исключающий личные взыскания к должнику, давшему клятву, что он добросовестно передал кредиторам все имеющееся у него имущество³³⁹.

Отметим также, что на раннем этапе развития института несостоятельности урегулирование задолженности повсеместно происходило при активном участии кредиторов, которые осуществляли прямое взаимодействие с должником, продажу его имущества, распределение вырученных от этого средств и пр. В Средние века подобное «кредиторское управление» процессом несостоятельности сохранилось в Италии и Франции – при банкротстве должника кредиторы приобретали право управления его имуществом с целью возврата причитающихся

³³⁸ См. подробнее: Борисов Ю. Долги наши тяжкие: проблема банкротства физических лиц // Слияния и поглощения. 2003. № 2. С. 78 – 79.

³³⁹ Шершеневич Г. Ф. Римское право / Курс торгового права. Т. IV: Торговый процесс. Конкурсный процесс. М.: Статут, 2003 (Классика российской цивилистики). URL: http://library.brstu.ru/static/bd/klassika_ros_civilizac/Elib/1020.html (дата обращения: 12.12.2016).

им средств. В Италии появились первые мировые сделки³⁴⁰: если большинство кредиторов приходило к соглашению об условиях погашения долга, и данное соглашение утверждалось судом, инцидент с банкротством считался исчерпанным. Вместе с тем мнение должника в этом вопросе не учитывалось, и условия мировой сделки для него были принудительными.

Несмотря на отдельные прогрессивные практики, банкротство в Средневековой Европе, как и на самых ранних этапах развития института несостоятельности, в общественном восприятии смешивалось с криминальными преступлениями. В частности, английская система несостоятельности была основана на *презумпции виновности должника* (ситуация в этом отношении принципиально изменилась лишь в 1706 г.)³⁴¹. В качестве «протообщественного преступления» банкротство рассматривалось в средневековой Испании и позднее (в XVII в.) в Германии³⁴². Любопытно, что неисправный должник в этих странах воспринимался как ослушник государственной власти, а цель конкурсного процесса в первую очередь заключалась в его наказании, а не в эффективном урегулировании задолженности. Еще одна особенность данной системы состояла в чрезмерно высокой роли судебной власти, в силу которой инициировался конкурсный процесс, взыскивалось и реализовывалось имущество должника, удовлетворялись долговые требования³⁴³.

³⁴⁰ Хотя возможность прийти к мирному соглашению с кредитором упоминалась и ранее, в том числе, например, в Законах XII таблиц.

³⁴¹ Kadens E. The Pitkin affair: a study of fraud in early English bankruptcy // American Bankruptcy Law Journal. 2010. Vol. 84. P. 485.

³⁴² Энциклопедический словарь / Брокгауз Ф. А., Ефрон И. А., ред. И. Е. Андреевский. СПб.: Семеновская типография, 1890–1905. П/т. 31. С. 4.

³⁴³ Российский подход к оценке виновной несостоятельности можно назвать смешанным. Вменение должнику вины перед обществом и наказание его как гражданина было несвойственно для отечественного законодательства. Вместе с тем, восприняв в XIX в. нормы западного конкурсного права, российское законодательство в некоторой мере наследовало и историю его развития. Например, несмотря на то что наиболее существенным моментом банкротства считалось злоупотребление доверием кредиторов, о банкротстве говорилось в Уложении о наказаниях уголовных и исправительных в разделе «О преступлениях и проступках *против общественного благоустройства и благочиния*». Впрочем, этап развития института несостоятельности, пройденный Испанией и Германией в Средние века, не миновал Россию в XX в. В период НЭПа разрешение дел о несостоятельности находилось в исключительной компетенции государства. Согласно Декрету ВЦИК и СНК РСФСР от 28 ноябр. 1927 № 123 // Собр. узаконений РСФСР. 1927. Ст. 830, построение ликвидации на принципах равенства, заинтересованности и самостоятельности кредиторов признавалось невозможным, и последние были отстранены от участия в конкурсе. Как отмечалось в публикациях того времени, «советский закон не может руководствоваться исключительно стремлением к удовлетворению законных интересов отдельных кредиторов, а должен иметь в виду прежде всего тот общий экономический результат, который является последствием того или иного способа ведения и разрешения производства по делу несостоятельности. С этой задачей Декрет вполне справился». См.: Раевич С. И. О проекте декрета о несостоятельности // Советское право. 1924. № 3. С. 86.

Примечательно, что в России виновная несостоятельность, напротив, изначально четко отделялась от несчастной. Например, в Судебнике 1550 г. рассматривалось два вида торговой несостоятельности: «без напраснства», если виновный «пропьет или иным каким безумием свой тот товар погубит», и «бесхитростная», когда товар «истонет или сгорит, или рать, или разбой возьмет»³⁴⁴. Соборным Уложением 1649 г. регулировалась торговая и неторговая несостоятельность, причем та и другая подразделялась на несчастную и злостную³⁴⁵. Однако виновные в злостном банкротстве лица торгового звания подлежали более высокой ответственности.

Дальнейшее развитие российского института несостоятельности было связано с отделением умышленной вины – от вины неосторожной. Банкротский устав 1800 г. и впоследствии Уложение о наказаниях уголовных и исправительных 1845 г. различали три вида несостоятельности: несчастную, неосторожную и злостную. Данная классификация «свойств несостоятельности» была заимствованная из французского права³⁴⁶. Интересно отметить, что понятия «банкротства» и «несостоятельности» в российском дореволюционном законодательстве не отождествлялись³⁴⁷, причем вопрос их соотношения являлся предметом активных научных дискуссий³⁴⁸. По законодательству того времени

Свертывание НЭПа привело к тому, что институт несостоятельности прекратил свое существование де-факто, а в начале 1960-х гг. общие нормы о несостоятельности были отменены де-юре (марксистско-ленинское учение исключало кризисы при социализме).

³⁴⁴ Цит. по: Фойницкий И. Я. Курс уголовного права. Часть особенная. Посягательства личные и имущественные. 4-е изд. СПб.: Типография М. М. Стасюлевича, 1901. С. 369.

³⁴⁵ Там же.

³⁴⁶ Несостоятельность считалась *несчастной*, если произошла не по вине должника, а по обстоятельствам, вне воли его лежащим (наводнение, пожар, от которого нельзя было защититься страхованием, мелководье реки, неверные сведения доверенных лиц, несостоявшиеся не по вине должника сделки с третьими лицами). Несостоятельность рассматривалась как *неосторожная*, когда она произошла по вине должника, но без умысла и подлога (недостаточный запас капитала при начале предприятия, отсутствие или неправильное ведение торговых книг, неуказание употребления занятых денег, выдача векселей на большие суммы взамен старых). Несостоятельность квалифицировалась как *подложная* (злонамеренная, злостная) в том случае, когда должник различными способами умышленно осуществлял уменьшение или сокрытие имущества. См.: Энциклопедический словарь / Брокгауз Ф. А., Ефрон И. А., ред. И. Е. Андреевский. СПб.: Семеновская типография, 1890–1905. П/т. 57. С. 202; Шершеневич Г. Ф. Конкурсное право. 2-е изд. Казань: Типография императорского университета. 1898. С. 477 – 478.

³⁴⁷ В современном российском законодательстве термины «несостоятельность» и «банкротство» используются как синонимы. Однако в ряде стран («романо-германская правовая семья») термин «банкротство» понимается, как виновная несостоятельность, и по сей день. В отличие от несчастной несостоятельности виновная несостоятельность классифицировалась законодательствами разных стран как противообщественное (во франко-бельгийской системе) или как направленное на злоупотребление доверием контрагентов (в германской системе).

³⁴⁸ См., в частности: Фойницкий. И. Я. Указ. соч. С. 373 – 377; Шершеневич Г. Ф. Конкурсное право. С. 473 – 477.

было предусмотрено два специфических признака банкротства³⁴⁹. Первым признаком был род занятий должника (банкротом могло быть лицо только торгового звания). Вторым признаком – вина должника, неосторожная или умышленная (неосторожное или злостное банкротство соответственно). Признаком вины банкротство отличалось от «несчастной торговой несостоятельности».

С развитием капиталистических отношений «центр тяжести» в сфере несостоятельности стал повсеместно перемещаться в сторону имущественной ответственности должника и вектора отношений «должник – кредиторы» под надзором судебных органов³⁵⁰. В Новое время главное внимание в конкурсном процессе уделялось «справедливому распределению средств должника». Впрочем, несмотря на это обстоятельство, личные взыскания, включая тюремное заключение³⁵¹, продолжали применяться к банкротам вплоть до XX в.³⁵², что стало одним из факторов развития корпоративной формы бизнеса и принципа юридической самостоятельности организаций³⁵³.

Четкое разграничение легального и неправомерного банкротства и соответствующих форм ответственности способствовало формированию общепринятого представления о том, что банкротство предприятий есть неизбежное *следствие рыночной конкуренции* и риска предпринимательской деятельности, о которого нельзя полностью абстрагироваться. В результате, финансовый смысл института несостоятельности стал позиционироваться как цивилизованный рыночный механизм перераспределения финансовых ресурсов от неэффективных к условно эффективным собственникам. Современное банкротство, основанное на ограниченной ответственности должника, а в случае с предприятиями реализуемое с учетом принципа юридической самостоятельности и,

³⁴⁹ Энциклопедический словарь / Брокгауз Ф.А., Ефрон И.А., ред. И.Е. Андреевский. СПб.: Семеновская типография, 1890–1905. П/т. 5. С. 6.

³⁵⁰ Шершеневич Г.Ф. Конкурсное право. С. 2.

³⁵¹ Первые долговые тюрьмы появились в Венецианской Республике в XVI в. См. подробнее: Борисов Ю. Указ. соч. С. 79 – 81.

³⁵² Там же.

См. также: Чиркова Е.В. История капитала от «Синдбада-морехода» до «Вишневого сада». Экономический путеводитель по мировой литературе. М.: Кейс, 2011. С. 27.

³⁵³ Борисов Ю. Указ. соч. С. 79.

следовательно, имущественной обособленности, является в своем роде *формой прощения долга* (в этом отношении зачастую говорится и о прощении обществом ошибок менеджмента³⁵⁴). Важно подчеркнуть, что долги, непогашенные по причине недостаточности имущества банкрота, фактически аннулируются (к этому вопросу мы обратимся подробнее в следующей главе в контексте исследования теневого института несостоятельности).

Изменение отношения к банкротам, наряду с ограничением ответственности по долгам, было взаимосвязано с новым, *реабилитационным*, вектором развития института несостоятельности. Изначально конкурсный процесс имел исключительно «ликвидационную» направленность: имущество должника распродавалось с целью погашения долговых обязательств. Недостатки такого подхода стали особенно явно осознаваться с развитием промышленного производства и принципа юридической самостоятельности организаций, поэтому в законодательствах развитых стран еще в XIX в. появились отдельные положения, позволяющие предотвратить банкротство должников, положение которых не позволяло их признать финансово несостоятельными³⁵⁵.

Дальнейшее усиление реабилитационной направленности института несостоятельности было связано с процессами концентрации капитала и формирования крупных корпораций. Банкротство таких компаний, очевидно, может оказывать существенное негативное влияние на функционирование

³⁵⁴ Кальварский Г.В. Становление института банкротства в России // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 5. Экономика. 2006. №3. С. 81.

³⁵⁵ Так, например, в Голландии, Бельгии, Италии предусматривалась реструктуризация задолженности (в форме рассрочке платежей). В этом случае к реабилитации должника нередко привлекались кредиторы, которые, таким образом, могли оказать ему консультационную, информационную и другую нефинансовую поддержку. В Англии действовало «предшествующее соглашение о скидке», означавшее, что специально назначенное судом лицо собирало сведения о должнике, созывало собрание кредиторов, и только при отказе от предложенной мировой сделки должник объявлялся несостоятельным. В Российской Империи реабилитационным институтом была администрация, которая учреждалась по добровольному соглашению должника с кредиторами при соблюдении некоторых достаточно жестких ограничений: допускалась исключительно для крупных торговых предприятий, в крупных городах, где была биржа, при условии, что «дефицит баланса» (то есть превышение долгов над собственным имуществом должника) не превышал 50%. См.: Энциклопедический словарь / Брокгауз Ф. А., Ефрон И. А., ред. И. Е. Андреевский. СПб.: Семеновская типография, 1890–1905. П/т. 31. С. 9. Примечательно, что целью администрации в России было не только и не столько обеспечение возможности рассчитаться с кредиторами в наиболее полном объеме, а восстановление финансовой стабильности бизнеса. Администрация проводилась с привлечением независимых лиц (прообраз современных арбитражных управляющих), к которым полностью переходили полномочия по управлению должником. Акцент на реабилитационном значении администрации значительно отличал ее от имеющихся в то время иностранных установлений, направленных на поддержку должника. См.: Кутер М. И., Луговской Д. В., Тхагапсо Р. А. Институт несостоятельности в России: исторический аспект // Экономический анализ: теория и практика. 2008. № 3. С. 7.

отрасли, экономическое состояние региона, развитие национальной экономики. Поэтому институт несостоятельности должен предусматривать специальные механизмы, позволяющие осуществлять антикризисное регулирование, в том числе при угрозе массовых банкротств. Постепенно особое значение приобрели способы, направленные на защиту прав и интересов должника, *восстановление платежеспособности* которого стало одной из приоритетных целей современного конкурсного процесса³⁵⁶. Параллельно происходило развитие института арбитражного управления, и в XX в. отношения «должник – арбитражный управляющий» заняли центральное место при реализации судебных процедур банкротства. Причем наиболее широкое и разнообразное применение принципы арбитражного управления и реабилитации должника получили в отношении корпоративного банкротства.

Усиление реабилитационной направленности института банкротства является международной тенденцией³⁵⁷. Однако, несмотря на явную в этом отношении конвергенцию национальных систем несостоятельности, в законодательствах отдельных стран по-прежнему значимы различия³⁵⁸. В частности, не получила однозначного решения проблема оптимального соотношения реабилитационных и ликвидационных механизмов конкурсного процесса³⁵⁹. С одной стороны, ликвидацию банкротов следовало бы расценить положительно. Применение восстановительных механизмов зачастую экономически неоправданно, поскольку банкротство выводит неэффективные предприятия из числа действующих, в то время как поддержка

³⁵⁶ Калининченко Е.А. Защита должника при несостоятельности (банкротстве) в Великобритании, США, Германии, Франции и России // Вестник ВАС, 2000. № 9. С. 114; Найденев Н. Д., Румянцев А. В., Лиханова Л. Г. Инструменты повышения финансовой устойчивости предприятия в условиях его банкротства: монография. Сыктывкар, 2006. С. 56 – 57.

³⁵⁷ Апевалова Е. А., Радыгин А. Д. Банкротства в двухтысячные годы: от инструмента рейдеров к политике «двойного стандарта» // Экономическая политика. 2009. №4. С. 93; Бештоев М. И. Тенденции развития института банкротства: движение от репрессии – к реабилитации должника // Эффективное антикризисное управление. 2015. № 5. С. 67; Бобылева А. З. Модернизация института банкротства как ключевой фактор повышения эффективности рыночной экономики // Вестник МГУ. Серия 21: Управление (государство и общество). 2010. № 3. С. 41; Бобылева А. З., Жаворонкова Е. Н., Львова О. А., Холина М. Г. О концепции проведения арбитражным управляющим анализа финансово-экономического состояния должника // Имущественные отношения в Российской Федерации. 2015. № 10. С. 71.

³⁵⁸ Карелина С. А. Механизм правового регулирования отношений несостоятельности. М.: Волтерс Клувер, 2008. С. 21 – 22.

³⁵⁹ В целях данного исследования конкурсный процесс мы рассматриваем как синоним дела о несостоятельности.

неплатежеспособных должников ухудшает финансовое состояние кредиторов и, в результате, может дестабилизировать экономическую систему в целом. Если строго следовать данной логике, получается, что применение реабилитационных процедур и методов финансового оздоровления при угрозе несостоятельности не позволяет банкротству выполнять свою главную функцию – санировать экономическую систему и способствовать рыночной конкуренции. С другой стороны, банкротство хозяйствующего субъекта затрагивает интересы многих лиц и, как правило, связано со значительными социально-экономическими издержками. В частности, при ликвидации предприятия требования кредиторов заведомо хуже обеспечены, чем в результате успешных реабилитационных процедур. И, в принципе, если стоимость действующего предприятия выше его ликвидационной стоимости, ликвидация бизнеса экономически нецелесообразна. Таким образом, реабилитационные механизмы конкурсного процесса приобретают весьма существенное значение.

Следует отдельно отметить и весьма интересную точку зрения о том, что решающее или, как минимум, весомое значение в пропорции интересов кредиторов и неблагополучных должников имеет общий уровень экономического развития. Считается, что реабилитационные возможности института несостоятельности в большей степени востребованы в условиях индустриальной экономики и, прежде всего, связаны с наличием специализированных активов, значительно теряющих стоимость в процессе ликвидации предприятий³⁶⁰. Тем не менее, данное предположение до некоторой степени противоречит имеющейся практике, поскольку, во-первых, с развитием экономических отношений национальные системы несостоятельности становятся в целом более продолжниковыми, а, во-вторых, прокредиторская ориентация зачастую рекомендуется для стран, которые не входят в группу развитых³⁶¹.

³⁶⁰ Егоров В. Н., Чернова М. В. Концепция антикризисного управления промышленным предприятием в процедурах банкротства // Финансы и кредит. 2013. № 24. С. 63 – 65. Отметим, что авторство данной концепции принадлежит американским авторам, опубликовавшим результаты своего исследования в 2002 г.: Baird D., Rasmussen R. The end of bankruptcy. John M. Olin Law & Economics Working Paper № 173. 12/02. URL: http://www.law.uchicago.edu/files/files/173.dgb_bankruptcy.end_.pdf (дата обращения: 12.12.2016).

³⁶¹ Бештоев М. И. Указ. соч. С. 64, 67.

Неоднозначность ответа на вопрос о том, в какой пропорции должны соблюдаться интересы кредиторов и испытывающего финансовые затруднения должника, отражается в методических подходах к сравнительной оценке национальных систем несостоятельности, в рамках которой принято в большей степени обращаться к эвристическим методам. В частности, Всемирный банк в этом вопросе апеллирует к сравнениям с «наилучшей практикой» преимущественно на основе профессионального суждения³⁶². Таким образом, формируется консенсус-оценка *сбалансированной системы разрешения неплатежеспособности*³⁶³, которая на приемлемом уровне позволяет разграничить предприятия на две группы: 1) жизнеспособные, но испытывающие финансовые затруднения (требуют реабилитации); 2) нежизнеспособные, то есть, по сути, финансово несостоятельные (должны быть ликвидированы). В то же время обеспечение *баланса* конфликтующих интересов в условиях конкурсного процесса рассматривается в литературе как одна из приоритетных целей современного института несостоятельности³⁶⁴.

Методика рейтингования национальных систем разрешения неплатежеспособности предусматривает два ключевых направления оценки урегулирования отношений при угрозе финансовой несостоятельности: эффективность взыскания задолженности и качество соответствующего нормативного обеспечения (Таблица 3.1).

Таблица 3.1 – Оценка уровня развития национальной системы разрешения неплатежеспособности по методологии Всемирного банка³⁶⁵

№	Направления оценки	Содержание, применяемые методы
1	Оценка эффективности взыскания задолженности	<i>Кейсовый метод, экспертный опрос, анализ статистических сведений по разрешению неплатежеспособности</i>

³⁶² Разрешение неплатежеспособности / Ведение бизнеса в России. URL: <http://russian.doingbusiness.org/methodology/resolving-insolvency>. См. также: Djankov S., Hart O., McLiesh C., Shleifer A. Debt enforcement around the world // Journal of Political Economy. 2008. Vol. 116. №. 6. P. 1105 – 1149.

³⁶³ Ср.: Doing Business 2016. Russian Federation. P. 113. URL: <http://www.doingbusiness.org/~media/giawb/doing%20business/documents/profiles/country/RUS.pdf> (дата обращения: 12.12.2016).

³⁶⁴ Бештоев М. И. Указ. соч. С. 62.

³⁶⁵ Сост. по: Разрешение неплатежеспособности / Ведение бизнеса 2016 [Электронный ресурс]. URL: <http://russian.doingbusiness.org/methodology/resolving-insolvency> (дата обращения: 12.12.2016).

№	Направления оценки	Содержание, применяемые методы
1.1	Временные затраты	Время, необходимое кредиторам для удовлетворения своих требований, лет
1.2	Финансовые затраты	Стоимость процесса несостоятельности, % стоимости имущества должника
1.3	Результат разрешения неплатежеспособности («конечный исход процесса»)	Наиболее вероятный исход разрешения неплатежеспособности, баллов (1 – восстановление платежеспособности, 0 – ликвидация)
1.4	Коэффициент возврата долга	Средний уровень удовлетворенных долговых требований при разрешении неплатежеспособности (при реорганизации, ликвидации или принудительном взыскании задолженности), % ³⁶⁶
2	Оценка уровня нормативного правового регулирования	<i>Балльная оценка национального законодательства с применением индекса эффективности нормативно-правового регулирования, бэнчмаркинг</i>
2.1	Индекс открытия производства	Доступ предпринимателей к процедурам, позволяющим начать реорганизацию или ликвидацию, баллов
2.2	Индекс управления имуществом должника	Условия для распоряжения имуществом должника, баллов
2.3	Индекс процедуры реорганизации	Применение ведущей мировой практики реорганизации, баллов
2.4	Индекс участия кредиторов	Степень участия кредиторов в деле о несостоятельности, баллов

Наиболее уязвимые позиции стран с формирующимся рынком, включая Россию, отмечаются в отношении результата разрешения неплатежеспособности (предприятия при угрозе финансовой несостоятельности, как правило, ликвидируются), фактической обеспеченности требований кредитов, а также институционального климата, качество которого отражается в индексе эффективности нормативно-правового регулирования (Таблица 3.2).

³⁶⁶ В оригинальной методике данный показатель оценивается в центах на доллар долговых требований.

Таблица 3.2 – Сравнительная оценка систем разрешения неплатежеспособности России и стран-участниц ОЭСР по методологии Всемирного банка, 2016 г.³⁶⁷

№	Критерии оценки	Значения для России	Средние значения для стран-участниц ОЭСР
1	Временные затраты, лет	2	1,7
2	Финансовые затраты, % имущества должника	9	9
3	Результат разрешения неплатежеспособности, баллов (1 – наиболее вероятно восстановление платежеспособности, 0 – наиболее вероятно ликвидация)	0	≈1*
4	Коэффициент возврата долга, % ³⁶⁸	41,7	72,3
5	Индекс эффективности нормативно-правового регулирования, баллов (максимальное количество – 16)	11,5	12,1
<p>* Исключения: Чили, Эстония, Греция, Венгрия, Люксембург, Швейцария (0 баллов).</p>			

Оценивая особенности функционирования отечественных компаний при угрозе финансовой несостоятельности, следует отметить, что качество российской системы разрешения неплатежеспособности относительно высоко оценивается на международном уровне. В 2016 г. по данному критерию Российская Федерация занимает 51-е место в глобальном рейтинге Всемирного банка, опережая такие

³⁶⁷ Сост. по: Разрешение неплатежеспособности / Ведение бизнеса 2016 [Электронный ресурс]. URL: <http://russian.doingbusiness.org/data/exploretopics/resolving-insolvency#close> (дата обращения: 12.12.2016).

³⁶⁸ Центр финансовых расследований, образованный на базе Финансового университета при Правительстве РФ, со ссылкой на данные ФНС отмечает, что кредиторам несостоятельных должников в России в среднем возмещается 5,4% задолженности. URL: <http://www.cftrf.ru/uslugi/sudekspertiza.html> (дата обращения: 12.12.2016). Данная оценка существенно отличается от оценки Всемирного банка, поскольку во втором случае речь идет о показателе, учитывающем соответствующие выплаты не только вследствие банкротства, но также в процессах реорганизации, ликвидации и принудительного взыскания задолженности. Подробнее о методологии формирования данного показателя: URL: <http://russian.doingbusiness.org/methodology/resolving-insolvency> (дата обращения: 12.12.2016).

страны с формирующимся рынком, как Бразилия, Индия и Китай³⁶⁹. Однако в этой связи уместно учитывать условность и ограниченность экспертных оценок, которые, в частности, могут быть в большей степени ориентированы на особенности законодательства и в недостаточной степени учитывать реальную ситуацию на практике. Например, российская система несостоятельности, как правило, считается нейтральной, в которой интересы неплатежеспособного должника, кредиторов и других заинтересованных лиц учитываются сбалансированно³⁷⁰. Если говорить о специфике отечественного конкурсного процесса, приходится признать его радикально прокредиторскую направленность³⁷¹. Процедуры банкротства предприятий, как правило, заканчиваются ликвидацией³⁷² (Таблица 3.3).

Таблица 3.3 – Сведения о рассмотрении арбитражными судами РФ дел о несостоятельности (банкротстве), 2008–2013 гг.³⁷³

Наименование показателя	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Поступило заявлений о признании должников несостоятельными (банкротами)	34 367	39 570	40 243	33 385	40 864	31 921
Из них: принято к производству	27 032	35 545	33 270	27 422	33 226	27 351
Завершено производство о несостоятельности (банкротстве)	35 051	30 840	31 195	26 132	30 159	23 721
В том числе: завершено конкурсное производство	20 174	15 604	13 268	11 863	12 869	10 877

³⁶⁹ Рейтинг стран / Doing Business. URL: <http://russian.doingbusiness.org/rankings> (дата обращения: 12.12.2016).

³⁷⁰ Карелина С. А. Указ. соч. С. 21.

³⁷¹ Апевалова Е. А., Радыгин А. Д. Указ. соч. С. 106.

³⁷² Толпегина О. А. Анализ отечественной практики применения процедур банкротства // Эффективное антикризисное управление. 2013. № 5. С. 96.

³⁷³ Сост. по: Справка ВАС РФ о рассмотрении арбитражными судами Российской Федерации дел о несостоятельности (банкротстве) в 2008–2012 гг. / Рассмотрение дел о несостоятельности (банкротстве) в 2008–2012 гг. URL: http://www.arbitr.ru/_upimg/CB8A592FB7F601A714D0C3D5E1C3F00A_8.pdf (дата обращения: 12.12.2016); Сведения ВАС РФ о рассмотрении арбитражными судами Российской Федерации дел о несостоятельности (банкротстве) в 2010–2013 гг. / Рассмотрение дел о несостоятельности (банкротстве) в 2010–2013 гг. URL: http://www.arbitr.ru/_upimg/A0397A1AFD76C6B4E3082E213B98BB5D_11.pdf (дата обращения: 12.12.2016).

Наименование показателя	2008	2009	2010	2011	2012	2013
прекращено производство в связи с утверждением мирового соглашения	126	127	255	376	563	585
Количество дел, по которым проводились процедуры финансового оздоровления и внешнего управления	627	657	999	1080	1014	870

Как видно из таблицы, случаи введения оздоровительных процедур банкротства носят весьма немногочисленный характер. В среднем количество дел, по которым проводились процедуры финансового оздоровления и внешнего управления, составляет 3% по отношению к количеству принятых к производству заявлений. Причем оздоровительные процедуры, как правило, неэффективны: в период с 2008 по 2013 г. восстановление платежеспособности отмечается в среднем лишь в 3% случаев (финансовое оздоровление успешно в 6% случаев, внешнее управление – в 2%) (Таблица 3.4).

Таблица 3.4 – Сведения о проведении оздоровительных процедур в отношении российских организаций, 2008–2013 гг.³⁷⁴

Наименование показателя	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Количество дел, по которым проводилась процедура финансового оздоровления	48	53	91	94	92	67
Из них: прекращено производство по делу в связи с погашением задолженности	6	2	6	7	3	4

³⁷⁴ Сост. по: Справка ВАС РФ о рассмотрении арбитражными судами Российской Федерации дел о несостоятельности (банкротстве) в 2008–2012 гг.; Сведения ВАС РФ о рассмотрении арбитражными судами Российской Федерации дел о несостоятельности (банкротстве) в 2010–2013 гг.

Наименование показателя	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Количество дел, по которым проводилась процедура внешнего управления	579	604	908	986	922	803
Из них: прекращено производство по делу в связи с восстановлением платежеспособности	40	11	14	13	25	15

Итак, в современных условиях угроза финансовой несостоятельности предприятий воспринимается или, по крайней мере, позиционируется как закономерное следствие рыночной конкуренции. Наличие реабилитационных механизмов конкурсного процесса означает, что кризисное, в том числе неплатежеспособное, предприятие потенциально может вернуться к нормальному функционированию, что, впрочем, более характерно для стран с развитой экономикой. Признание банкротства является своеобразной формой долговой амнистии, и в этой связи важно учитывать принцип имущественной обособленности. Несмотря на международные процессы конвергенции, проблема корпоративного банкротства воспринимается и решается неоднозначно в разных юрисдикциях. В этой связи следует учитывать наличие неэффективных институтов, которые, как известно, могут воспроизводиться в течение длительного времени³⁷⁵. В странах с формирующимся рынком системы разрешения неплатежеспособности менее эффективны и сбалансированы. Преодоление разрыва с наилучшей практикой, с нашей точки зрения, невозможно без осознания того обстоятельства, что вопрос о возможности восстановления финансовой стабильности и целесообразности реабилитации предприятий должен иметь экономическое обоснование, требуя адаптации и применения методов и процедур финансовой диагностики при угрозе финансовой несостоятельности.

³⁷⁵ Норт Д.К. Институты и экономический рост: историческое введение // THESIS. 1993. Вып. 2. С. 72. Подробнее данная гипотеза раскрыта и подробно подтверждена в книге: Норт Д., Уоллис Д., Вайнгаст Б. Насилие и социальные порядки. Концептуальные рамки для интерпретации письменной истории человечества / Пер. с англ. Д. Узланера, М. Маркова, Д. Раскова, А. Расковой. М.: Изд. Института Гайдара, 2013. 480 с.

3.2 Признаки и механизм банкротства предприятий

Оценка потенциала финансовой стабильности (реабилитационного потенциала) выступает одной из приоритетных задач финансовой диагностики кризисных предприятий, состояние которых характеризуется повышенной вероятностью банкротства и стремится к абсолютной неплатежеспособности. Специфика данной оценки, в свою очередь, во многом детерминирована действием механизма корпоративного банкротства³⁷⁶. Таким образом, при обосновании методологии оценки потенциала финансовой стабильности кризисных предприятий, мы должны задаться вопросом о том, каковы этапы и типичные особенности развития корпоративного кризиса при наихудшем варианте развития событий, то есть при реализации угрозы финансовой несостоятельности. Конкретизируя данный вопрос, разделим его на две части: во-первых, в каком случае предприятие подлежит процедурам банкротства (прежде всего, речь идет о применении судебных процедур); во-вторых, при наличии каких признаков оно признается абсолютно неплатежеспособным и ликвидируется?

Ответы на данные вопросы определяют два магистральных направления финансовой диагностики кризисных предприятий: оценка признаков банкротства, при наличии которых необходимо внешнее, прежде всего, судебное, вмешательство в урегулирование задолженности, а также оценка возможности восстановления финансовой стабильности в целях решения ключевого вопроса о целесообразности реабилитации и дальнейшего продолжения бизнеса. Еще раз подчеркнем, что многообразие ситуаций, касающихся ответов на поставленные вопросы, задано особенностями функционирования механизма корпоративного банкротства. В этой связи отметим, что целесообразность банкротства предприятий оценивается с применением специальных признаков. В отношении финансовой диагностики, с нашей точки зрения, следует обратить приоритетное

³⁷⁶ В данном контексте банкротство рассматривается как *процесс*. Поэтому термины «механизм приближения к банкротству» (как к особому финансовому *состоянию*) и «механизм банкротства» будут использоваться нами как синонимы.

внимание на три основные релевантные группы таких признаков³⁷⁷: внешние и внутренние, неоплатности и неплатежеспособности, основные и дополнительные. Исследуем содержание признаков банкротства с финансовой точки зрения.

Главное различие между *внешними и внутренними* признаками корпоративного банкротства напрямую связано с особенностями их финансовой диагностики. Внешние признаки, как можно предположить по названию, считаются явными, не требующими проведения специальных аналитических процедур для их установления. Типичный пример – просрочка платежа, позволяющая с достаточным основанием предположить, что должник испытывает проблемы с платежеспособностью. Внутренние признаки – неявные: они объявляются должником или устанавливаются судом, для чего вводятся судебные процедуры банкротства. Другое чрезвычайно важное различие между внешними и внутренними признаками банкротства касается их роли в конкурсном процессе. Внешние признаки позволяют начать дело о банкротстве, внутренние – признать должника несостоятельным³⁷⁸. Раскроем содержание и особенности данных признаков на примере российского законодательства.

Внешним признаком банкротства российских предприятий в общем случае выступает просрочка долга на срок от трех месяцев (для целей законодательства о банкротстве учитываются долги перед контрагентами, по налогам и сборам, а с сентября 2015 г.³⁷⁹ – и перед работниками предприятия)³⁸⁰. В некоторых случаях в качестве дополнительных внешних признаков рассматривают те необходимые

³⁷⁷ В данном случае мы придерживаемся типологии, предложенной проф. В. Ф. Попондопуло. Однако, необходимо отметить, что вопрос о классификации и трактовке признаков банкротства (несостоятельности) является дискуссионным, см., например: Карелина С. А. Указ. соч. С. 70 – 91.

³⁷⁸ Попондопуло В.Ф. Закон «О несостоятельности (банкротстве)»: общая характеристика, комментарии / Федеральный закон № 6-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» от 08.01.1998 (комментарии к закону). СПб.: ТОО ТК «Петрополис», 1998. С. 26.

³⁷⁹ Данное изменение вступило в силу с 29 сентября 2015 г. См.: О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации: федер. закон Рос. Федерации от 29 июня 2015 г. № 186-ФЗ: принят Гос. Думой 10 июня 2015 г.; одобрен Советом Федерации 24 июня 2015 г. Ст. 2, 5. URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=181861&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.37597073088361554#0> (дата обращения: 12.12.2016).

³⁸⁰ О несостоятельности (банкротстве): федер. закон Рос. Федерации 26 окт. 2002 г. № 127-ФЗ: принят Гос. Думой 27 сент. 2002 г.; одобрен Советом Федерации 16 окт. 2002 г. П. 2 ст. 3. URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=201197&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.6200816476968594#0> (дата обращения: 12.12.2016).

условия, которые позволяют подать заявление о банкротстве должника³⁸¹. В частности, согласно отечественному законодательству, просроченные долги предприятия в целях возбуждения дела о банкротстве в совокупности должны составлять не менее 300 тыс. руб., и, если речь идет о задолженности по налогам и сборам, соответствующие требования должны быть подтверждены вступившим в законную силу решением суда, налогового или таможенного органа³⁸².

В силу социально-экономических особенностей отдельных видов бизнеса, для некоторых категорий должников предусмотрены особые внешние признаки. Например, в отношении кредитных организаций закономерно применяется более жесткий принцип: минимальный срок просрочки долга составляет не три месяца, а 14 дней (альтернативный и также специфический критерий в данном случае – недостаточность имущества)³⁸³. Для стратегических предприятий и организаций внешние признаки банкротства более мягкие: комментируемый срок просрочки установлен от 6 месяцев, а совокупный объем просроченных обязательств – не менее 1 млн руб.³⁸⁴ Данные признаки действуют и для субъектов естественных монополий (помимо этого, долговые требования должны иметь необходимое подтверждение)³⁸⁵.

Установление подобных исключений актуализирует вопрос об их экономической целесообразности: в каких случаях это действительно оправданно, а в каких – является примером самопроизвольного регулирования предпринимательской деятельности и следствием ограниченной рациональности лиц, деятельность которых воспроизводит неэффективные институты? Наиболее активную критику в этой связи вызывает антикризисное регулирование государственных корпораций, которые не подчиняются общему порядку

³⁸¹ Эволюция внешних признаков корпоративного банкротства в российском законодательстве, в соответствие с данной трактовкой, представлена в статье: Львова Н. Признаки несостоятельности в российском законодательстве о банкротстве // Юрист и бухгалтер. 2003. № 1. С. 73 – 76.

³⁸² О несостоятельности (банкротстве): федер. закон Рос. Федерации 26 окт. 2002 г. № 127-ФЗ. П. 2 ст. 33; п. 3 ст. 6.

³⁸³ Там же. П. 1 ст. 189.8.

³⁸⁴ Там же. П. 3, 4 ст. 190.

³⁸⁵ Там же. П. 2, 3 ст. 197.

предпринимательской деятельности³⁸⁶, искажая, тем самым, экономические механизмы свободной конкуренции в целом и смысл института несостоятельности в частности³⁸⁷. Представляется, что финансовая диагностика подобных субъектов хозяйствования требует особых подходов с учетом их правового статуса.

Содержание внутреннего признака банкротства российских предприятий заключается в абсолютной неплатежеспособности – Законодатель формулирует данный признак как *неспособность* должника в полном объеме удовлетворить соответствующие долговые требования. Данная неспособность, как отмечено выше, подлежит оценке в условиях конкурсного процесса. Дело о банкротстве может быть инициировано кредиторами или самим должником, и в обоих случаях возможны две альтернативы: наличия или отсутствие абсолютной неплатежеспособности. Следовательно, институт банкротства потенциально может использоваться для реабилитации бизнеса. Отметим, что такая возможность существует только в том случае, когда финансовое состояние должника является кризисным, но нет оснований считать его критическим.

Впрочем, грань между этими двумя финансовыми состояниями предприятиями очень тонкая. Представляется, что механизм приближения предприятия к банкротству можно проиллюстрировать, обратившись к теории самоорганизованной критичности³⁸⁸. В соответствие с законом постепенного накопления изменений, сложная система способна длительное время преодолевать масштабные неблагоприятные воздействия. В то же время далеко не столь критичные события в жизни системы становятся фатальными, вызывая, казалось бы, непредвиденную катастрофу. Данную теорию принято объяснять на примере

³⁸⁶ См., например: Бобылева А. З., Львова О. А. Указ. соч. С. 57; Черненко В. А., Румянцева Т. В. Макроэкономический аспект финансового регулирования экономики // Журнал правовых и экономических исследований. 2016. № 2. С. 201.

³⁸⁷ Апевалова Е., Радыгин А. Указ. соч. С. 109 – 110. См. также: Бобылева А. З. Модернизация института банкротства как ключевой фактор повышения эффективности рыночной экономики. С. 58 – 59; Зубов В., Иноземцев В. «Белые слоны» российской экономики: на что государство тратит деньги // РБК. 31 авг. 2015. URL: <http://www.rbc.ru/opinions/economics/31/08/2015/55e446e69a79477cb07ce9b2> (дата обращения: 12.12.2016). В развитие данной проблематики подробная критика российской финансовой системы представлена в статье: Зубов В., Иноземцев В. Суррогатная инвестиционная система // Вопросы экономики. 2015. № 3. С. 76 – 86.

³⁸⁸ Базовые положения теории изложены в работе: Bak P., Tang C., Wiesenfeld K. Self-organized criticality: an explanation of 1/f-noise // Physical Review Letters. 1987. Vol. 59. № 4. P. 381 – 384.

кучи песка, лавина в которой может быть вызвана лишь одной дополнительной песчинкой. Аналогично, как только совместный эффект неблагоприятных аспектов жизнедеятельности предприятия достигает некоторого порогового значения, обеспечивая критическую вероятность банкротства, усугубление финансовой нестабильности происходит лавинообразно, и реабилитация бизнеса становится невозможной (Рисунок 3.1).

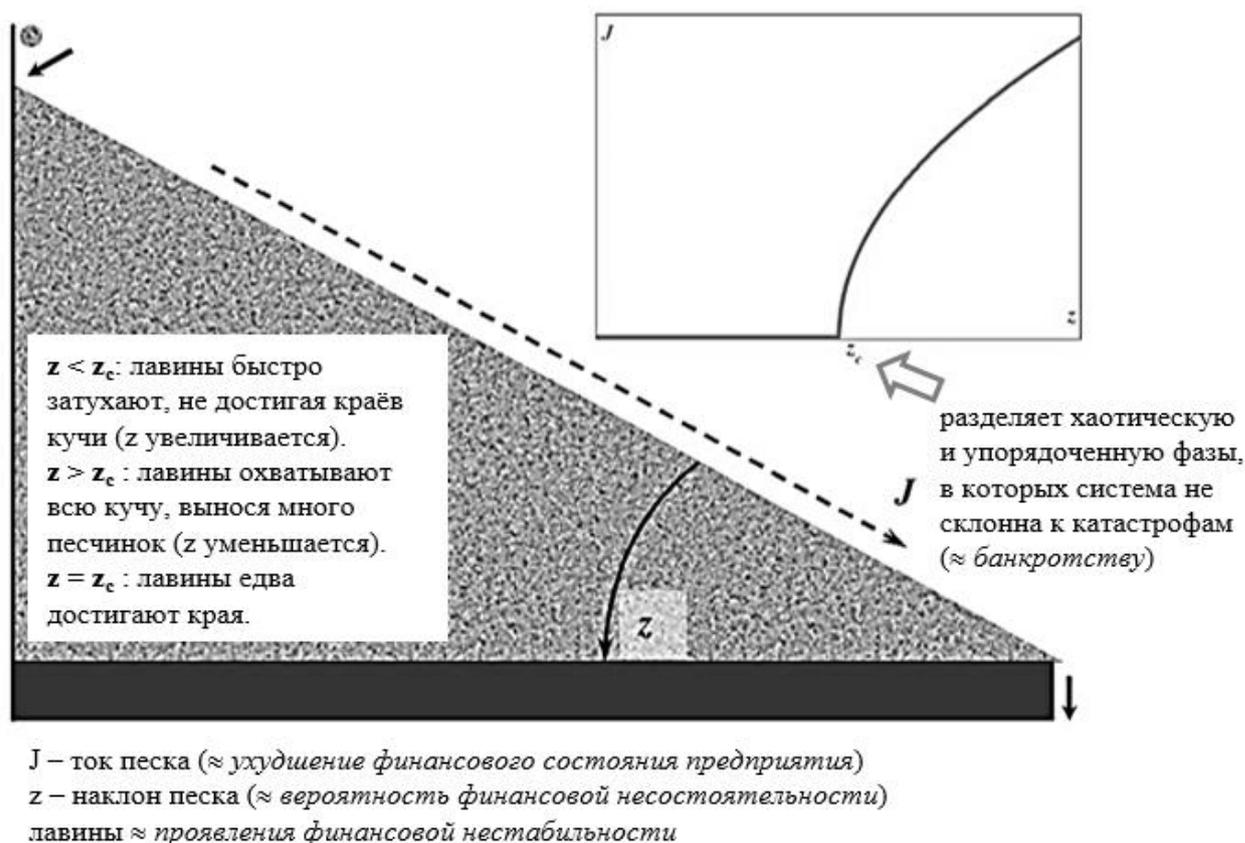


Рисунок 3.1 – Иллюстрация механизма приближения кризисного предприятия к банкротству на примере кучи песка³⁸⁹

Предложенная схема акцентирует значение механизма приближения к банкротству в финансовой диагностике кризисных предприятий. Отметим, что сопоставимая трактовка корпоративных кризисов прослеживается в исследованиях Дж. Аргенти³⁹⁰, что, по мнению автора, актуализирует применение балльной комплексной оценки финансовой стабильности. В этой связи уместно учитывать

³⁸⁹ Сост. по: Подлазов В. А. Теория самоорганизованной критичности – наука о сложности // Будущее прикладной математики: лекции для молодых исследователей / РАН. Ин-т прикладной математики им. М. В. Келдыша. М.: Эдиториал УРСС, 2005. С. 6. URL: <https://mipt.ru/students/organization/mezhpr/arxiv/mezhpred2/podlazov.pdf> (дата обращения: 12.12.2016).

³⁹⁰ Argenti J. Op. cit.

(данный аспект мы отмечали ранее в отношении финансовых признаков кризисной ситуации), что регресс финансового состояния предприятия сопровождается ухудшением финансовой конъюнктуры его деятельности: ужесточаются условия финансирования, сокращаются доступные инвестиционные возможности.

Очевидно, что о специфике финансового состояния должника, как правило, лучше всего осведомлены менеджеры и ключевые собственники, которые могут воспользоваться механизмом корпоративного банкротства заблаговременно, когда шансы восстановить финансовую стабильность предприятия являются в достаточной степени реалистичными. Так, российским Законодателем предусмотрено, что должник имеет право обратиться в арбитражный суд в случае так называемого «предвидения банкротства», когда присутствуют очевидные обстоятельства, позволяющие судить о том, что долги не смогут быть вовремя погашены³⁹¹. Однако данная норма практически не действует, что кардинально противоречит ведущей международной практике³⁹² и, по мнению экспертного сообщества, выступает одной из наиболее существенных проблем функционирования российского института несостоятельности³⁹³.

В некоторых случаях должник обязан объявить о своей несостоятельности, поскольку его дальнейшее функционирование невозможно без нарушения интересов добросовестных контрагентов и других стейкхолдеров (прежде всего, работников и государства в лице кредитора по требованиям, возникающим в связи с налогами и сборами). В частности, по российскому законодательству речь идет о следующих основных ситуациях: если одних долговых требований приведет к невозможности исполнения в полном объеме других долговых требований; если финансовое состояние должника характеризуется признаками неплатежеспособности и (или) недостаточности имущества; если обращение

³⁹¹ О несостоятельности (банкротстве): федер. закон Рос. Федерации 26 окт. 2002 г. № 127-ФЗ. Ст. 8.

³⁹² Институт банкротства: становление, проблемы, направления реформирования / Гонтмахер А. Е., Кузык М. Г., Межераупс И. В., Радыгин А. Д., и др. М.: ИЭПП, 2005. С. 48, 49.

³⁹³ Кован С. Е. Проблемы развития реабилитационного потенциала института банкротства // Эффективное антикризисное управление. 2014. № 2. С. 70 – 71; Кован С. Е., Коцюба Н. В., Ряховская А. Н. Системные проблемы банкротства в России // Эффективное антикризисное управление. 2014. № 4. С. 58 – 59.

взыскания на имущество должника затруднит или не позволит продолжать его хозяйственную деятельность³⁹⁴.

Каким образом смысл комментируемых признаков реализуется в конкурсном процессе? В отношении предприятия, состояние которого характеризуется внешними признаками несостоятельности, может быть возбуждено дело о банкротстве. Однако, как отмечено выше, современный институт несостоятельности предусматривает возможность реабилитации бизнеса. Примечательно, что российские предприятия, находящиеся в процедурах банкротства не обязательно являются банкротами. Статус банкрота приобретает должником одновременно с решением о введении ликвидационной процедуры – конкурсного производства. Впрочем, на международном уровне терминология по данному вопросу не является унифицированной. К примеру, американские компании считаются банкротами с началом соответствующего судебного разбирательства³⁹⁵. В любом случае экономический смысл механизма приближения к банкротству в этом случае не меняется: предприятие, демонстрирующее способность к восстановлению финансовой стабильности, может быть реабилитировано.

В этой связи уместно упомянуть о том, что в составе современных процедур банкротства предприятий можно выделить две важных группы: реабилитационные, направленные на финансовую стабилизацию («реабилитацию», а в терминах российского законодательства – «восстановление платежеспособности») должника, и ликвидационные³⁹⁶. В частности, логика

³⁹⁴ О несостоятельности (банкротстве): федер. закон Рос. Федерации 26 окт. 2002 г. № 127-ФЗ. Ст. 9. Отдельно отметим, что, если руководитель должника так и не обратился в арбитражный суд, и через месяц появились новые долговые требования, то непогашенная часть этих требований подлежит погашению за счет руководителя. Кроме того, если при ликвидации предприятия были выявлены признаки неплатежеспособности и (или) признаки недостаточности имущества, ликвидационная комиссия должна обратиться в арбитражный суд с заявлением должника в течение 10 дней с момента выявления каких-либо из указанных признаков. Подчеркнем, что неисполнение руководителем своей обязанности в необходимых по законодательству случаях подать заявление о признании предприятия банкротом влечет административную ответственность: Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях: федер. закон Рос. Федерации от 30 дек. 2001 г. № 195-ФЗ: принят Гос. Думой 20 дек. 2001 г.; одобрен Советом Федерации 26 дек. 2001 г. П. 5 ст. 14.13. URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=210056&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.10277279927495919#0> (дата обращения: 12.12.2016).

³⁹⁵ Altman E., Hotchkiss E. Op. cit. P. 7.

³⁹⁶ Заметим, что данные группы не исчерпывают всего многообразия процедур. К примеру, в российском законодательстве предусмотрена специальная вводная процедура банкротства – наблюдение, одна из важнейших

отечественного конкурсного процесса основана на решении о «возможности восстановления платежеспособности», наличии которой является обязательным условием введения реабилитационных процедур, как активной (внешнего управления), в которой ключевая роль принадлежит арбитражному управляющему, так и пассивной (финансового оздоровления), как правило, реализуемой при активном участии собственников. Подчеркнем, что решение о потенциале финансовой стабильности должника не является строго формализованным с финансовой точки зрения. Это означает, что мнение заинтересованных лиц о перспективах бизнеса более существенно, чем значения тех или иных финансовых индикаторов, в том числе чистых активов предприятия. В то же время эвристический подход к оценке потенциала финансовой стабильности, позволяющий гибко учесть признаки и механизм корпоративного банкротства, представляется предпочтительным.

Рассматривая процесс приближения предприятия к банкротству, нельзя обойти вниманием такие важные с позиции финансовой диагностики признаки банкротства как *неоплатность и неплатежеспособность*. Данные признаки зачастую принято называть также *критериями* несостоятельности, однако в целях данного исследования мы будем использовать термины «признак» и «критерий» банкротства (несостоятельности) как синонимы. Содержание признаков неоплатности и неплатежеспособности является двойственным. Как и в отношении корпоративного банкротства, должны быть четко разграничены их юридическая и экономическая сущности.

В конкурсном праве дореволюционной России неоплатность определялась как «перевес пассива имущества (по контексту «пассив» в данном случае означает долговых обязательства – *прим. автора*) должника над его активом», а неплатежеспособность ... – как приостановка платежей, обусловленная «недостатком наличных средств к уплате долгов и затруднениями в делах»³⁹⁷. В

задач которой заключается в оценке дальнейших перспектив бизнеса и обосновании решения о выборе последующих процедур банкротства.

³⁹⁷ Свойство несостоятельности / Энциклопедия Брокгауза Ф. А. и Ефрона И. А. (1890–1916). URL: <http://www.brocgaus.ru/text/089/720.htm> (дата обращения: 12.12.2016).

современном российском законодательстве признаки неоплатности и неплатежеспособности не были четко определены до 2009 г., что обеспечивало предмет активных дискуссий. В последующем были введены следующие определения³⁹⁸: неоплатность (в терминах российского Законодателя «недостаточность имущества») рассматривается как превышение размера долга (в строгом смысле отдельных видов обязательств, и, что примечательно, перечень данных обязательств на данный момент не гармонизирован с определением признаков банкротства предприятий) над стоимостью имущества должника; неплатежеспособность – как прекращение выплат по долговым обязательствам в связи с недостатком денежных средств, которая предполагается по умолчанию³⁹⁹.

Подчеркнем, что юридическая трактовка признаков неоплатности и неплатежеспособности подчиняется логике Законодателя, в том числе по вопросам видов долговых обязательств, которые могут учитываться при рассмотрении данных признаков. Кроме того, соблюдение формальных критериев, позволяющих сделать предварительный вывод об анализируемой ситуации, является более важным, чем фактическое финансовое состояние должника. В частности, допускается добросовестное поведение должника⁴⁰⁰, которое означает, что наличие просроченных долгов возможно только в том случае, когда предприятие не располагает денежными средствами, что, однако, далеко не всегда соответствует хозяйственной практике.

С экономической точки зрения, вид долговых обязательств для установления наличия или отсутствия признаков неоплатности и неплатежеспособности не имеет принципиальной значимости. Поэтому в анализе уровня достаточности имущества долговые обязательства рассматриваются в совокупности. Данный принцип применяется и в анализе платежеспособности,

³⁹⁸ О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации: федер. закон Рос. Федерации от 28 апр. 2009 г. № 73-ФЗ: принят Гос. Думой 17 апр. 2009 г.; одобрен Советом Федерации 22 апр. 2009 г. П. 1 ст. 3. URL:

<http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=173458&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.31279224298992503#0> (дата обращения: 12.12.2016).

³⁹⁹ Ср.: ст. 2 действующего федер. закона «О несостоятельности (банкротстве)».

⁴⁰⁰ Любопытно в этой связи процитировать утверждение проф. Г. Ф. Шершеневича о том, «банкрота не должно разуметь бесчестным человеком, ибо честность и безчестие не в звании банкрота состоит, но единственно в поступках, которые привели человека в банкротство». Шершеневич Г. Ф. Конкурсное право. С. 66.

однако учитывается срок задолженности (приоритетное внимание уделяется краткосрочным обязательствам), а также наличие (отсутствие) просроченных требований. В то же время финансовая диагностика, которая должна быть подчинена экономической концепции банкротства и, следовательно, экономической трактовки комментируемых признаков, не может довольствоваться допущением об отсутствии денежных средств при наличии просроченного долга. Необходима оценка *фактического уровня* платежеспособности (или данного уровня с учетом допущений, соответствующих финансовым особенностям предприятия).

Анализируя роль признаков неоплатности и неплатежеспособности в функционировании механизма корпоративного банкротства, следует отметить, что данные признаки могут использоваться для признания должника несостоятельным и в этом смысле выступать *основными* критериями несостоятельности. Интересно отметить, что в дореволюционный период *основным признаком* несостоятельности предприятий выступала неоплатность, что даже по меркам того времени не соответствовало прогрессивной международной практике⁴⁰¹. Вместе с тем первый в Новейшей истории России Закон «О несостоятельности (банкротстве) предприятий» (далее – Закон о банкротстве 1992 г.) вновь был основан на критерии неоплатности.

В соответствии с данным законом, несостоятельность рассматривалась как «признанная арбитражным судом или объявленная должником неспособность удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам в связи с превышением обязательств должника над его имуществом или в связи с неудовлетворительной структурой баланса должника»⁴⁰². Неудовлетворительная структура баланса в данном случае понималась как «недостаточная степень ликвидности» активов, не позволяющая поддерживать платежеспособность предприятия⁴⁰³. Отметим, что оценка признака неоплатности проводилась по

⁴⁰¹ См. подробнее: Шершеневич Г.Ф. Конкурсное право. С. 75, 78 – 82. Заметим, что несмотря на это обстоятельство, институт корпоративного банкротства был жизнеспособен и имел достаточно широкое применение. Кутер М.И., Луговской Д.В., Тхагапсо Р.А. Указ. соч. С. 7.

⁴⁰² О несостоятельности (банкротстве) предприятий. Преамбула.

⁴⁰³ Там же.

бухгалтерскому балансу должника, причем необходимые для финансовой диагностики сведения рассматривались по итогам одного отчетного периода.

С нашей точки зрения, признание признака неоплатности в качестве основного критерия несостоятельности отражает преемственность ранней советской концепции банкротства, а именно: акцент на отношениях «должник – государство». Согласно Закону о банкротстве 1992 г., решение о банкротстве предприятия принималось при соблюдении одного из двух условий: 1) размер долга превышал размер актива или, другими словами, чистые активы были отрицательны, а запас прочности в отношении обеспеченности долговых требований отсутствовал; 2) «структура баланса» не отвечала критериям достаточной степени ликвидности, что несколько сближало оценку признаков неоплатности и неплатежеспособности. Следовательно, финансовая диагностика была необходимым элементом функционирования механизма банкротства, и от ее результатов зависела дальнейшая судьба кризисного предприятия.

Чрезвычайно высокая роль государства системе несостоятельности была обусловлена тем, что подготовка заключений о состоянии баланса должника осуществлялась Федеральным управлением по делам о несостоятельности (банкротстве) (далее – ФУДН)⁴⁰⁴. Применение экономически необоснованной методики оценки критериев удовлетворительной структуры баланса, критические значения которых не соответствовали хозяйственным реалиям, обеспечивало широкие возможности для произвольного и недобросовестного манипулирования инструментами урегулирования проблемной задолженности. Вместе с тем недобросовестные должники могли годами демонстрировать неплатежеспособность, искусственно поддерживая баланс в «удовлетворительном» состоянии⁴⁰⁵.

⁴⁰⁴ Изначально для этих целей предполагалось создать «орган независимой экспертизы», а компетенцию ФУДН ограничить федеральными государственными предприятиями, а также предприятиями с долей участия РФ, превышающей 25%. См.: О некоторых мерах по реализации законодательства о банкротстве: постановление Правительства Рос. Федерации от 20 мая 1994 г. № 498 (утратило силу). П. 5. URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=39034&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.754024166712584#0> (дата обращения: 12.12.2016). Однако данная инициатива осталась в проекте, а идея создания независимой экспертной организации так и не получила практического воплощения.

⁴⁰⁵ Подробнее комментируемая методика и особенности ее применения проанализированы в работе: Львова Н.А. Финансовая диагностика предприятия. С. 120 – 123.

Начиная с 1998 г., основным признаком банкротства российских предприятий для общего случая⁴⁰⁶ выступает признак неплатежеспособности. В результате, решение арбитражного суда о признании должника несостоятельным напрямую не связано ни с уровнем обеспеченности долга, ни с тем или иным финансовым показателем. Основанием для банкротства и последующей ликвидации бизнеса, как отмечалось выше, выступает неспособность должника погашать долговые обязательства, которая ассоциируется с так называемой «невозможностью восстановления платежеспособности».

Принятие неплатежеспособности в качестве основного признака несостоятельности соответствует ведущей международной практике⁴⁰⁷. В основе соответствующей правовой доктрины лежит допущение о том, что продолжение бизнеса при наличии систематической неплатежеспособности недопустимо⁴⁰⁸. Вместе с тем признак неоплатности не теряет своей практической значимости, выступая дополнительным основанием решения о банкротстве предприятий, то есть как дополнительный критерий несостоятельности⁴⁰⁹. В этом случае необеспеченность долга рассматривается как очевидный симптом абсолютной неплатежеспособности. И, напротив, достаточность имущества, которая отражается в наличии положительных чистых активов, теоретически расценивается как значимый аргумент в пользу реабилитации бизнеса.

Таким образом, основные направления финансовой диагностики кризисных предприятий обусловлены динамикой развития неблагоприятной ситуации (финансовых затруднений), которая взаимосвязана с особенностями финансово-хозяйственной деятельности при угрозе финансовой несостоятельности. Исследование механизма и признаков приближения предприятий к банкротству позволяет сделать вывод о том, что приоритетное значение в данном случае имеют

⁴⁰⁶ В существующей системе есть исключения, которые, в частности, касаются кредитных организаций.

⁴⁰⁷ Данное утверждение уместно аргументировать позицией Всемирного банка, которая проявляется в методологии оценки национальных систем несостоятельности. URL: <http://russian.doingbusiness.org/methodology/resolving-insolvency> (дата обращения: 12.12.2016).

⁴⁰⁸ Телюкина М.В. Комментарий к Федеральному закону от 26.10.2002 №127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» (постатейный). С. 11. URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=CMB;n=5264> (дата обращения: 12.12.2016).

⁴⁰⁹ Попондопуло В.Ф. Указ. соч. С. 26.

два направления финансовой диагностики: *диагностика неплатежеспособности*, поскольку именно этот признак, как правило, является основным критерием несостоятельности предприятий, а также *оценка реабилитационного потенциала*, которая необходима для решения вопроса о целесообразности антикризисного управления. Следовательно, специфика финансовой диагностики кризисных предприятий должна быть раскрыта, во-первых, в отношении выявления признаков неплатежеспособности, а, во-вторых, с позиции оценки перспектив реабилитации бизнеса.

3.3 Выявление признаков неплатежеспособности предприятий

Финансовая диагностика неплатежеспособности предприятий, с нашей точки зрения, в первом приближении должна апеллировать к тем методическим подходам, которые применяются в анализе и оценке платежеспособности. Отдельного внимания, в частности, требует вопрос о трактовке термина «платежеспособность», содержание которого интерпретируется по-разному. Так, предметом активных дискуссий в отечественной литературе является соотношение понятий платежеспособности и ликвидности, а также платежеспособности и финансовой устойчивости предприятий⁴¹⁰. Вместе с тем, с нашей точки зрения, следует начать с вопроса о том, какое базовое допущение о дальнейшем функционировании предприятия используется в оценке платежеспособности⁴¹¹. В этом отношении речь может идти о потенциальной ликвидации бизнеса или о дальнейшем (и в целом бессрочном) продолжении финансово-хозяйственной деятельности, что корреспондирует с альтернативными концепциями жизни предприятия.

⁴¹⁰ См., например: Швецов Ю. Г., Сабельфельд Т. В. К вопросу о соотношении понятий «ликвидность» и «платежеспособность предприятия» // Финансы. 2009. № 7. С. 59; Пятов М. Л. Оценка платежеспособности: терминология и показатели // БУХ 1С. 2012. № 4. URL: <http://buh.ru/articles/documents/14919/> (дата обращения: 12.12.2016).

⁴¹¹ Проблема неоднозначности методических подходов к оценке платежеспособности с учетом альтернативных допущений о жизни предприятия раскрыта в работе: Соколов Я. В., Пятов М. Л. Указ. соч. С. 174, 175. Данная проблема обсуждается и в более поздних публикациях М.Л. Пятова в контексте информационных возможностей бухгалтерского баланса. См. подробнее: Пятов М.Л. Анализ платежеспособности: предлагаемые методы // БУХ 1С. 2011. № 10. URL: <http://buh.ru/articles/documents/14832/> (дата обращения: 12.12.2016); Пятов М.Л. Теории баланса и их значение для практики // БУХ.1С. URL: <http://buh.ru/document.jsp?ID=942> (дата обращения: 12.12.2016).

Выбор комментируемого допущения не только отражается в трактовке платежеспособности, но и закономерно влияет на финансовый смысл анализируемых показателей⁴¹². Допущение о ликвидации предприятия обращает нас к оценке платежеспособности на основе сопоставления совокупного долга и стоимости активов. Последняя выступает оценкой той суммы средств, которая может быть получена при распродаже имущества должника в условиях ликвидации. Причем, руководствуясь логикой процесса ликвидации, срок отдельных требований не учитывается, а в составе активов переоценке подлежит исключительно собственное имущество предприятия, которое в принципе может быть реализовано. Следует, однако, отметить, что в литературе и в аналитической практике преобладает трактовка платежеспособности, которая основана на допущении о непрерывности бизнеса. Данная трактовка означает, что а) активы предприятия не подлежат распродаже и будут использоваться в финансово-хозяйственной деятельности; б) долги погашаются в установленном порядке, то есть в соответствии с теми сроками, которые установлены договорами с контрагентами и работниками, а также соответствуют требованиям, связанными обязанностью по уплате обязательных платежей (налогов и сборов).

Учитывая исследуемую проблематику, следует задаться вопросом о том, какая трактовка платежеспособности предприятия является релевантной при выявлении признаков неплатежеспособности? Обратившись к содержанию критериев несостоятельности, которое было раскрыто нами ранее, мы приходим к очевидному выводу: признаку неоплатности (недостаточности имущества) соответствует допущение о возможной ликвидации бизнеса, в то время как признаку неплатежеспособности – допущение о непрерывности деятельности. Другими словами, основным, с позиции допущения о жизни предприятия, альтернативным трактовками платежеспособности в финансовой науке можно противопоставить *устойчивые термины* конкурсного права и антикризисного

⁴¹² Подробнее данный вопрос раскрыт в статье: Львова Н. А., Семенова М. С. Особенности финансового анализа в условиях неплатежеспособности // Финансовый мир. Вып. 5 / Под ред. В. В. Иванова и Е. А. Почиковской. М.: Проспект, 2014. С. 119 – 122. В отношении альтернативных трактовок платежеспособности предприятий авторы, прежде всего обращаются, к работе: Соколов Я. В., Пятов М. Л. Указ. соч. С. 174, 175.

управления, касающиеся специфики механизма приближения финансовой несостоятельности (Рисунок 3.2).

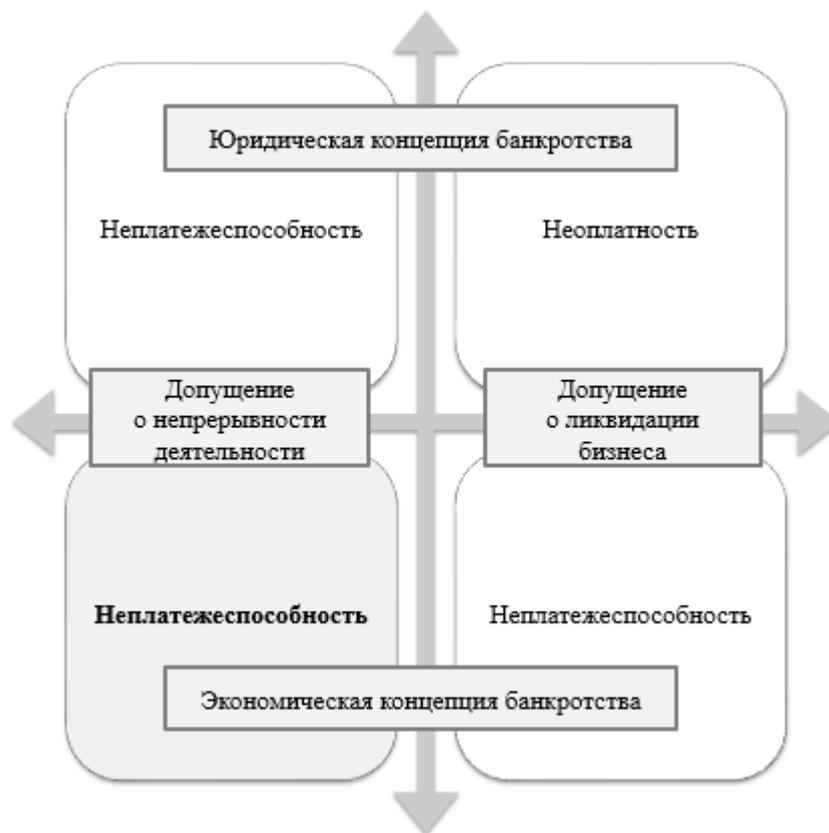


Рисунок 3.2 – Взаимосвязь признаков финансовой несостоятельности (банкротства) предприятия⁴¹³

Таким образом, несмотря на то, что концепция жизненного цикла предприятия является ключевым элементом методологии корпоративной финансовой диагностики, содержание признаков неплатежеспособности в условиях финансовой нестабильности необходимо рассматривать исключительно при допущении о непрерывности деятельности. Более детально комментируемую трактовку платежеспособности, позволяющую обобщить финансовый смысл аналитических показателей, рекомендуемых в целях диагностики неплатежеспособности, мы предлагаем раскрыть в контексте балансовой модели предприятия, представление которой должно отражать принцип *естественного хеджирования бизнес-риска*⁴¹⁴.

⁴¹³ Сост. автором.

⁴¹⁴ В целях исследования, как было отмечено ранее, бизнес-риск рассматривается в контексте балансовой модели предприятия.

Смысл принципа естественного хеджирования настолько широко используется в корпоративных финансах⁴¹⁵, что зачастую принимается по умолчанию. Тем не менее, его необходимо раскрыть и проанализировать, поскольку именно в развитие данного принципа наиболее глубоко проявляется традиционный смысл оценки платежеспособности, а, следовательно, и логика выявления признаков неплатежеспособности. Содержание данного принципа можно сформулировать двумя взаимодополняющими способами. Во-первых, долговые обязательства предприятия должны быть обеспечены за счет соответствующих по степени ликвидности активов: долгосрочные долговые обязательства – за счет внеоборотных активов, краткосрочные – за счет оборотных активов. Таким способом обеспечивается естественное хеджирование финансового риска. Во-вторых, активы предприятия необходимо финансировать за счет соответствующих по сроку источников: внеоборотные активы – за счет долгосрочных источников финансирования (включая долевые, бессрочные), оборотные активы – за счет краткосрочных источников финансирования и собственного капитала. В результате, соблюдается принцип естественного хеджирования операционного риска.

Взаимосвязь двух сторон принципа естественного хеджирования бизнес-риска отражается в одном из важнейших индикаторов финансового состояния предприятия. В российской литературе данный показатель имеет многочисленные синонимы (в том числе фигурирует как собственные оборотные средства), в англоязычной – чаще всего обозначается как *рабочий капитал* (Working Capital)⁴¹⁶ – данным термином мы и воспользуемся в целях нашего исследования (Рисунок 3.3).

⁴¹⁵ См., например: Ван Хорн Дж. К., Вахович Дж. М., мл. Указ. соч. С. 665.

⁴¹⁶ В качестве примера можно обратиться к классическим статьям ведущих представителей школы прогнозирования банкротства – У. Бивера, Э. Альтмана и Дж. Олсона. См.: Beaver W. H. Financial ratios as predictors of failure; Altman E. Financial ratios, discriminant analysis, and the prediction of corporate bankruptcy; Ohlson J. A. Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy.

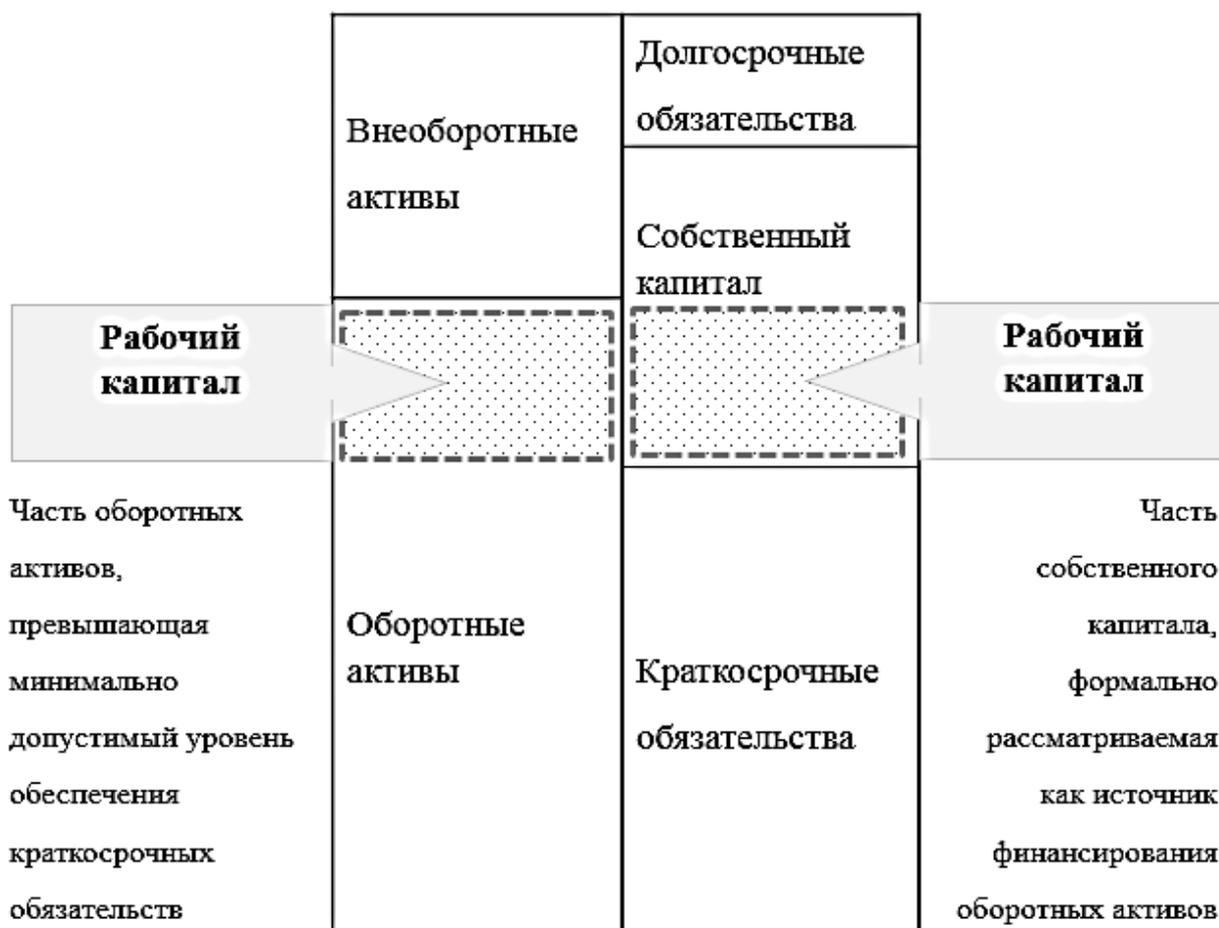


Рисунок 3.3 – Трактовки рабочего капитала предприятия во взаимосвязи с принципом естественного хеджирования бизнес-риска⁴¹⁷

Следует отметить, что трактовки рабочего капитала предприятия корреспондируют с двумя сторонами принципа естественного хеджирования бизнес-риска. Причем, с нашей точки зрения, первой (активной) трактовке рабочего капитала лучше соответствует зачастую применяемый российскими авторами термин «чистые оборотные активы», второй (пассивной) трактовке – пожалуй, еще более распространенный синоним – «собственные оборотные средства». Принимая за основу данную концептуальную модель функционирования предприятия, мы приходим к выводу о том, что при допущении о непрерывности бизнеса, оборотные активы предприятия сопоставимы с краткосрочными обязательствами.

⁴¹⁷ Об активной и пассивной трактовках рабочего капитала предприятия см.: Ковалев В.В. Указ. соч. С. 376.

Дальнейшая интерпретация функционирования предприятия в контексте допущения о непрерывности деятельности предполагает, что степень ликвидности оборотных активов сопоставима со сроками погашения краткосрочных обязательств. Декомпозиция данного допущения, в свою очередь, позволяет сделать вывод о том, что в целях оценки платежеспособности предприятия можно не только (и не столько) сопоставлять подобным образом совокупные краткосрочные активы и обязательства, но и анализировать уровень обеспеченности краткосрочного долга за счет разных оборотных активов. С этой целью оборотные активы традиционно подразделяются по степени ликвидности на три условные группы: низко ликвидные («запасы»), высоко ликвидные («дебиторская задолженность»), абсолютно ликвидные («деньги»).

Подчеркнем, что, вопреки многочисленным рекомендациям о корректировках балансовых показателей платежеспособности⁴¹⁸, фактическая степень ликвидности отдельных активов в данном случае не имеет принципиального значения, равно как их потенциальная стоимость при условной или фактической ликвидации предприятия. Данный методический подход является прямым следствием допущения о дальнейшем и неограниченном по сроку продолжении бизнеса. Как только мы вводим корректировки, направленные на уточнение стоимости и степени ликвидности активов в соответствии с рыночными уровнями, мы автоматически нарушаем базовое допущение и, следовательно, искажаем принятую логику оценки платежеспособности.

Следует задаться вопросом о разграничении характеристик ликвидности и платежеспособности предприятия. Российские авторы зачастую придерживаются точки зрения о том, что ликвидность как характеристика финансового состояния предприятия отражается в превышении оборотных активов над краткосрочными долговыми обязательствами (иными словами, в наличии рабочего капитала), тогда как платежеспособность должна рассматриваться исключительно в отношении

⁴¹⁸ См., например: Соколова Н. А. Анализ ликвидности предприятия // Бухгалтерский учет. 2010. № 5. С. 101 – 106.

платежно-расчетной дисциплины⁴¹⁹. С одной стороны, данную позицию можно было бы оспорить. Так, последовательно развивая допущение о непрерывности бизнеса и применяя принцип естественного хеджирования бизнес-риска в целях моделирования аналитических показателей (в том числе коэффициентов ликвидности), мы по умолчанию *допускаем*, что соблюдение сопоставимости по срокам погашения обеспечивает необходимый уровень платежеспособности⁴²⁰. С другой стороны, очевидно, что соотношение оборотных активов и краткосрочного долга не дает реального представления о *фактической* платежеспособности должника. Таким образом, полностью отвергнуть традиционную позицию по данному вопросу было бы некорректно и методически неоправданно.

В иностранной литературе характеристики ликвидности и платежеспособности предприятия, ориентированные на балансовые показатели, не всегда принято разделять разными терминами⁴²¹. Однако в отношении соответствующих коэффициентов (прежде всего, абсолютной, быстрой и текущей ликвидности) устойчиво используется обобщающий термин «индикаторы ликвидности». Любопытно, что ликвидность и платежеспособность предприятия, как правило, рассматриваются в качестве краткосрочной характеристики *финансовой устойчивости*⁴²². На наш взгляд, данный методический акцент удачно отражает содержание комментируемых допущений. Финансовая устойчивость в этом смысле предполагает, что отдельные активы будут трансформироваться в денежные средства с заданной периодичностью. Следовательно, с учетом принципа естественного хеджирования бизнес-риска, бухгалтерский баланс предприятия может быть реструктурирован для оценки обеспеченности долговых обязательств с разными сроками погашения.

⁴¹⁹ Данный подход соответствует позиции двух ведущих отечественных школ анализа финансовой отчетности (по выражению М. Л. Пятова, школы Ковалева и школы Шеремета) и широко воспринят российскими авторами. См.: Пятов М. Л. Анализ платежеспособности: предлагаемые методы.

⁴²⁰ Если мы отказываемся от данного допущения, логично было бы отказаться и от балансовых индикаторов платежеспособности, например, в пользу денежных потоков и производных по отношению к ним показателей.

⁴²¹ Пятов М. Л. Оценка платежеспособности: терминология и показатели.

⁴²² См., например: Погостинская Н. Н., Погостинский Ю. А., Павлюк Г. А. Инновационный подход к оценке финансовой устойчивости предприятия // Финансы. Деньги. Инвестиции. – 2013. – № 1. – С. 10 – 16.

Как отмечалось выше, в качестве синонима финансовой устойчивости в этом контексте также нередко применяется термин «финансовый леверидж» или просто «леверидж». См., например: Palepu K. G., Healy P. M., Bernard V. L., Peek E. Op. cit. P. 211 – 214.

Интересно заметить, что дискуссии, касающиеся методологии традиционного анализа ликвидности и платежеспособности предприятий, преимущественно сосредоточены на возможных корректировках оборотных активов, хотя, как показано выше, данные корректировки зачастую являются излишними. В то же время краткосрочные долговые обязательства, как правило, не детализируются, что, с нашей точки зрения, является явным упущением. В этом отношении мы полностью разделяем мнение Я. В. Соколова и М. Л. Пятова о том, что традиционные формулы коэффициентов ликвидности уместно корректировать с учетом сроков наступления долговых обязательств⁴²³. Возможности таких корректировок ограничены для внешних аналитиков, однако, с нашей точки зрения, должны быть взяты на вооружение менеджерами и другими лицами, имеющими доступ к сведениям о сроках наступления долга (в частности, консультантами по антикризисному управлению).

Развивая методологию финансовой диагностики кризисных предприятий, нельзя обойти вниманием вопрос о продолжительности цикла оборота денежных средств (или финансового цикла), который имеет существенное значение с позиции оценки платежеспособности. В общем случае сокращение финансового цикла влияет на данную оценку положительно. Поэтому выводы по итогам анализа рабочего капитала и коэффициентов ликвидности должны быть обобщены и переосмыслены с учетом уровня и динамики финансового цикла предприятия⁴²⁴ и углубленного анализа кредиторской задолженности (при наличии необходимых сведений). Логика финансового цикла во взаимосвязи с производственным и операционным циклами предприятия представлена на Рисунке 3.4.

⁴²³ Так, если требуется оценить платежеспособность предприятия на срок n месяцев, соответствующие активы должны быть сопоставлены только с теми долгами, срок погашения которых истекает в ближайшие n месяцев. Учитывая цель анализа, в качестве такого срока можно использовать три месяца (один из внешних признаков банкротства российских предприятий). Пример оценки платежеспособности предприятия с учетом сроков наступления долговых обязательств приводится в работе: Соколов Я. В., Пятов М. Л. Указ. соч. С. 177 – 178.

⁴²⁴ Отметим, что продолжительность производственного, операционного и финансового циклов предприятия имеет существенную отраслевую специфику. Сведения, необходимые для оценки соответствующих среднеотраслевых значений, публикуются институтами финансовой информации. В частности, базовые показатели для расчета оборачиваемости запасов, кредиторской и дебиторской задолженности российских предприятий по отдельным видам экономической деятельности предоставляются Росстатом, например, в статистическом сборнике «Финансы России».

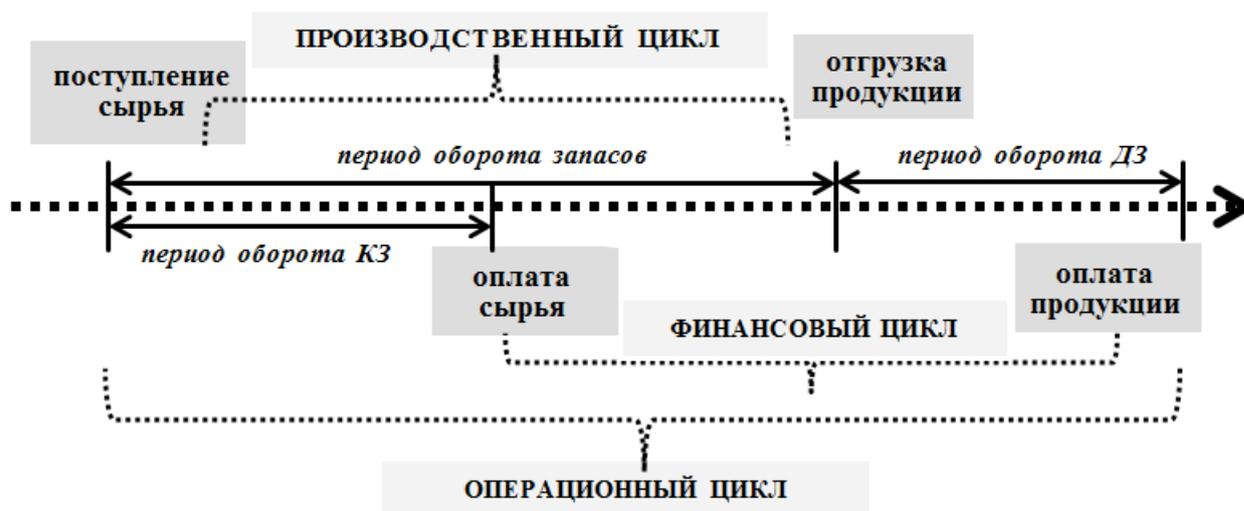


Рисунок 3.4 – Взаимосвязь производственного, финансового и операционного циклов (на примере промышленного предприятия)⁴²⁵

Графическое представление цикла оборота денежных средств отражает традиционные представления о финансировании операционной деятельности предприятий, которые, впрочем, далеко не всегда соответствует практике⁴²⁶. В частности, порядок оценки представленных на Рисунке 3.4 циклов, как правило, предполагает, что операционная деятельность осуществляется на условиях взаимного финансирования, причем предприятие кредитует своих покупателей (клиентов, заказчиков) и в то же время получает коммерческие кредиты от своих поставщиков и подрядчиков. Любопытно заметить, что на практике широко применяются не только отсрочки и рассрочки платежа за реализованные товары (продукцию, работы, услуги), а предоплата и расчеты по открытому счету⁴²⁷.

⁴²⁵ Кальварский Г. В., Львова Н. А. Финансовая диагностика кризисного предприятия. С. 99.

⁴²⁶ Заметим, что при оценке цикла оборота денежных средств используются и другие допущения, и упрощения. Например, как известно, используемые базовые показатели бухгалтерского баланса и отчета о финансовых результатах должны быть приведены к сопоставимому виду. Поэтому при оценке коэффициентов оборачиваемости желательно использовать средние показатели запасов, дебиторской и кредиторской задолженности. Вместе с тем, если в течение анализируемого периода продажи распределены равномерно, и деятельность предприятия не носит сезонного характера, допустимо применять балансовые показатели на конец периода. См., например: Ван Хорн Дж. К., Вахович Дж. М., мл. С. 260. В качестве упрощений можно рассматривать и сами формулы коэффициентов оборачиваемости. Строго придерживаясь финансового смысла данных показателей, следует учитывать на какие счета происходит списание анализируемых активов или пассивов, что далеко не всегда принимается во внимание в аналитической практике. См. подробнее: Соколов Я. В., Пятов М. Л. Указ. соч. С. 186 – 188.

⁴²⁷ Предоплата используется тем чаще, чем выше уровень риска неплатежеспособности контрагента (покупателя, заказчика). Вместе с тем, как ни парадоксально, расчеты по открытому счету являются весьма распространенной практикой. В частности, они служат типичным способом расчетов между отдельными структурами крупных корпораций, на долю которых приходится значительная доля транзакций. Примечательно в этом отношении, что более 30% продаж американских аффилированных компаний-нерезидентов (без учета финансового сектора) осуществляется в отношении связанных лиц. WTO International Trade Statistics 2015. P. 152. URL: https://www.wto.int/english/res_e/statis_e/its2015_e/its2015_e.pdf (дата обращения: 12.12.2016).

Таким образом, комментируемые допущения зачастую не соответствуют действительности. Подчеркнем, что в целях финансовой диагностики неплатежеспособности, повышенного внимания требует анализ кредиторской задолженности, аккумуляция которой может положительно отражаться на динамике финансового цикла и в то же время свидетельствовать о снижении уровня платежеспособности.

Методика выявления признаков неплатежеспособности, безусловно, не должна ограничиваться анализом показателей бухгалтерского баланса и отчета о финансовых результатах. Учитывая принцип начисления⁴²⁸, применяемый при составлении финансовой отчетности, нельзя игнорировать самостоятельную аналитическую значимость денежных потоков предприятия⁴²⁹. Одним из важнейших показателей в данном случае выступает коэффициент операционного денежного потока (отношение сальдо денежных потоков от текущих операций к величине краткосрочных обязательств), более объективно отражающий уровень фактической платежеспособности организации, чем традиционные коэффициенты ликвидности в сопоставлении с показателем финансового цикла⁴³⁰.

Отметим, что роль анализа денежных потоков возрастает по мере усугубления кризисной ситуации, поскольку допущения о финансово стабильном функционировании все в меньшей степени отвечают реальной ситуации. Учитывая специфику аналитической задачи (выявление признаков неплатежеспособности), более востребованы денежные потоки и в целях прогнозного анализа, поскольку финансовое состояние предприятия в данном случае тестируется именно на предмет угрозы финансовой несостоятельности. Основой прогнозного анализа денежных потоков являются проформы финансовой

⁴²⁸ См., в частности: Учетная политика организации: положение по бухгалтерскому учету (ПБУ 1/2008): утв. приказом Минфина России от 6 окт. 2008 г. № 106н; по состоянию на 12 дек. 2016 г. Абз. 4, п. 5. URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=179205&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.4262681899751817#0> (дата обращения: 12.12.2016).

⁴²⁹ Подробнее об оценке платежеспособности предприятия на основе денежных потоков см.: Иванов В. В., Цытович Н. Н. Указ. соч. С. 227 – 229.

⁴³⁰ Сокращение чистого денежного потока по текущей деятельности расценивается отрицательно. В то же время, недопустимо чрезмерное увеличение чистых денежных поступлений. Это приводит к потерям от их обесценения, а также к аккумуляции альтернативных затрат. Если чистый денежный поток по текущей деятельности стабильно положителен, необходимо более тщательно контролировать денежные потоки от инвестиционных и финансовых операций.

отчетности и, прежде всего, бюджет о движении денежных средств, который может составляться прямым или косвенным методами⁴³¹.

При выявлении признаков неплатежеспособности предприятий, безусловно, важны среднеотраслевые значения анализируемых финансовых показателей, которые, как правило, имеют ярко выраженную специфику⁴³². В качестве примера уместно проанализировать уровень текущей ликвидности российских организаций по видам экономической деятельности (включая для сравнения финансовые организации). Для начала проранжируем ряд отраслей в порядке убывания среднего уровня ликвидности (Рисунок 3.5).



Рисунок 3.5 – Среднее значение коэффициента текущей ликвидности российских организаций за период с 2006 по 2015 г.⁴³³

⁴³¹ Традиционно косвенный метод составления бюджета денежных средств основан на сведениях отчета о финансовых результатах и бухгалтерского баланса. Однако несложно обосновать методику, которая позволяет ограничиться балансовыми данными. См.: Феррис К., Пешеро Б. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении: Пер. с англ. М.: Издательский дом «Вильямс», 2003. С. 67 – 79.

⁴³² Этот аспект неоднократно отмечался в литературе. См., например: Бернстайн Л. Указ. соч. С. 418.

⁴³³ Сост. автором по данным ЦБСД (сведения по крупным и средним организациям).

В среднем уровень ликвидности анализируемых организаций за исследуемый период колеблется в диапазоне от 16 до 94%. Любопытно, что наибольшей изменчивостью в этом отношении характеризуется финансовое состояние организаций с высоким средним уровнем коэффициента текущей ликвидности (за исключением сельского хозяйства). В то же время организации с наиболее низким уровнем ликвидности демонстрируют достаточно стабильное значение анализируемого коэффициента (Рисунок 3.6).

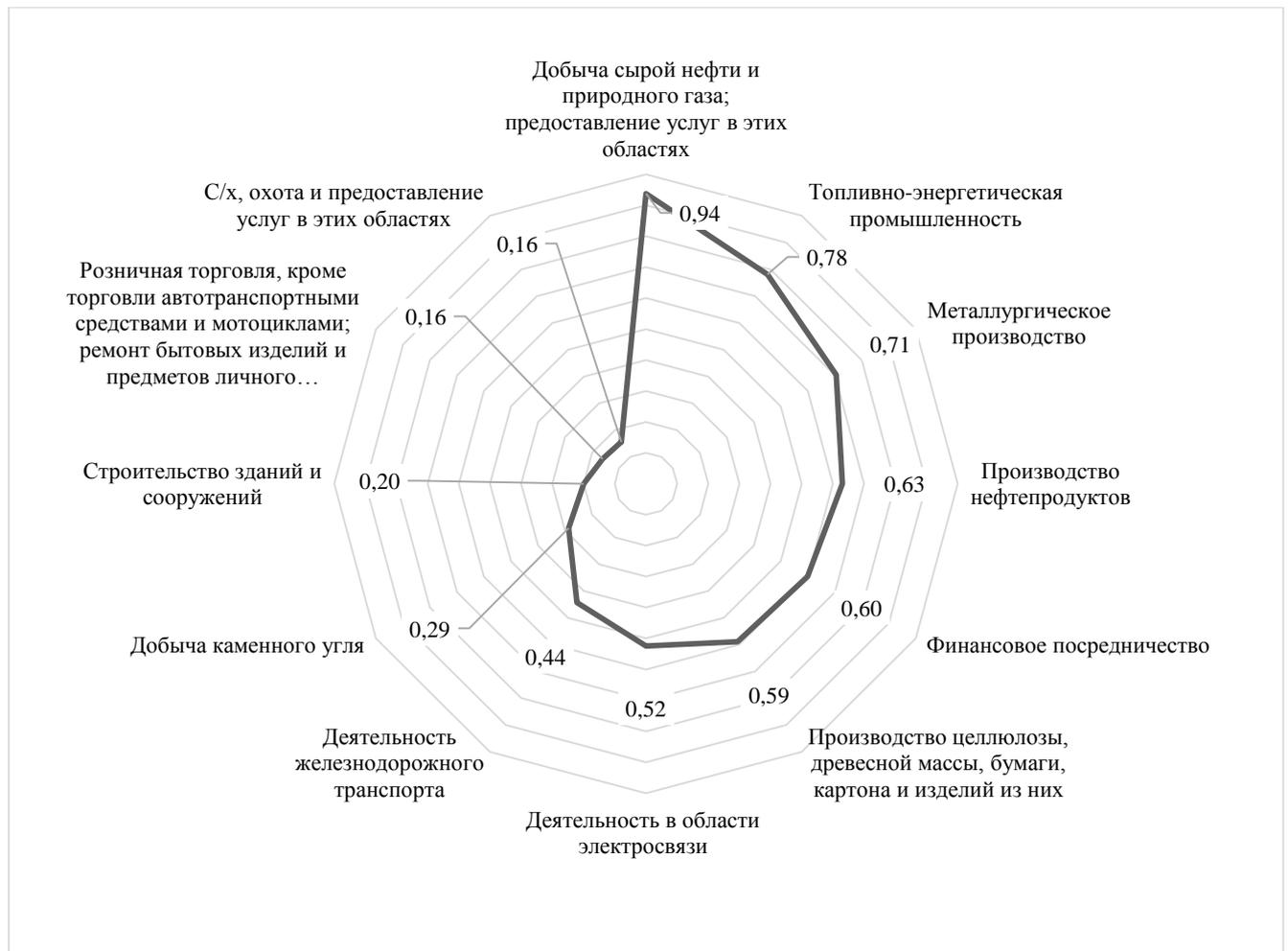


Рисунок 3.6 – Размах вариации коэффициента текущей ликвидности российских организаций за период с 2006 по 2015 г.⁴³⁴

Таким образом, предприятия разных отраслей демонстрируют не только разный уровень ликвидности, но и различную его динамику. Поэтому в целях выявления признаков неплатежеспособности предприятий целесообразно учитывать средние по отрасли показатели ликвидности и платежеспособности,

⁴³⁴ Сост. автором по данным ЦБСД (сведения по крупным и средним организациям).

включая ключевые балансовые коэффициенты ликвидности и платежеспособности, продолжительность финансового цикла, обеспеченность требований кредиторов операционным денежным потоком предприятия. Логика данного предварительного этапа финансовой диагностики может быть представлена следующим образом (Таблица 3.5).

Таблица 3.5 – Аналитическая таблица для целей финансовой диагностики кризисных предприятий с применением отраслевой статистики⁴³⁵

	Показатель 1		...	Показатель n	
Среднеотраслевое / медианное по отрасли значение показателя за исследуемый период	Значение 1.1		...	Значение n.1	
Размах вариации / стандартное отклонение среднеотраслевого / медианного по отрасли значения показателя за исследуемый период	Значение 1.2		...	Значение n.2	
Среднее / медианное значение показателя анализируемого предприятия за исследуемый период	Значение 1.3		...	Значение n.3	
Размах вариации / стандартное отклонение показателя анализируемого предприятия за исследуемый период	Значение 1.4		...	Значение n.4	
Результаты сравнительной оценки в отношении среднего <i>уровня</i> и <i>динамики</i> показателя (двухмерная матрица альтернатив, в которой 0 – несоответствие; 1 – соответствие <i>уровня / динамики</i> показателя предприятия среднеотраслевому / медианному по отрасли значению)	(0;0)	(0;1)	...	(0;0)	(0;1)
	(1;0)	(1;1)		(1;0)	(1;1)
Предполагаемые причины потенциальных расхождений для вариантов (0;0); (0;1); (1;0)	Комментарий		...	Комментарий	

⁴³⁵ Сост. автором.

Подытоживая вышесказанное, еще раз подчеркнем, что смешение допущений о дальнейшем функционировании предприятия и, следовательно, трактовок платежеспособности недопустимо, поскольку приводит к некорректному применению методов и показателей финансовой диагностики. Подчеркнем, что в целях выявления признаков неплатежеспособности релевантна узкая (традиционная) трактовка, в рамках которой неплатежеспособность как характеристика финансового состояния сопоставима с неплатежеспособностью как юридическим критерием несостоятельности. Последовательное применение данной трактовки означает, что не следует вносить корректировки в стоимость и состав анализируемых активов, как это часто рекомендуется в литературе, поскольку это противоречит допущению о непрерывности деятельности, а равно и принципу естественного хеджирования бизнес-риска предприятия.

Таким образом, финансовая диагностика неплатежеспособности предприятий может осуществляться на основе прошлой и прогнозной финансовой отчетности с применением таких базовых показателей, как коэффициенты ликвидности и продолжительность цикла оборота денежных средств. Кроме того, по мере приближения к банкротству возрастает значимость анализа денежных потоков предприятия и производных по отношению к ним показателей⁴³⁶. Характер развития кризисной ситуации предопределяет выбор сравнительных критериев. Постепенная аккумуляция критической массы неблагоприятных изменений и дальнейшее лавинообразное развитие событий обуславливают высокую роль динамического анализа. Ускорение негативной динамики анализируемых показателей является тревожным симптомом, требующим безотлагательного антикризисного вмешательства.

⁴³⁶ См. подробнее: Лукаевич И.Я. Анализ денежных потоков как инструмент принятия решений в бизнесе // Финансы, 2016. № 7. С. 47 – 51; Иванов В.В., Цытович Н.Н. Указ. соч. С. 227 – 229.

3.4 Оценка потенциала финансовой стабильности предприятий в условиях неплатежеспособности

Учитывая особенности современного института несостоятельности, финансовая диагностика предприятий в условиях неплатежеспособности, прежде всего, направлена на решение принципиального вопроса о потенциальной возможности и целесообразности антикризисного управления и дальнейшего продолжения финансово-хозяйственной деятельности. Иными словами, по итогам финансовой диагностики необходимо оценить *потенциал финансовой стабильности* или, другими словами, *реабилитационный потенциал* предприятия. С финансовой точки зрения, наличие данного потенциала констатируется в том случае, когда предприятие при допущении о непрерывности деятельности стоит больше чем при допущении о ликвидации. Таким образом, в первую очередь мы обращаемся к содержанию финансовой несостоятельности как соотношению оценок стоимости, сделанных при альтернативных допущениях, которые были формализованы автором в рамках выявленного аналитического подхода к оценке финансовой стабильности.

Примечательно, что соответствующий подход к оценке реабилитационного потенциала кризисных предприятий используется в международной аналитической практике⁴³⁷. Наиболее часто для целей оценки инвестиционной стоимости в этом случае применяется метод капитализации прибыли, тогда как ликвидационная стоимость принимается на уровне рыночной оценки чистых активов. В качестве альтернативы оценка стоимости предприятия при допущении о дальнейшем продолжении бизнеса может осуществляться на основе свободных денежных потоков⁴³⁸. С нашей точки зрения, в условиях конкурсного процесса, наряду с традиционными подходами, востребована *гибридная модель оценки*

⁴³⁷ Речь, прежде всего, идет о американской системе несостоятельности и о рекомендациях ведущих представителей школы прогнозирования банкротства, включая Э. Альтмана. Примечательно, что новый взгляд на содержание финансовой диагностики неплатежеспособных предприятий, ориентированный, прежде всего, на «рыночную модель» анализа, декларируется и в российской литературе по данной проблематике: Бобылева А. З., Жаворонкова Е. Н., Львова О. А., Холина М. Г. Указ. соч. С. 73; Бобылева А. З. Проект федерального стандарта проведения арбитражным управляющим анализа финансового состояния должника // Эффективное антикризисное управление. – 2016. – № 2. – С. 45.

⁴³⁸ Altman E., Hotchkiss E. Op. cit. P. 109 – 113.

потенциала восстановления финансовой стабильности, в которой допущение о дальнейшем продолжении бизнеса сочетается с принятием условия о необходимости и особом порядке расчетов с кредиторами.

Специфика предлагаемой модели заключается в том, что срок оценки денежных потоков следует ограничить возможной продолжительностью судебных реабилитационных процедур⁴³⁹. Кроме того, базовым показателем в данном случае может выступать не свободный денежный поток, а *чистый денежный поток* предприятия. Моделирование данного потока, в свою очередь, должно быть реализовано с учетом содержания реабилитационных процедур. В этом отношении отметим, что денежный поток по операционной деятельности в этом случае может и не демонстрировать существенной специфики, по сравнению с финансово благополучным предприятием. Однако денежные потоки по инвестиционной и финансовой деятельности требуют корректировки с учетом мероприятий по реабилитации бизнеса.

Прежде всего, речь идет о продаже так называемых «избыточных активов», реализация которых не может приостановить или существенно осложнить основную деятельность должника. Одновременно необходимо внести корректировки, касающиеся снижения долговой нагрузки предприятия, в том случае, если, к примеру, планируется дополнительное привлечение собственных средств или осуществляется реструктуризация задолженности. Вместе с тем следует учесть график расчетов с кредиторами, как по текущим долговым обязательствам, которые не подлежат мораторию, так и по той задолженности, которая погашается особым способом в зависимости от процедуры банкротства (допустим, по утвержденному графику погашения в рамках процедуры финансового оздоровления).

Элементы чистого денежного потока неплатежеспособного предприятия должны быть, с нашей точки зрения, представлены не только по отдельным видам деятельности, но и по отдельным периодам. Следовательно, должна быть

⁴³⁹ Так, в соответствии с отечественным законодательством, срок судебных реабилитационных процедур в отношениях предприятий не может составлять более двух лет. См. п. 2 ст. 92 Федерального закона от 26.10.2002 №127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)».

обеспечена возможность динамической оценки реабилитационного потенциала предприятия, основанной на временной ценности денежных средств. В целях обоснования предварительных выводов о наличии (отсутствии) данного потенциала мы предлагаем ввести и использовать показатель («резерв восстановления платежеспособности»), величина которого напрямую зависит от способности должника аккумулировать чистый денежный поток в период судебных реабилитационных процедур:⁴⁴⁰

$$SR = M_0 + \sum_{k=1}^n \frac{NCF_k}{(1+r)^k} \quad (3.1)$$

где: SR – резерв восстановления платежеспособности должника;

M_0 – остаток денежных средств на начало реабилитационных процедур;

NCF_k – чистый денежный поток в k -том периоде;

r – ставка дисконтирования (данную ставку предлагается определять с применением скорректированной модели оценки стоимости капитальных финансовых активов, принимая за основу значения процентных ставок для развитого рынка, которые подлежат корректировке с учетом странового риска и специфики деятельности анализируемого предприятия);

k – количество прогнозных периодов;

n – срок реабилитационных процедур.

Необходимым условием реабилитации должника, согласно логике предложенной модели, является неотрицательное значение резерва восстановления платежеспособности. В противном случае выплаты по задолженности предприятия, подлежащей в рамках реабилитационных процедур мораторию и (или) реструктуризации, в достаточном объеме не обеспечены денежными средствами. Следовательно, предприятие не сможет в установленном порядке произвести необходимые расчеты с кредиторами, что в контексте

⁴⁴⁰ Апробация предварительной версии модели динамической оценки платежеспособности должника представлена в статьях: Абрамишвили Н. Р., Львова Н. А. Динамическая модель оценки платежеспособности должника: к вопросу разработки стандартов финансового анализа для арбитражных управляющих; Abramishvili N. R., Lvova N. A., Ivanov V. V., Voronova N.S. Prediction of debtor solvency: developing bankruptcy framework in Russia // Innovation management and education excellence vision 2020: from regional development sustainability to global economic growth. The 27th IBIMA conference proceedings, 2016. P. 362 – 370.

механизма корпоративного банкротства означает невозможность восстановления платежеспособности.

В развитие предложенной модели, оценка резерва восстановления платежеспособности может быть реализована с применением вероятностных подходов. В частности, уместно использовать сценарный метод, в рамках которого различным вариантам развития событий (в стандартном случае – оптимистичному, реалистичному и пессимистичному) экспертным способом будут присвоены вероятности, а настоящая стоимость резерва денежных средств будет представлять ожидаемую величину, соответствующую сумме анализируемых элементов возвратного потока, взвешенных с учетом соответствующей вероятности. В то же время могут быть смоделированы разные возвратные потоки в зависимости от варианта плана антикризисного управления и вероятности его успешного осуществления. Наконец, сценарный подход может сочетаться с многовариантным планированием реабилитации бизнеса.

Если величина резерва восстановления платежеспособности должника положительна, имеет смысл переходить к следующему этапу анализа – углубленной оценке реабилитационного потенциала, которая, с нашей точки зрения, не должна ограничиваться допустимым сроком антикризисного управления в условиях конкурсного процесса. На данном этапе отчасти востребованы теоретические модели финансовой несостоятельности, позволяющие обосновать принципиальное решение о дальнейшем продолжении бизнеса. Однако наибольшей значимостью обладает финансовая диагностика с акцентом на типичные косвенные признаки банкротства предприятий, поскольку соответствующие выводы могут стать основой для обоснования мероприятий по реабилитации бизнеса.

Углубленная оценка реабилитационного потенциала кризисных предприятий, по мнению автора, должна корреспондировать с ключевыми косвенными признаками финансовой несостоятельности (неликвидность, неоплатность, нерентабельность и чрезмерный бизнес-риск, который в целях исследования интерпретируется в контексте балансовой модели предприятия).

Учитывая механизм корпоративного банкротства, приоритетного внимания требует признак *неплатежеспособности* и в целом уместен принцип *иерархии признаков* финансовой несостоятельности. Таким образом, мы предлагаем разграничить признаки, которые отражают *неспособность обслуживать долговые обязательства* (неплатежеспособность и чрезмерный бизнес-риск), и признаки, касающиеся *необеспеченности требований к предприятию* при допущениях о ликвидации и дальнейшем продолжении деятельности (неоплатность и нерентабельность соответственно).

Предложенный принцип позволяет алгоритмизировать порядок оценки реабилитационного потенциала кризисных предприятий. Авторские рекомендации в этом отношении основаны на допущении о том, что неспособность поддерживать платежную дисциплину и сложившуюся структуру затрат недопустима, даже при наличии резерва восстановления платежеспособности. Данное допущение напрямую корреспондирует с особенностями современного института несостоятельности в целом и механизма корпоративного банкротства в частности, в том числе с тем высоким значением, которое имеет своевременное погашение задолженности вне зависимости от «состояния баланса» и финансовых результатов бизнеса.

Первый этап. *Оценка целесообразности реабилитации бизнеса с учетом возможности обслуживать долговые обязательства.*

Неплатежеспособность является основным признаком банкротства российских предприятий, что соответствует ведущей международной практике. Таким образом, считаем, что диагностика неплатежеспособности должна выступать отправной точкой оценки реабилитационного потенциала предприятия. Акцент на оценку *фактической платежеспособности* в контексте экономической концепции корпоративного банкротства означает, что главное внимание на данном этапе необходимо уделять не балансовым коэффициентам ликвидности, анализ которых имеет вспомогательное значение, а уровню и динамике денежных потоков предприятия. Результаты эмпирических исследований показывают, что

денежные потоки хозяйствующих субъектов демонстрируют определенную отраслевую специфику⁴⁴¹.

Вместе с тем значение чистого денежного потока от операционной деятельности (на данном этапе речь идет о ретроспективном анализе), которое ассоциируется с повышенной вероятностью банкротства, не должно быть отрицательным. Оценку денежных потоков предприятия уместно сопоставить с оценкой продолжительности финансового цикла с учетом отраслевой статистики (уровень и динамика исследуемых показателей). Результаты данного этапа диагностики целесообразно представить в виде *матрицы альтернатив* уровня платежеспособности (Рисунок 3.7).

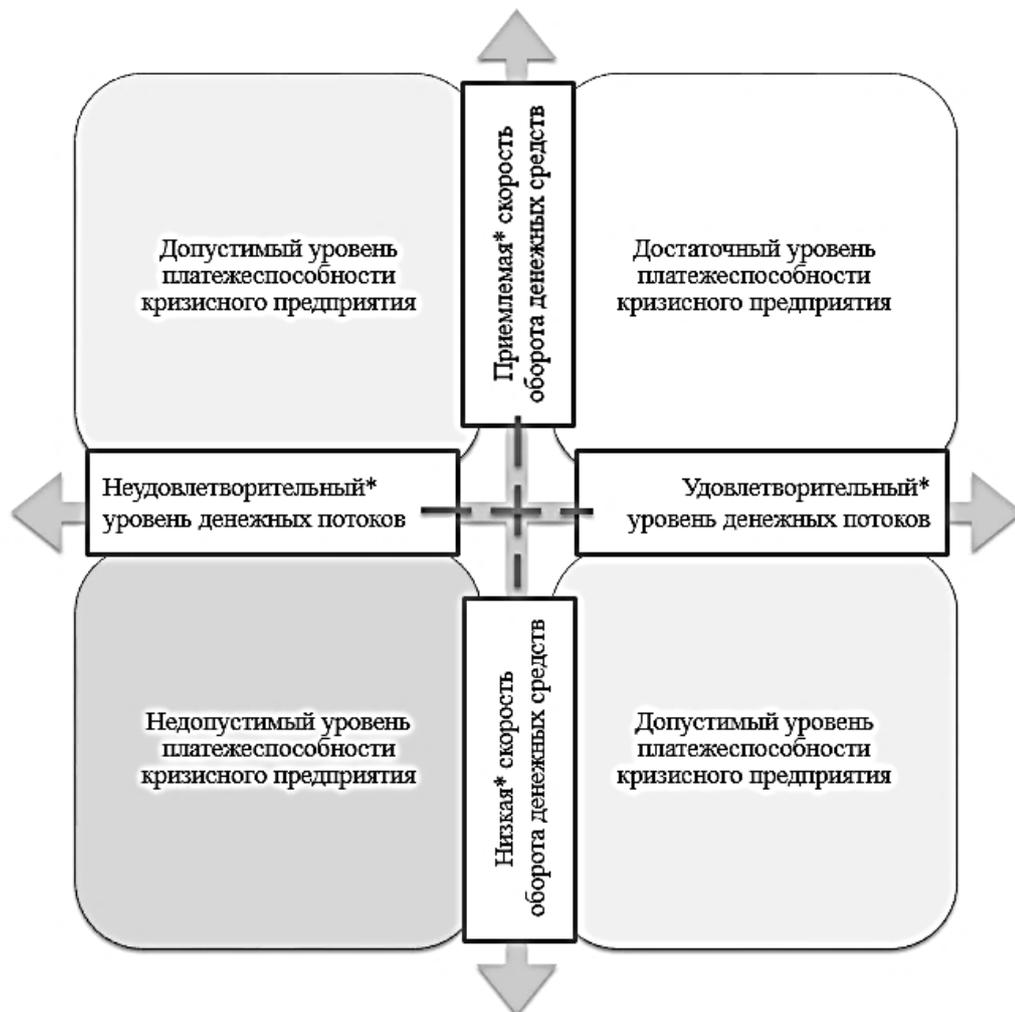


Рисунок 3.7 – Матрица альтернатив уровня платежеспособности кризисного предприятия⁴⁴²

⁴⁴¹ Лукаевич И.Я. Указ. соч.

⁴⁴² Сост. автором. В качестве примечания (*) к рис. 3.8 – 3.11 отметим, что оценку реабилитационного потенциала следует осуществлять с учетом специфики деятельности предприятия. Таким образом, четкие границы между

Чрезмерные финансовые риски выступают одним из важнейших факторов корпоративного банкротства, тогда как индикаторы данного риска присутствуют в большинстве эмпирических моделей прогнозирования финансовой несостоятельности. В то же время не следует недооценивать значение операционного риска, уровень которого влияет и на финансовую структуру предприятия⁴⁴³. Таким образом, необходимо, чтобы оценка финансового риска в контексте обоснования решений о возможности реабилитации бизнеса осуществлялась во взаимосвязи с оценкой операционного риска с привлечением отраслевой статистики. Полученные результаты, как и в предыдущем случае, предлагается обобщить с применением двухмерной матрицы (Рисунок 3.8).

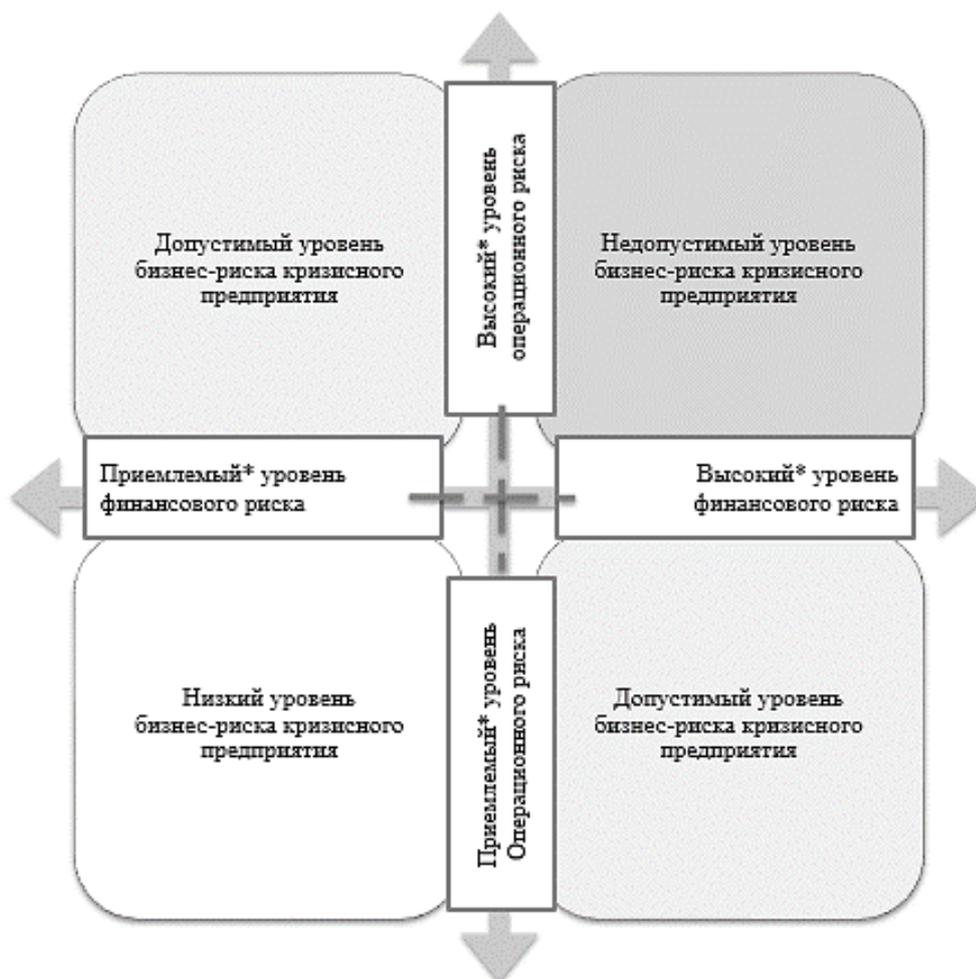


Рисунок 3.8 – Матрица альтернатив уровня бизнес-риска кризисного предприятия⁴⁴⁴

недопустимым (неудовлетворительным), допустимым (удовлетворительным) и желаемым финансовым состоянием отсутствует, что на комментируемых рисунках обозначено пунктирной линией.

⁴⁴³ Теплова Т.В. Работа на заемном капитале. Оптимум долговой нагрузки компании: от теоретических концепций к практическим модельным обоснованиям (Часть 1). С. 207.

⁴⁴⁴ Сост. автором.

Согласно принципу иерархии признаков финансовой несостоятельности, в целях оценки реабилитационного потенциала предприятия, обобщение результатов первого этапа позволит обосновать целесообразность перехода к следующему (Рисунок 3.9).

	Недопустимый уровень платежеспособности	Допустимый уровень платежеспособности	Достаточный уровень платежеспособности
Недопустимый уровень бизнес-риска	Реабилитация бизнеса нецелесообразна <i>Вывод об отсутствии реабилитационного потенциала кризисного предприятия</i>	Реабилитация бизнеса возможна – целесообразность требует дополнительного обоснования <i>Переход к следующему этапу диагностики кризисного предприятия</i>	
Допустимый уровень бизнес-риска	Реабилитация бизнеса возможна – целесообразность требует дополнительного обоснования <i>Переход к следующему этапу диагностики кризисного предприятия</i>	Реабилитация бизнеса возможна и целесообразна <i>Вывод о наличии реабилитационного потенциала кризисного предприятия</i>	
Низкий уровень бизнес-риска			

Рисунок 3.9 – Результаты оценки реабилитационного потенциала кризисного предприятия с учетом возможности обслуживать долговые обязательства⁴⁴⁵

Если в анализируемом периоде финансовое состояние кризисного предприятия характеризуется достаточно высоким уровнем фактической платежеспособности в сочетании с относительно низким бизнес-риском, необходимо сделать вывод о том, что данное предприятие располагает реабилитационным потенциалом и может вернуться к нормальной финансово-хозяйственной деятельности, успешно рассчитавшись по имеющейся задолженности. Вместе с тем, с нашей точки зрения, уместно дополнительно проанализировать те обстоятельства, которые привели к возбуждению дела о

⁴⁴⁵ Сост. автором.

банкротстве с учетом возможных неправомерных действий в отношении предприятия.

Если установлено, что кризисное предприятие устойчиво демонстрирует неплатежеспособность и чрезмерный бизнес-риск, логично констатировать отсутствие реабилитационного потенциала и, следовательно, нецелесообразность антикризисного управления. Данный вывод может потребовать более подробного обоснования при наличии особого социально-экономического статуса, который, к примеру, предусматривает приоритетную государственную поддержку в условиях кризиса⁴⁴⁶. Не исключено, что, независимо от статуса и характеристик финансового состояния, кризисное предприятие сумеет найти заинтересованных лиц и привлечь средства для восстановления платежеспособности, что обеспечит неотрицательное значение чистого потока на предварительном этапе диагностики. Однако, даже в этом случае, продолжение деятельности за рамками реабилитационных процедур нецелесообразно, поскольку неспособность самостоятельного обслуживать долговые обязательства нарушает интересы широкого круга лиц, несет угрозу контрагентам предприятия, противоречит задачам обеспечения финансовой стабильности корпоративного сектора.

Наличие одного из двух приоритетных признаков финансовой несостоятельности не позволяет, по нашему мнению, сделать однозначный вывод о реабилитационном потенциале предприятия и требует перехода к следующему этапу диагностики, в рамках которого следует установить уровень обеспеченности привлеченных средств при альтернативных допущениях о ликвидации и о дальнейшем продолжении деятельности⁴⁴⁷.

⁴⁴⁶ Так, согласно исследованию проф. А. З. Бобылевой и О. А. Львовой, чрезвычайно высокое внимание в антикризисном регулировании российской экономики уделяется поддержке крупного бизнеса, в том числе в отношении системообразующих предприятий и государственных корпораций.

См.: Бобылева А. З., Львова О. А. Указ. соч.

⁴⁴⁷ Отметим также, что неплатежеспособность предприятия в анализируемом периоде (при наличии возможности восстановления платежеспособности в реабилитационных процедурах банкротства) требует внимания к тем инструментам финансовой реструктуризации, которые позволят повысить чистый денежный поток предприятия (в том числе реализация избыточных активов, реструктуризация задолженности в целях снижения удельного веса наиболее срочных обязательств). В то же время повышенный уровень бизнес-риска актуализирует значение антикризисных мероприятий, направленных на снижение условно-постоянных затрат – операционных (в отношении операционного риска) и (или) финансовых (в отношении финансового).

Второй этап. *Оценка целесообразности реабилитации бизнеса с учетом обеспеченности привлеченных средств.*

Шансы полноценной реабилитации бизнеса определяются не только потенциальной, хотя и отчасти нарушенной способностью обслуживать долговые обязательства, но и обеспеченностью привлеченных средств. С позиции кредиторов, в этом отношении чрезвычайно важным является *отсутствие признака неоплатности*. Иными словами, долговые обязательства должны быть обеспечены активами. Однако неправильно было бы ограничиваться диагностикой исключительно данного признака. Весомое значение имеет обеспеченность привлеченных средств при допущении о дальнейшем (условно непрерывном) продолжении деятельности. В этой связи необходима оценка *рентабельности* предприятия. Углубленная финансовая диагностика, объединяя задачи оценки рентабельности и финансовой устойчивости, предполагает, что обеспеченность привлеченных средств необходимо рассматривать в *широком смысле*⁴⁴⁸, анализируя обеспеченность не только долговых, но и долевых требований к должнику. Проецируя многообразие драйверов рентабельности в систему представлений о финансовой несостоятельности предприятий⁴⁴⁹, необходимо, с нашей точки зрения, акцентировать внимание на соотношении рентабельности и стоимости инвестированного капитала⁴⁵⁰.

Результаты второго этапа оценки реабилитационного потенциала кризисного предприятия целесообразно обобщить с применением следующей схемы (Рисунок 3.10).

⁴⁴⁸ Подчеркнем, что в данном случае термин «привлеченные средства» также используется в широком смысле как источники финансирования предприятия. Причем, учитывая смысл финансовой несостоятельности и в то же время порядок оценки финансовой устойчивости, приоритетного внимания требует инвестированный капитал.

⁴⁴⁹ В этой связи отметим, что финансовое состояние предприятия, при котором стоимость инвестированного капитала превышает его рентабельность, характеризуется как «крах бизнеса» (business failure) (Altman E., Hotchkiss E. Op. cit. P. 4), что, с нашей точки зрения, необходимо учитывать в целях оценки реабилитационного потенциала предприятия.

⁴⁵⁰ С этой целью, наряду с традиционными показателями рентабельности инвестиций, может быть предложен показатель *добавленной рентабельности*, методология оценки которого будет раскрыта нами далее. Авторская методика расчета данного показателя представлена в статье: Львова Н. А. Методология оценки добавленной рентабельности в целях мониторинга финансовой стабильности // Экономика и экологический менеджмент. 2016. №3. С. 36 – 41.

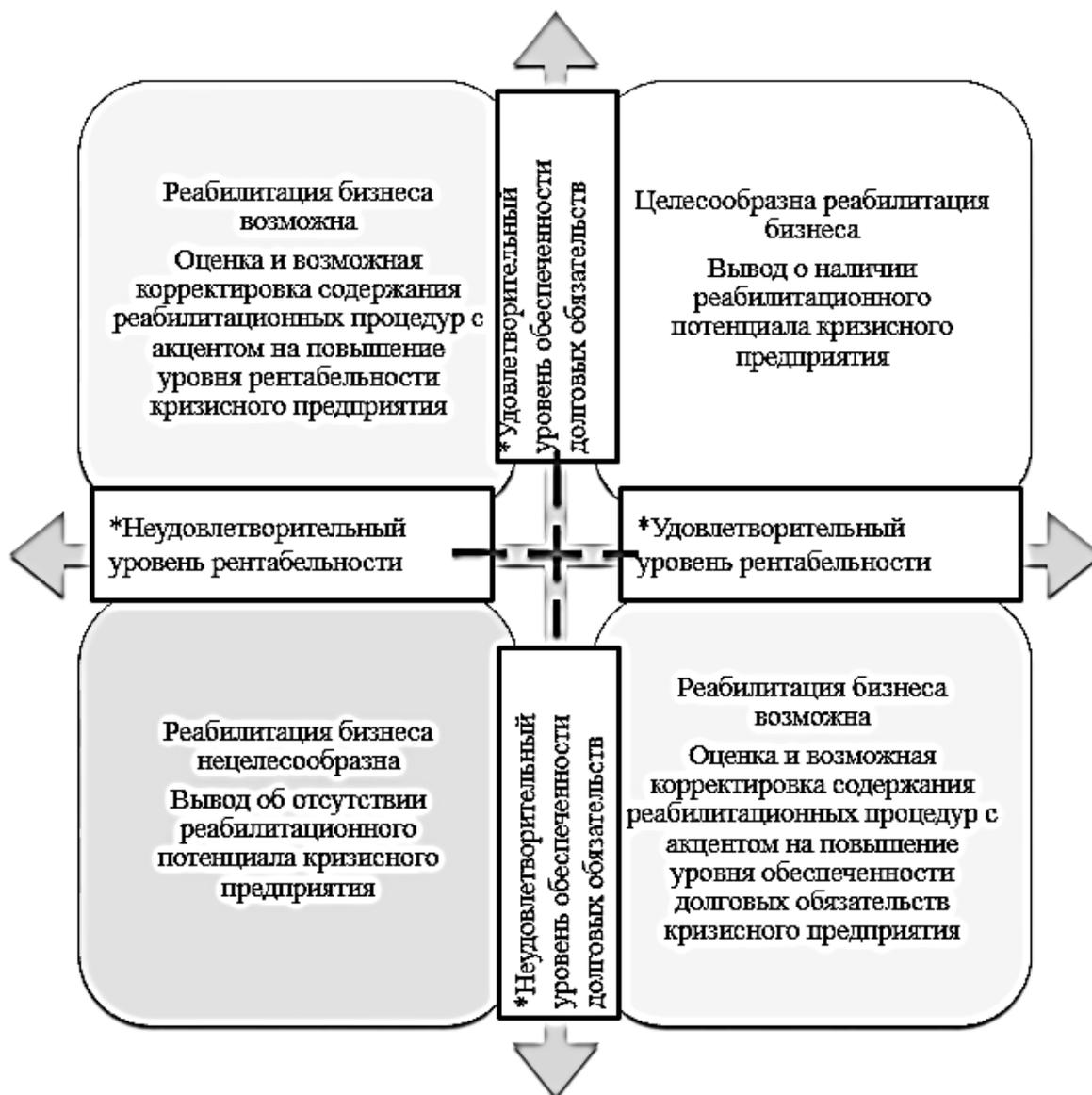


Рисунок 3.10 – Результаты оценки реабилитационного потенциала кризисного предприятия с учетом обеспеченности привлеченных средств⁴⁵¹

Как следует из предложенной схемы, вывод о наличии реабилитационного потенциала кризисного предприятия требует приемлемого уровня обеспеченности привлеченных средств и при альтернативных допущениях о дальнейшей судьбе бизнеса. Наличие одного из двух анализируемых признаков финансовой несостоятельности (неоплатности или нерентабельности) в сочетании с другими неблагоприятными характеристиками финансового состояния, выявленными на предыдущем этапе финансовой диагностики, не позволяет предложить однозначные рекомендации.

⁴⁵¹ Сост. автором.

Реабилитация бизнеса в этом случае теоретически возможна и практически допустима. Однако решение о введении реабилитационных процедур требует переосмысления и дополнительного обоснования с учетом возможности преодоления негативных аспектов функционирования предприятия, препятствующих обеспечению приемлемого уровня обеспеченности привлеченных средств. Кроме того, полученные выводы могут потребовать корректировки реабилитационных процедур. Так, наличие признака неоплатности свидетельствует о целесообразности реструктуризации капитала, направленной на повышение уровня финансовой автономии, тогда как неудовлетворительный уровень рентабельности актуализирует задачу управления финансовыми результатами бизнеса.

Подытоживая результаты исследования финансовой диагностики кризисных предприятий, отметим, что, с нашей точки зрения, соответствующая методология должна апеллировать к специфике института несостоятельности как совокупности социально-экономических отношений, возникающих в связи с неплатежеспособностью должника и дальнейшим урегулированием задолженности. Отмечено, что системы несостоятельности в странах с формирующимся рынком уступают развитым аналогам. Однако в общем случае современное банкротство является своеобразной формой долговой амнистии, что актуализирует вопрос о возможной реабилитации бизнеса. Наличие реабилитационных механизмов конкурсного процесса, в свою очередь, допускает, что даже неплатежеспособное предприятие, находящееся в процедурах банкротства, потенциально может вернуться к нормальному функционированию.

По мнению автора, основные направления финансовой диагностики кризисных предприятий должны корреспондировать с механизмом корпоративного банкротства. Таким образом, нами раскрыто содержание ключевых признаков корпоративного банкротства и представлена их взаимосвязь. Подчеркивается, что решение о реабилитации бизнеса в системах несостоятельности, основанных на признаке неплатежеспособности, в финансовом смысле не является формализованным, что снижает значимость теоретических

моделей финансовой несостоятельности. Аргументировано, что в отношении кризисных предприятий важнейшее значение имеют два направления финансовой диагностики: диагностика неплатежеспособности и оценка потенциала финансовой стабильности в условиях неплатежеспособности.

Для обоснования методологии финансовой диагностики в рамках первого направления автором обобщены и критически переосмыслены методические подходы к оценке платежеспособности. Доказана релевантность традиционной трактовки платежеспособности, апеллирующей к допущению о непрерывности деятельности и корреспондирующей с критерием неплатежеспособности в контексте несостоятельности. В развитие полученных выводов показана взаимосвязь принципа естественного хеджирования бизнес-риска и традиционных показателей платежеспособности. Отмечается, что, по мере приближения к банкротству, возрастает значимость анализа денежных потоков предприятия. Предложены рекомендации по формированию системы сравнительных критериев с учетом отраслевой специфики и механизма корпоративного банкротства.

В целях оценки реабилитационного потенциала неплатежеспособных предприятий предлагается *итерационная методика, апеллирующая к методологии оценки финансовой стабильности*. Согласно данной методике, положительные выводы, полученные с применением авторской модели оценки резерва восстановления платежеспособности, должны быть уточнены в рамках углубленной диагностики с ориентацией на типичные косвенные признаки финансовой несостоятельности. Специфика предложенной модели оценки резерва восстановления платежеспособности должника заключается в ограничении срока оценки периодом реабилитационных процедур. Неотрицательное значение приведенной стоимости анализируемого возвратного потока представляется необходимым условием реабилитации неплатежеспособного предприятия, позволяя перейти к следующему этапу финансовой диагностики. В рамках данного этапа ключевые косвенные признаки финансовой несостоятельности предприятий предложено адаптировать к характеру аналитических задач и особенностям механизма развития кризисной ситуации. В частности, вводится

принцип иерархии признаков: первая, приоритетная, группа признаков (неплатежеспособность и чрезмерный бизнес-риск) отражает возможность должника погашать задолженность, вторая (неоплатность, нерентабельность) – обеспеченность привлеченных средств при альтернативных допущениях о ликвидации и о продолжении деятельности.

Особенность авторской методики оценки потенциала финансовой стабильности (реабилитационного потенциала) в условиях неплатежеспособности заключается в ее гибкости по отношению к результатам финансовой диагностики: целесообразность и содержание каждого последующего этапа диагностики определяются результатами предыдущего. В заключение подчеркнем, что вопрос о целесообразности реабилитации кризисных предприятий в контексте современных систем несостоятельности должен иметь аналитическое обоснование, формируя широкий спектр вопросов научного исследования в данной области с учетом концепции и методологии оценки финансовой стабильности.

ГЛАВА 4

ПРЕДНАМЕРЕННОЕ БАНКРОТСТВО КАК УГРОЗА ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ

4.1 Преднамеренное банкротство предприятий в системе экономических отношений

Преднамеренное банкротство как неправомерная деятельность в сфере несостоятельности представляет специфическую угрозу финансовой стабильности предприятий. Данная угроза имеет относительно высокое значение в условиях формирующегося рынка (который, как известно, характеризуется относительно низким уровнем защиты прав собственности) и, следовательно, должна учитываться при обосновании методологии исследования и оценки финансовой стабильности. Преднамеренное банкротство предприятий может рассматриваться как особый вид *экономической* деятельности, характеризуемой систематически повторяемыми финансовыми схемами. Преднамеренное банкротство далеко не всегда означает банкротство бизнеса и напрямую не связано с финансовой несостоятельностью. Характерные особенности преднамеренного банкротства предприятий определяются тем, что оно, маскируясь легальными хозяйственными операциями, совершается умышленно, нарушает важнейшие принципы функционирования института несостоятельности, снижая уровень его эффективности, и, тем самым, несет угрозу финансовой стабильности широкого круга лиц, вовлеченных в экономические отношения с должником, препятствуя устойчивому росту национальной экономики.

Начнем с вопроса о том, *какими особенностями современного института несостоятельности обусловлена сама возможность преднамеренных банкротств предприятий?* В этой связи еще раз подчеркнем, что в разном социокультурном контексте смысл института несостоятельности воспринимается по-разному, что в обязательном порядке, с нашей точки зрения, должно учитываться при осмыслении значения преднамеренных банкротств в условиях формирующегося рынка. Специфика преднамеренных банкротств, в том числе их

финансовый механизм, во многом определяется отношением общества к неплатежеспособным должникам и теми действиями, которые предпринимаются в случае их неспособности к уплате долга. Мы не случайно акцентируем внимание на *восприятии* банкротства в самом многообразном его значении. Именно в этом аспекте, с нашей точки зрения, прослеживается главный водораздел, отделяющий преднамеренное банкротство от нормальных, допустимых нормами права и обычаями делового оборота, экономических отношений.

Отдельного внимания, в частности, требует вопрос о принципах *легальных отношений* в сфере корпоративного банкротства. Современный институт несостоятельности основан на принципе *прощения неоплатного долга*: если средств, полученных при формировании и последующей реализации конкурсной массы, недостаточно для удовлетворения в полном объеме всех долговых требований, оставшаяся их часть фактически аннулируется. Иными словами, речь идет о прекращении долгов несостоятельного должника. Таким образом, возникает легальная возможность получить долговую амнистию, а вместе с тем и реальное экономическое обоснование действий, направленных на преднамеренное банкротство⁴⁵². Очевидно, что принцип долговой амнистии является необходимым, но недостаточным для осмысления возможности преднамеренного банкротства предприятий. В этой связи целесообразно отметить возможность *реабилитация должника*, которую мы в контексте исследования преднамеренного банкротства проанализируем во взаимосвязи с принципом *юридической самостоятельности организаций*.

Наличие реабилитационных механизмов конкурсного процесса означает признание того факта, что предприятие, испытывающее финансовые затруднения, далеко не всегда является несостоятельным. Ответ на вопрос о реальном финансовом состоянии должника и перспективах его бизнеса требует времени. Поэтому, как правило, возникает временной лаг между началом внешнего

⁴⁵² Примечательно, что выдающийся российский юрист проф. И. Я. Фойницкий определял «*корыстное банкротство* (обманное, подложное, злостное, злонамеренное)» как «умышленное сокрытие собственного имущества должником, впавшего в несостоятельность или прекратившего платежи, с целью получить имущественную выгоду, избежав платежа долгов кредиторам». Фойницкий И. Я. Указ. соч. С. 378. Ср.: Колб Б. И. Состав преступления и понятие банкротства // Законность. 1998. № 1. С. 47.

вмешательства в дела неисправного должника и решением о его дальнейшей судьбе, в том числе о ликвидации бизнеса. Наличие этого временного лага обусловлено вполне очевидными и рациональными соображениями, поскольку жизнеспособные компании должны быть отделены от финансово несостоятельных. Вместе с тем есть и обратная сторона медали: возникает дополнительное время, за которое инициаторы преднамеренного банкротства могут уничтожить сведения о деятельности должника, вывести активы, удовлетворить часть долговых требований в ущерб добросовестным кредиторам и пр. (речь идет о действиях, которые в российском законодательстве объединяются термином «неправомерные действия при банкротстве»).

Отметим и еще одно обстоятельство. Появление и развитие реабилитационных механизмов конкурсного процесса во многом отражает и одновременно меняет отношение общества к несостоятельным должникам⁴⁵³. Можно сказать, что *презумпция виновности* неисправного должника, в целом характерная для ранних, а в отдельных странах и для более поздних исторических этапов эволюции института несостоятельности, в современных условиях де-юре теряет свою значимость. В этом отношении преднамеренное банкротство ассоциируется с более низким уровнем *морального риска* для его инициаторов⁴⁵⁴. Однако коллизия «естественного хеджирования» риска деятельности, связанной с преднамеренными банкротствами предприятий, этим не исчерпывается. Поэтому далее мы обратимся к принципу *юридической самостоятельности организаций*.

Как указано выше, долги, непогашенные ввиду недостаточности имущества предприятия-банкрота, в общем случае прекращаются. Причем, согласно принципу юридической самостоятельности организаций, из которого следует и

⁴⁵³ Следует в этой связи отметить, что на современном этапе развития *легальных отношений* в сфере несостоятельности в общем случае применяется *имущественная ответственность* должника, в том числе, если речь идет о банкротстве физических лиц. В то же время, примечательно, что долговое рабство, которое обычно рассматривающееся как характерная черта древнего института несостоятельности, по-прежнему широко встречается в международной практике. По данным Международной организации труда, долговое рабство продолжает существовать в Индии, Пакистане, Китае, многих государствах Африки и латинской Америки. См.: Румянцев Е. Е. Нравственные законы экономики. М.: ИНФРА-М, 2009. С. 57. См. также: The Global Slavery Index 2013. Walk Free Foundation. URL: <http://www.globalslaveryindex.org/> (дата обращения: 12.12.2016).

⁴⁵⁴ Проблема морального (или этического) риска в процедурах банкротства рассматривается также во взаимосвязи с особенностями современного конкурсного процесса. См., например: Егоров В. Н., Чернова М. В. Указ. соч. С. 61.

принцип их *имущественной обособленности*, предприятие существует как самостоятельное юридическое лицо и, следовательно, обладает отдельной бизнес-историей, отдельным имуществом и отдельными обязательствами. В частности, это означает, что собственники, во-первых, не могут распоряжаться имуществом предприятия по своему усмотрению, а во-вторых, что в данном случае принципиально значимо, не отвечают по долгам предприятия⁴⁵⁵. В правиле есть исключения, которые касаются отдельных организационно-правовых форм (в России, к примеру, это хозяйственные товарищества, производственные кооперативы, казенные предприятия). Отметим, однако, что доля таких субъектов хозяйствования в общем количестве компаний незначительна⁴⁵⁶, то есть исключениями можно пренебречь. Следовательно, принцип имущественной обособленности предприятий является преобладающим.

Каким образом комментируемые принципы связаны с возможностью и особенностями современных преднамеренных банкротств? Признание предприятия банкротом означает, что его непогашенные по итогам ликвидации долговые обязательства (или их оставшаяся, необеспеченная часть) прекращаются. Причем в этой ситуации собственники не несут дальнейшей личной и (или) имущественной ответственности. В результате, возникает возможность злоупотребления правами добросовестных кредиторов и *получения дохода за счет ухода от долгов*, а эта возможность, в свою очередь, реализуется при осуществлении преднамеренного банкротства.

Вернемся к утверждению о том, что преднамеренное банкротство является экономической деятельностью. В этом отношении обратим внимание на цель инициаторов преднамеренного банкротства, которая заключается в получении *экономических выгод* в ущерб интересам других лиц (прежде всего, добросовестных кредиторов несостоятельного должника). Причем возможность получения экономических выгод, как следует из вышесказанного, предопределена

⁴⁵⁵ См. подробнее: Пятов М. Л. Принцип имущественной обособленности // БУХ 1С: Интернет-ресурс для бухгалтеров. 03.05.2007. URL: <http://www.buh.ru/document-1076/> (дата обращения: 12.12.2016).

⁴⁵⁶ См., например: Количество юридических лиц, сведения о которых содержатся в Едином государственном реестре юридических лиц по состоянию на 01.01.2016 / Сведения о работе по государственной регистрации юридических лиц по состоянию на 01.01.2016.

природой современных отношений в сфере несостоятельности. Отметим также, что значимая специфика деятельности, связанной с преднамеренными банкротствами, заключается в ее *неправомерном характере*. Объединяя вышесказанное, логично сформулировать вывод: преднамеренное банкротство является элементом неформальной экономики.

В литературе неформальная экономика противопоставляется формальной. Важнейшие признаки, позволяющие идентифицировать характер соответствующей деятельности, касаются не только уровня ее легальности, но и степени информационной прозрачности, корреспондируя с возможностью государственного регулирования. Неформальная экономика объединяет такие виды экономической деятельности, которые не урегулированы действующим законодательством или напрямую им запрещены, и, следовательно, неподотчетны органам государственной статистики⁴⁵⁷. Преднамеренное банкротство, запрещенное законодательством, нарушающее принцип добропорядочности деловых отношений и учитываемое лишь по факту обнаружения, к формальной экономике, очевидно, не принадлежит.

В структуре неформальной экономики выделяют разные сегменты: прежде всего, вторую и теневую экономику. Деятельность в сфере *второй экономики* неправомерной не является, но обладает низкой степенью прозрачности, напрямую не урегулирована законодательством и не оформляется на контрактной основе, что объясняется различными взаимосвязанными причинами. К примеру, внедрение формализованных правил в данной сфере экономически нецелесообразно или имеющиеся регуляторные механизмы не успевают адаптироваться к изменению институтов с той скоростью, с которой данные изменения осуществляются.

Понятие *теневого экономики* апеллирует к неправомерной экономической деятельности, спектр видов которой достаточно широк. Однако деятельность, связанную с нарушением отдельных аспектов правомерности, в данном случае

⁴⁵⁷ Сопоставимые определения неформальной экономики приводятся в работах проф. С. Ю. Барсуковой. См.: Барсукова С. Ю. Эссе о неформальной экономике, или 16 оттенков серого. М.: Изд. дом Высшей школы экономики, 2015. С. 9; Барсукова С. Ю. Неформальная экономика: понятие, история изучения, исследовательские подходы // Социологические исследования. 2012. № 2. С. 31.

традиционно разграничивают с заведомо запрещенной деятельностью⁴⁵⁸. Это позволяет выделить два основных сегмента теневой экономики: легальный по целям, но неправомерный в отношении используемых средств, и криминальный, в рамках которого и цели, и средства экономической деятельности являются неправомерными. Отметим, что данный подход далеко не единственный⁴⁵⁹. Кроме того, содержание неправомерной экономической деятельности неоднозначно воспринимается в разных дискурсах⁴⁶⁰. Вместе с тем преднамеренное банкротство, нарушающее интересы добросовестных участников экономических процессов, неправомерное, как по цели, так в целом и по характеру используемых средств, с нашей точки зрения, следует анализировать в контексте *криминальной экономики*.

Сущность криминальной экономики, как правило, исследуется во взаимосвязи с явлением экономической преступности, и весьма показательно, что в литературе по данной проблематике преднамеренным банкротствам уделяется подробное внимание. Более того, юридические исследования в этой области являются главным информационным ресурсом по теме преднамеренного банкротства предприятий, включая статистический материал, правовую, а в некоторых случаях и финансово-экономическую трактовку исследуемого явления. И, напротив, в работах, посвященных проблемам теневой экономики, вопросы преднамеренного банкротства рассматриваются редко⁴⁶¹, что актуализирует научные исследования в этом направлении.

Отдавая должное преимуществам *структурного подхода*, следует признать, что четко разграничить формальную и неформальную экономику можно лишь с теоретических позиций. Учитывая, что соответствующие отношения тесно переплетены и взаимообусловлены, целесообразно говорить о *широкой трактовке*

⁴⁵⁸ В отечественной литературе данный подход восходит, прежде всего, к исследованиям проф. В. В. Радаева. См.: Радаев В. В. Теневая экономика в России: изменение контуров // Pro et Contra. 2004. Т. 4. № 1. С. 5 – 24.

⁴⁵⁹ Ср.: Барсукова С. Ю. Неформальная экономика: понятие, история изучения, исследовательские подходы. С. 36.

⁴⁶⁰ В этом отношении уместно упомянуть отдельные виды финансовой деятельности, противоречащие требованиям шариата, но не являющиеся запрещенными в традиционных финансовых системах. См.: Lvova N. A., Pokrovskaia N. V., Ivanov V. V. The attitude to Islamic taxation in Russia: does financial ethics matter? // Innovation management and education excellence vision 2020: from regional development sustainability to global economic growth. The 27th IBIMA conference proceedings, 2016. P. 295, 296.

⁴⁶¹ Таким образом, несмотря на то что, по мнению практиков, преднамеренное банкротство является одной из наиболее насущных проблем в развитии российского института несостоятельности, экономические исследования по данному вопросу носят относительно немногочисленный характер.

института несостоятельности, в котором есть две стороны: теневая и легальная. Поэтому далее мы предлагаем рассматривать преднамеренное банкротство в контексте *институционального подхода* как теневую сторону института несостоятельности, и, следовательно, по аналогии, институт преднамеренного банкротства – как *теневой институт несостоятельности*, мимикрирующий под легальные формы разрешения неплатежеспособности.

Значимые выводы о содержании преднамеренного банкротства в этом случае могут быть получены сравнительным методом. В частности, экономический смысл легальной несостоятельности заключается в перераспределении капитала к условно эффективному собственнику, которое способствует экономическому росту и аккумуляции общественного благосостояния. Преднамеренное банкротство также связано с перераспределением капитала, однако заведомо противоречит интересам общества в лице кредиторов и других стейкхолдеров предприятия. Таким образом, подразумеваемый, сложно формализуемый и неоднозначно интерпретируемый критерий общественной эффективности в данном случае подменяется мотивами личной («корыстной») заинтересованности, а эффективность преднамеренного банкротства для его инициаторов вполне неплохо поддается формализации.

Подчеркнем, что *сравнительный анализ* преднамеренного и легального банкротства особенно востребован при обосновании методических подходов к финансовой диагностике, поскольку по ее результатам должен быть получен вывод о том, стало ли банкротство следствием нормальной, однако, неудачной финансово-хозяйственной жизни предприятия или в нем усматриваются признаки соответствующей неправомерной деятельности.

Рассматривая экономический смысл института преднамеренного банкротства более подробно, важно различать банкротство в интересах собственника, осуществляемое с целью уклонения от ответственности перед кредиторами, и банкротство в интересах третьих лиц, активное участие в котором зачастую принимают недобросовестные конкуренты.

Банкротство как *способ урегулирования задолженности* не является в мировой практике чем-то исключительным. В международных исследованиях в этом отношении принято использовать термин «стратегическое банкротство»⁴⁶², которое, однако в большей степени ассоциируется с *легальными* инструментами защиты бизнеса, чем с *неправомерными* действиями в сфере несостоятельности. Тем не менее, релевантна проблема морального риска стратегических банкротств⁴⁶³. Что касается именно *преднамеренных* «стратегических банкротств», соответствующие финансовые схемы демонстрируют значительное разнообразие. Однако за последние столетия главный экономический смысл данных схем, который сводится к аккумуляции необеспеченного долга, не претерпел принципиальных изменений⁴⁶⁴.

Применение преднамеренного банкротства в целях *передела собственности*, напротив, выступает одной из характерных особенностей переходной экономики и преемственного к ней формирующегося рынка⁴⁶⁵. В России резкий всплеск преднамеренных банкротств пришелся на самое начало XXI в., когда действовал второй по счету Закон «О несостоятельности (банкротстве)»⁴⁶⁶. В это время институт преднамеренных банкротств оказался востребованным крупными компаниями и специализированным игроками рынка слияний и поглощений как инструмент рейдерства. По многочисленным экспертным оценкам, преобладающая часть сделок на этом рынке носила захватнический характер и отмечалась практически повсеместным использованием механизмов конкурсного процесса⁴⁶⁷. В то же время не менее широко в литературе представлена точка зрения о том, что банкротства российских предприятий в тот период имели

⁴⁶² Coelho L., Kose J., Taffler R. Does the market know better? The case of strategic vs. non-strategic bankruptcies. 2011. URL: <http://ssrn.com/abstract=1787197> (дата обращения: 12.12.2016). См. также: Higgins R. C. Op. cit. P. 220.

⁴⁶³ Delaney K.J. Strategic bankruptcy – how corporations and creditors use Chapter 11 to their advantage. Berkeley: University of California Press, 1998. P. 59.

⁴⁶⁴ См., например: Kadens E. Op. cit. P. 485–486.

⁴⁶⁵ Об особенностях развития института несостоятельности в условиях переходной экономики см.: Институт банкротства: становление, проблемы, направления реформирования. С. 55–56.

⁴⁶⁶ О несостоятельности (банкротстве): федер. закон Рос. Федерации от 08 янв. 1998 г. № 6-ФЗ; принят Гос. Думой 10 дек. 1997 г.; одобр. Советом Федерации 24 дек. 1997 г. (утратил силу). URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=36045&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.21557202047928614#0> (дата обращения: 12.12.2016).

⁴⁶⁷ См. подробнее: Львова Н. А., Кальварский Г. В. Банкротство как вызов экономической безопасности российских предприятий // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. 2016. № 1. С. 92, 93.

преимущественно заказной характер и осуществлялись в целях передела собственности⁴⁶⁸.

Анализируя содержание института преднамеренного банкротства, определим и охарактеризуем его субъектов, которые могут осуществлять данную экономическую деятельность. Как показывает практика, в эту деятельность могут быть вовлечены любые экономические субъекты, в том числе государство, организации и физические лица.

Государство (или муниципалитет) участвует в данной деятельности, прежде всего, в лице собственника унитарных предприятий, преднамеренное банкротство которых зачастую осуществляется с целью создания новых предприятий в прежней организационно-правовой форме. Кроме того, речь может идти об участии судебных или административных органов, если банкротство предприятия является следствием коррупции, злоупотребления служебным положением и пр.⁴⁶⁹ Неправомерные действия и решения государственных органов и должностных лиц могут привести и нередко приводят к неблагоприятным экономическим последствиям. Однако привлечь «государство» к ответственности за банкротство предприятия невозможно⁴⁷⁰.

⁴⁶⁸ Кравченко Е., Тихонов А. Половина банкротств в России «заказаны» конкурентами: интервью руководителя ФСФО России Трефиловой Т. И. // Известия. 2003. 24 дек. URL: <http://izvestia.ru/news/2852844> (дата обращения: 12.12.2016); Спирин Ю. Половина банкротств – криминальные // Известия. 2004. 29 янв. URL: <http://izvestia.ru/news/286356> (дата обращения: 12.12.2016). Примечательно, что по результатам выборочного анализа 100 дел о банкротстве, проведенного Федеральной службой России по финансовому оздоровлению и банкротству в 2001 г., примерно в 30% случаев кредиторы были заинтересованы не в возврате своих средств, а в смене собственника. Широко использовались методы по «выводу» активов, «сбрасыванию» долгов и т. п. См. подробнее: Головачев В. Банкротство по заказу: интервью Т. Трефиловой // Труд. 23.08.2001. URL: http://www.trud.ru/article/23-08-2001/28767_bankrotstvo_po_zakazu/print (дата обращения: 12.12.2016). Весьма показательна на этом фоне выглядит статистика раскрываемости преднамеренных банкротств. В период с 2001 по 2003 г. по ст. 196 «Преднамеренное банкротство» УК РФ было возбуждено 755 уголовных дел и осуждено 35 лиц. Церенов Ц., Скрипичников Д., Раицкая Е. Новая уголовная ответственность за банкротство // Консультант. 2004. № 21. URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=PBI;n=51436> (дата обращения: 12.12.2016).

⁴⁶⁹ По мнению В. И. Колесникова, заместителя генерального прокурора РФ в период с 2002 по 2006 г., «банкротство как способ криминального передела собственности является реальным явлением. Используется и судебная власть, и административный ресурс, коррупция». См.: Самоторова А. Преступление без наказания // Новые известия. 2004. 9 июня. URL: <http://www.newizv.ru/economics/2004-06-09/7206-prestuplenie-bez-nakazaniya.html> (дата обращения: 12.12.2016).

⁴⁷⁰ Однако справедливым представляется мнение о том, что ст. 1069 Гражданского кодекса Российской Федерации (часть вторая): федер. Закон Рос. Федерации от 26 янв. 1996 г. № 14-ФЗ: принят Гос. Думой 22 дек. 1995 г.: URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=198256&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.5094092421446241#0> (дата обращения: 12.12.2016), согласно которой вред, выступающий результатом незаконных действий (бездействия) государственных органов, ОМСУ, а также должностных лиц данных органов, подлежит возмещению за счет бюджета соответствующего уровня, позволяет использовать аналогию закона и применять правило о субсидиарной ответственности в случае банкротства должника. См.: Гречишкин А., Плотников В. Лжебанкротство // Хозяйство и право. 1999. № 12. С. 42.

Особое значение в функционировании института преднамеренных банкротств в условиях формирующегося рынка принадлежит *организациям*, одним из основных видов деятельности которых фактически выступает «бизнес на несостоятельности»⁴⁷¹, в том числе рейдерские захваты и заказная ликвидация конкурентов (контрагентов). Примечательно, что одной из характерных особенностей уголовного права многих стран с развитой системой рыночной экономики является наличие института *уголовной ответственности корпораций* (юридических лиц). Первоначально этот институт был характерен для стран с англосаксонской системой права, но впоследствии его восприняли и многие страны континентальной Европы⁴⁷². В таких странах подобные «рейдерские» организации было бы возможно привлечь к уголовной ответственности. Однако российское законодательство уголовной ответственности в отношении юридических лиц не предусматривает, что во многом объясняет существование компаний, принимающих участие в реализации преднамеренных банкротств.

С позиции действующего российского законодательства, субъектами преднамеренных банкротств выступают *физические лица*, которые действуют по собственной инициативе или по поручению других лиц (во втором случае уместно ввести такой термин, как «агенты преднамеренных банкротств»). В этом отношении отметим, что вне зависимости от особенностей рынка, а также от того, кто является фактическим выгодоприобретателем преднамеренного банкротства, ключевая роль в его реализации принадлежит именно физическим лицам. Они несут соответствующие риски (в том числе подлежат правовой ответственности) и рассчитывают на определенные экономические выгоды, которые могут быть получены в виде дохода от теневой реорганизации, ликвидации бизнеса или, например, в виде своеобразного агентского вознаграждения.

Подчеркнем, что, если экономическими субъектами преднамеренного банкротства предприятий зачастую выступают организации, то их агентами могут

⁴⁷¹ Термин предложен проф. В. В. Витрянским. См.: Витрянский В. В. Реформа не состоялась? // Экономика и жизнь. 2002. № 28. С. 3.

⁴⁷² Волженкин Б. В. Преступления в сфере экономической деятельности (экономические преступления). СПб.: Изд-во «Юридический центр Пресс», 2002. С. 563.

являться исключительно физические лица. Любопытно отметить, что понятие «агент» используется в американском законодательстве при описании случаев уголовной ответственности корпораций. Агент означает любого директора, должностное лицо, служащего, лицо, работающее по найму, или иное лицо, уполномоченное действовать в интересах корпорации. Корпорации несут ответственность за действия своих агентов (представителей), если последние действовали в рамках своих полномочий по трудовому договору (в пределах своей должности) и намеревались принести пользу корпорации, хотя этот мотив мог сочетаться с другими побудительными мотивами и сам факт получения выгоды корпорацией обязательным не является. Однако за любое поведение, которое лицо осуществляет в интересах корпорации, либо делает так, что такое поведение осуществляется, оно несет ответственность в тех же пределах, в которых оно несло бы ее, если бы это поведение было осуществлено от его собственного имени или в его собственных интересах⁴⁷³.

Заметим, что в целях финансовой диагностики преднамеренного банкротства предприятий наибольший интерес представляют лица, имеющие право давать обязательные для должника указания. Также, на наш взгляд, нельзя недооценивать значение лиц, способных оказывать влияние на деятельность должника⁴⁷⁴. Вместе с тем, речь должна идти только о тех из них, влияние которых существенно с позиции потенциального банкротства.

В заключении исследуем преднамеренное банкротство как один из видов криминального⁴⁷⁵ (Рисунок 4.1).

⁴⁷³ Волженкин Б.В. Указ. соч. С. 564, 566.

⁴⁷⁴ Отметим, что ранее в таком значении в российском законодательстве применялся термин «аффилированные лица». См.: Информация об аффилированных лицах: положение по бухгалтерскому учету (ПБУ 11/2000): утв. приказом Минфина России от 13 янв. 2000 г. № 5н (утратило силу). URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=31504&fld=134&dst=100000001,0&rnd=0.10072510634556386#0> (дата обращения: 12.12.2016). В новом ПБУ 11/2008 «Информация о связанных сторонах»: утв. приказом Минфина России от 29 апр. 2008 г. № 48н. П. 4. URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=179208&fld=134&dst=100000001,0&rnd=0.9320819017233191#0> (дата обращения: 12.12.2016) введен термин «связанные стороны», который объединяет лиц, которые могут оказывать влияние на деятельность организации и на деятельность которых организация может оказывать свое влияние.

⁴⁷⁵ В целях исследования понятие «криминальное банкротство» будем использовать для обобщения преступления и правонарушений в сфере несостоятельности, которые в английском языке традиционно обозначаются «bankruptcy frauds» (в дословном пер. с англ. – мошенничества при банкротстве).

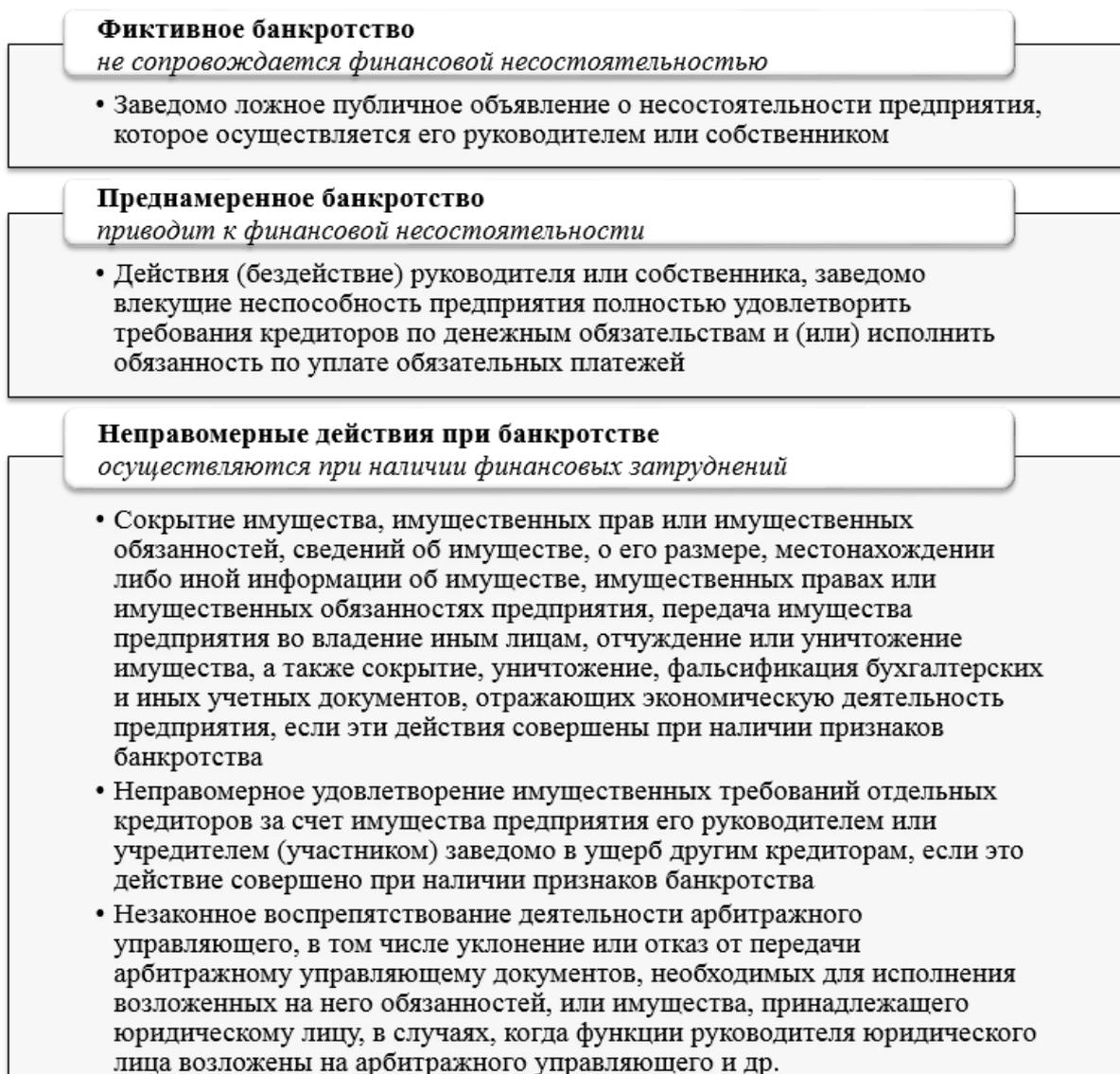


Рисунок 4.1 – Виды криминального банкротства российских предприятий⁴⁷⁶

⁴⁷⁶ Сост. по: Уголовный кодекс Российской Федерации: федер. закон Рос. Федерации от 13 июня 1996 г. № 63-ФЗ: принят Гос. Думой 24 мая 1996 г.; одобр. Советом Федерации 5 июня 1996 г. Ст. 195 – 197. URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=209092&fld=134&dst=100000001,0&rnd=0.4792023869880657#0> (дата обращения: 12.12.2016) (далее – УК РФ); Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях. Ст. 14.12; 14.13. Следует отметить, что криминальное банкротство как преступление отделяется по смыслу от соответствующего правонарушения. В частности, в отношении фиктивного и преднамеренного банкротства учитывается величина причиненного ущерба (см. Примечание к ст. 169 УК РФ). Если данный ущерб является значительным, речь идет о преступлении. И напротив, отсутствие значительного ущерба позволяет констатировать правонарушение. Неправомерные действия при банкротстве предприятия, которые считаются правонарушением, более разнообразны по содержанию, чем соответствующее преступление. Например, субъектами таких действий могут выступать не только руководитель или собственник предприятия, но и другие лица (арбитражные управляющие, кредиторы). Кроме того, перечень неправомерных действий по выводу активов предприятия, сокрытию информации о финансово-хозяйственной деятельности, нарушению прав добросовестных кредиторов и пр. дополнен (рис. 4.1) принятием неправомерного удовлетворения имущественных требований кредиторов, знающих об отданном им предпочтении в ущерб другим кредиторам, если эти действия совершены при наличии признаков банкротства; неисполнением арбитражным управляющим обязанностей, установленных законодательством о несостоятельности (банкротстве); и рядом других действий (в том числе неисполнение руководителем обязанности обратиться с заявлением о банкротстве предприятия в арбитражный суд в предусмотренных Законодателем случаях).

Следуя терминологии российского законодательства, криминальное банкротство предприятий можно подразделить на фиктивное, преднамеренное и неправомерные действия при банкротстве, что, с нашей точки зрения, позволяет вполне четко разграничить экономический смысл различных действий, которые объединяются данным обобщающим понятием. Как соотносятся между собой виды криминального банкротства по экономическому смыслу?

Наиболее важным признаком *фиктивного банкротства* является то, что должник не является финансово несостоятельным. Этим признаком фиктивное банкротство принципиально отличается от других видов криминального банкротства предприятий. *Неправомерные действия при банкротстве* совершаются в условиях финансовых затруднений (по российскому законодательству – при наличии признаков банкротства, неплатежеспособности и (или) недостаточности имущества). В этом состоит главное отличие данных действий от *преднамеренного банкротства*, в результате которого изначально финансово стабильное предприятие приводится к финансовой несостоятельности.

Следует особо отметить, что в целях оценки финансовой стабильности предприятий наибольший интерес представляют те действия, которые несут угрозу финансовой несостоятельности, то есть, во-первых, это действия, направленные на преднамеренное банкротство изначально благополучного должника, а, во-вторых, действия, усугубляющие финансовое состояние кризисного предприятия. В целях исследования и в том, и в другом случаях мы будем говорить о преднамеренном банкротстве. Однако подчеркнем, что данная трактовка будет *экономической*, которую не следует смешивать с юридической, согласно которой во втором случае речь идет об отдельных «неправомерных действиях при банкротстве». Таким образом, преднамеренное банкротство мы предлагаем рассматривать в контексте концепции финансовой несостоятельности предприятий как совокупность неправомерных действий, направленных на банкротство должника, вне зависимости от характера его финансового состояния (наличия или отсутствия признаков финансовой несостоятельности) на момент начала осуществления данных действий.

4.2 Финансовый механизм преднамеренного банкротства предприятий

Принимая во внимание экономический смысл преднамеренного банкротства, исследуем существенные особенности его *финансового механизма* в контексте финансово-хозяйственной деятельности предприятия. Предположение о наличии финансового механизма рассматриваемых действий основано на том, что преднамеренное банкротство является не просто экономической, а *финансовой категорией*⁴⁷⁷. В связи с этим обратим внимание на релевантные особенности возникающих по этому поводу экономических отношений. Данные отношения имеют *распределительный характер*⁴⁷⁸: точнее, они направлены на перераспределение финансовых средств должника к инициаторам преднамеренного банкротства предприятия. Кроме того, преднамеренное банкротство обуславливает *однонаправленное движение финансовых средств*, а именно: это деятельность, направленная на получение экономических выгод вследствие непогашения (или неполного погашения) долга перед кредиторами. И, наконец, в результате преднамеренного банкротства могут формироваться *фонды финансовых ресурсов*, предполагающие целевой характер использования: преднамеренное банкротство зачастую направлено на аккумуляцию финансовых ресурсов с целью организации нового, необремененного долгами бизнеса.

Таким образом, в целом преднамеренное банкротство предприятий отвечает признакам финансовых отношений. Вместе с тем соответствующие неправомерные действия имеют нерегламентированный характер, тогда как распределительная функция финансов осуществляется в соответствии с правовыми нормами и обычаями делового оборота. Данное противоречие снимается тем, что о преднамеренном банкротстве, которое является элементом неформальной и, более того, криминальной экономики, можно говорить исключительно, как о *неправомерной финансовой деятельности*. Специфическими признаками такой

⁴⁷⁷ Данное утверждение впервые сформулировано и аргументировано автором в статье: Львова Н. А. Преднамеренное банкротство: экономическое содержание и финансовый механизм. С. 93.

⁴⁷⁸ Примечательно, что в юридической литературе преднамеренное банкротство зачастую рассматривается как преступление в сфере *распределения*. См., например: Тюнин В. И. Уголовное законодательство и экономическая деятельность (история и современность). СПб, 2000. С. 196, 197.

деятельности выступают не только *неправомерность*, но и *скрытность*⁴⁷⁹. Неправомерность означает противоправность либо злоупотребление правом тех или иных лиц, скрытность – негласный характер целей данной деятельности.

Подчеркнем, что преднамеренное банкротство, с нашей точки зрения, необходимо рассматривать как теневую сторону института несостоятельности. Руководствуясь данной логикой, несложно заметить, что преднамеренное банкротство предприятий приобретает внешние формы легального банкротства. И в то же время это процесс, нарушающий естественные экономические процессы, заведомо направленный на создание такого финансового состояния, в котором предприятие не сможет погасить свои долговые обязательства. Данное обстоятельство предопределяет наличие специфического финансового механизма, который следует проанализировать подробнее.

По аналогии с альтернативными юридическими трактовками механизма преднамеренного банкротства предприятий⁴⁸⁰, можно выделить два взаимодополняющих взгляда на природу его финансового механизма. Согласно первому, финансовый механизм преднамеренного банкротства заключается в *неправомерной финансовой деятельности*, направленной на банкротство должника, причем конкретные действия в ее составе не выделяются. Согласно второму взгляду, финансовый механизм преднамеренного банкротства декомпозируется на отдельные *неправомерные финансовые действия*. Первый подход плохо согласуется с целями финансовой диагностики, поэтому в дальнейшем мы будем рассматривать финансовый механизм преднамеренного банкротства как совокупность *неправомерных финансовых действий*, в результате которых предприятие становится финансово несостоятельным (банкротом)⁴⁸¹.

⁴⁷⁹ Ср.: Фетисов В. Д., Фетисова Т. В. Теневые финансовые потоки в рыночной экономике // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 5. Экономика. 2005. № 1. С. 93, 94.

⁴⁸⁰ Михалев И. Ю. Криминальное банкротство. СПб.: Юридический центр Пресс, 2001. С. 124.

⁴⁸¹ Любопытно, что по российскому законодательству банкротство может быть признано преднамеренным и в результате *бездействия* лиц, которые имеют право и возможность предотвратить неспособность должника удовлетворить долговые требования. Вместе с тем, очевидно, что бездействие нельзя деятельностью, то есть в этой части нормативное определение противоречит принятой экономической трактовке преднамеренного банкротства, которая является приоритетной для целей данного исследования.

Поскольку содержание преднамеренного банкротства не исчерпывается финансовыми отношениями, следует отметить, что его финансовый механизм является элементом общего механизма – всей совокупности неправомерных действий, направленных на банкротство предприятия, которые могут включать хищение и подлог документов, воспрепятствование деятельности арбитражного управляющего и пр. Специфика финансового механизма преднамеренного банкротства предопределяется тем обстоятельством, что, наряду с признаком неправомерности, соответствующие действия характеризуются признаком скрытности и, следовательно, имитируют обычную хозяйственную жизнь предприятия⁴⁸². Последняя, в свою очередь, складывается из фактов хозяйственной жизни, то есть событий, которые либо приводят, либо потенциально могут привести к изменению экономического потенциала хозяйствующего субъекта⁴⁸³.

Факты хозяйственной жизни подразделяются на две группы: 1) «факты-действия» (или «факты хозяйственной деятельности») – целенаправленные действия, связанные с финансово-хозяйственной деятельностью предприятия; 2) «факты-события» – спонтанные неожиданные события, не имеющие прямой связи с логикой корпоративного жизненного цикла⁴⁸⁴. Факты хозяйственной жизни предприятий отражаются хозяйственными операциями. В частности, хозяйственные операции отображают действия организации, выполняемые ею по отношению к своим контрагентам. С юридической точки зрения, эта часть фактов представлена сделками – «действиями юридического лица, направленными на установление, изменение или прекращение гражданских прав и обязанностей»⁴⁸⁵.

Следуя предложенной логике, определение финансового механизма преднамеренного банкротства можно конкретизировать следующим образом: эта

⁴⁸² При этом каждый факт хозяйственной жизни российских предприятий должен оформляться первичным учетным документом, тогда как принятие к бухгалтерскому учету документов, которыми оформляются не имевшие места факты хозяйственной жизни, не допускается: О бухгалтерском учете: федер. закон Рос. Федерации от 06 дек. 2011 г. № 402-ФЗ: принят Гос. Думой 22 ноябр. 2011 г.; одобрен Советом Федерации 29 ноябр. 2011 г.: П. 1 ст. 9. URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=198265&fld=134&dst=100000001,0&rnd=0.37614499479690267#0> (дата обращения: 12.12.2016).

⁴⁸³ Ковалев В. В., Ковалев Вит. В. Указ. соч. С. 393.

⁴⁸⁴ См.: Соколов Я. В., Пятов М. Л. Указ. соч. С. 28.

⁴⁸⁵ Пятов М. Л. Бухгалтерский учет и оформление договоров. Практическое пособие. М.: ПБОЮЛ Гриженко Е. М., 2000. С. 65.

неправомерные финансовые *действия*, направленные на финансовую несостоятельность (банкротство) предприятия, которые завуалированы *хозяйственными операциями*. Иными словами, речь идет о совокупности хозяйственных операций, объединенных главной целью – банкротством предприятия. Причем речь идет о вполне легальных, на первый взгляд, хозяйственных операциях, скрывающих реальные намерения инициаторов преднамеренного банкротства. Важным является тот факт, что основу финансового механизма преднамеренного банкротства предприятий, как правило, формируют сделки, внешний вид которых во многих случаях отвечает требованиям законодательства и сложившейся практике рыночных отношений, требуя не вполне очевидного доказательства их неправомерности⁴⁸⁶. Совокупность сделок, фактическая цель которых, в конечном счете, заключается в банкротстве и ликвидации должника (как будет отмечено далее, в условиях недостаточности имущества), мы предлагаем рассматривать как *финансовую схему* преднамеренного банкротства⁴⁸⁷.

Подведем предварительный итог. Финансовый механизм преднамеренного банкротства является элементом его общего механизма. В составе финансового механизма, в свою очередь, можно говорить о таком элементе, как финансовая схема. Таким образом, механизм, финансовый механизм и финансовая схема преднамеренного банкротства в общем случае соотносятся по принципу «матрешки», что, с нашей точки зрения, необходимо учитывать при обосновании методологии корпоративной финансовой диагностики (Рисунок 4.2).

⁴⁸⁶ Очевидно, что механизм преднамеренного банкротства было бы неправильно сводить исключительно к сделкам. Сделка ограничивает действия юридического лица сферой установления, изменения или прекращения гражданских прав и обязанностей, тогда как механизм преднамеренного банкротства рассматривается нами как совокупность любых действий, в результате которых платежеспособность должника не может быть восстановлена.

⁴⁸⁷ Примечательно, что термин «схема» в отношении криминальных банкротств (bankruptcy fraud scheme – 18 U.S.C. § 157) используется в американском законодательстве. По статистике, удельный вес данных преступлений в сфере несостоятельности является преобладающим, наряду с налоговыми мошенничествами (tax fraud), искажением показаний и отчетности (false oath and statement), сокрытием имущества и другими неправомерными действиями в процессе реорганизации (concealment). См.: Criminal referrals by the United States Trustee Program fiscal year 2015. P. 4. URL: https://www.justice.gov/ust/file/criminal_report_fy2015.pdf/download (дата обращения: 12.12.2016).



Рисунок 4.2 – Взаимосвязь механизма, финансового механизма и финансовой схемы преднамеренного банкротства предприятий⁴⁸⁸

В литературе финансовый механизм преднамеренного банкротства предприятий описывается по-разному. Как правило, авторы акцентируют внимание на том, что «выводятся» активы, происходит аккумуляция краткосрочной задолженности или критическое ухудшение финансовых результатов деятельности.

Сторонники *первой трактовки* отмечают, что преднамеренное банкротство осуществляется путем «растраты имущества» должника⁴⁸⁹. Иными словами, в условиях преднамеренного банкротства хозяйственные операции скрывают «вывод активов», в результате которого *собственное имущество* предприятия (прежде всего, то, которое необходимо для осуществления основной деятельности) замещается неликвидным и (или) фиктивным (ничтожные векселя, заведомо безнадежная дебиторская задолженность и др.). Ключевым признаком преднамеренного банкротства в данном случае выступает существенное негативное влияние соответствующих действий на обеспеченность долговых требований анализируемого предприятия⁴⁹⁰.

⁴⁸⁸ Сост. автором.

⁴⁸⁹ Существенный вклад в популяризацию данного подхода принадлежит А. М. Тимербулатову. См., например: Тимербулатов А. Преднамеренное банкротство // Законность. 2000. № 2. С. 13.

⁴⁹⁰ Ср.: Тимербулатов А. Указ. соч. С. 15.

Вторая трактовка финансового механизма преднамеренного банкротства предприятий восходит к Закону о банкротстве предприятий (1992 г.). В этой связи предполагается, что маскирующие преднамеренное банкротство хозяйственные операции направлены на *создание или увеличение неплатежеспособности должника*⁴⁹¹. Отметим, что обеспечение платежеспособности касается краткосрочных аспектов финансового менеджмента, отражая качество управления рабочим капиталом. Финансовыми признаками, позволяющими сделать предварительные выводы о наличии платежеспособности, являются наличие денежных средств и отсутствие просроченной задолженности⁴⁹². Таким образом, финансовая интерпретация комментируемой трактовки означает, что финансовый механизм преднамеренного банкротства заключается в *аккумуляции краткосрочной задолженности*, включая не только долговые обязательства предприятия, но и его дебиторскую задолженность, в которой намеренно иммобилизуются денежные средства.

Третья трактовка прослеживается в наиболее ранней отечественной методике диагностики преднамеренного банкротства предприятий, которая применялась в практике работы Федеральной службы РФ по делам о несостоятельности и финансовому оздоровлению (далее ФСДН)⁴⁹³. В дальнейшем она была воспринята во Временных правилах проверки арбитражным управляющим наличия признаков фиктивного и преднамеренного банкротства, а также нередко транслируется в отечественной литературе⁴⁹⁴. Специфика трактовки заключается в том, что финансовый механизм преднамеренного банкротства

⁴⁹¹ Данная формулировка изначально использовалась при определении умышленного банкротства (О несостоятельности (банкротстве) предприятий. Преамбула), впоследствии долгое время (до 2006 г.) фигурировала в определении преднамеренного банкротства в УК РФ (ст. 196) и до настоящего времени в несколько перефразированной форме упоминается во Временных правилах проверки арбитражным управляющим наличия признаков фиктивного и преднамеренного банкротства: утв. постановлением Правительства Рос. Федерации от 27 дек. 2004 г. № 855. П. 8, 9, 14. URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=51004&fld=134&dst=100000001,0&rnd=0.2931085102197375#0> (дата обращения: 12.12.2016).

⁴⁹² Ковалев В. В. Указ соч. С. 217.

⁴⁹³ Методические рекомендации ФСДН по проведению экспертизы о наличии (отсутствии) признаков фиктивного или преднамеренного банкротства: утв. распоряжением ФСДН России от 8 окт. 1999 г. № 33-р. URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=25758&fld=134&dst=100000001,0&rnd=0.5091577298064573#0> (дата обращения: 12.12.2016). Данные рекомендации утратили силу после упразднения Федеральной службы России по финансовому оздоровлению и банкротству, а также в связи с введением Временных правил проверки арбитражным управляющим наличия признаков фиктивного и преднамеренного банкротства.

⁴⁹⁴ Обзор применения данной трактовки см: Михалев. Указ. соч. С. 116 – 127.

предприятий сводится к «заведомо невыгодным» сделкам⁴⁹⁵. В наиболее общем смысле невыгодность, как правило, ассоциируется с бесполезностью, убытками, расходами⁴⁹⁶, а экономическая невыгодность, прежде всего, с убытками⁴⁹⁷. Таким образом, финансовый механизм преднамеренного банкротства, согласно данной трактовке, заключается в *аккумуляции убытков*.

Комментируемые трактовки преднамеренного банкротства предприятий далеко не полностью отражают его финансовую сущность и, кроме того, в значительной части пересекаются по смыслу. Поэтому, с нашей точки зрения, еще раз уместно обратиться к экономическим предпосылкам преднамеренного банкротства и, прежде всего, к возможности прекращения долга несостоятельного предприятия в условиях его имущественной обособленности. В этой связи особо отметим, что финансовый смысл преднамеренного банкротства определяется тем обстоятельством, что необеспеченные по итогам ликвидации долги предприятия фактически аннулируются. Это обстоятельство позволяет нам более точно определить финансовый механизм преднамеренного банкротства предприятий как совокупность хозяйственных операций, направленных на *максимизацию отрицательного значения чистых активов* предприятия по их рыночной (и в то же время ликвидационной) стоимости. Раскрывая данное определение, важно отметить, что финансовый механизм преднамеренного банкротства предприятий может быть потенциально реализован тремя альтернативными способами: 1) вывод активов при незначительном изменении величины долговых обязательств (отсутствии таких изменений); 2) аккумуляция долга при незначительном изменении величины совокупных активов (отсутствии таких изменений); 3) вывод активов, сопровождающийся аккумуляцией долга (Рисунок 4.3).

⁴⁹⁵ См., например: п. п. 18, 19 Методических рекомендаций ФСДН России по проведению экспертизы о наличии (отсутствии) признаков фиктивного или преднамеренного банкротства.

⁴⁹⁶ Ср.: Большой толковый словарь русского языка / Под ред. С.А. Кузнецова. С. 168.

⁴⁹⁷ Примечательно, что экономическая выгода рассматривается в контексте сущностных признаков активов организации как «заклученный в активе потенциал прямого или косвенного превращения его в поток денежных средств или их эквивалентов». См.: Ковалев В.В., Ковалев Вит. В. Указ. соч. С. 395. В этой связи уместно обратиться к Международным стандартам финансовой отчетности, согласно которым расходы организации подразделяются на две группы: а) расходы, возникающие в ходе обычной хозяйственной деятельности; б) убытки, состоящие из затрат, которые не создают каких-либо экономических выгод в будущем. См.: Палий В.Ф. Международные стандарты учета и финансовой отчетности: Учебник. 3-е изд., испр. и доп. М.: ИНФРА-М, 2008. С. 35.

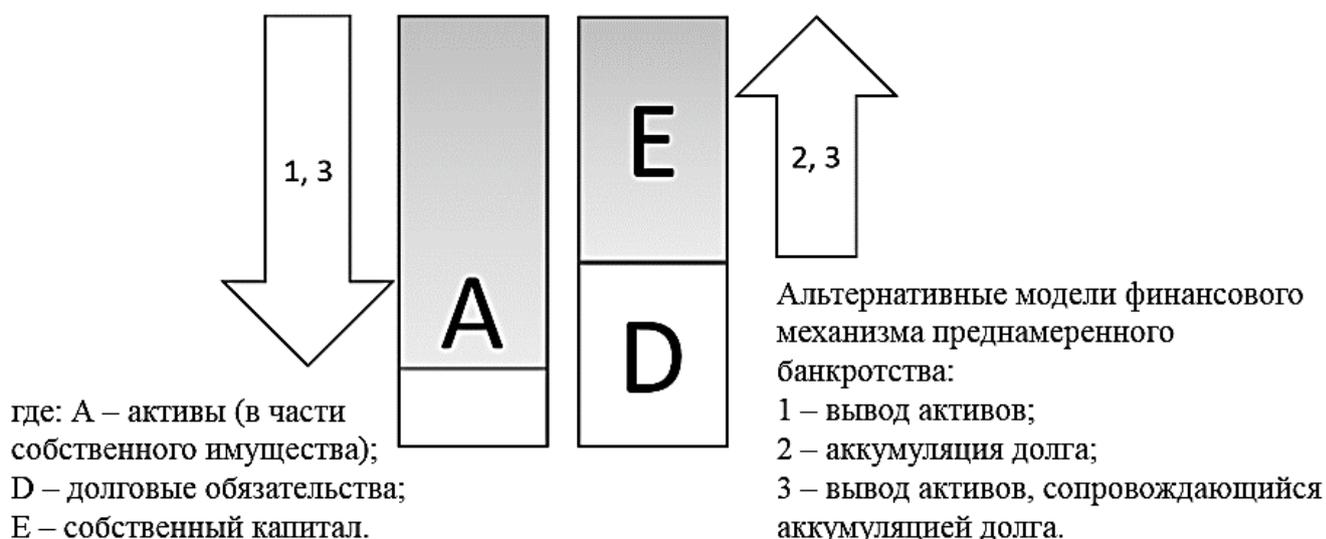


Рисунок 4.3 – Реализация финансового механизма преднамеренного банкротства в контексте балансовой модели предприятия⁴⁹⁸

Следует, однако, подчеркнуть, что отрицательная динамика чистых активов по бухгалтерскому балансу должника зачастую не наблюдается, что в полной мере соответствует признаку скрытности соответствующей неправомерной деятельности. В качестве возможных альтернатив финансовый механизм преднамеренного банкротства предприятий можно проанализировать в контексте формирования финансовых результатов, о чем будет подробно сказано далее, а также в зависимости от вида используемых хозяйственных операций (соответственно текущих, инвестиционных или финансовых)⁴⁹⁹.

Вновь обращаясь к экономическим особенностям преднамеренного банкротства предприятий, сформулируем основные варианты его возможных целей. С точки зрения финансового механизма его осуществления, наиболее принципиальный вопрос в данном случае связан с тем, сохраняется ли бизнес

⁴⁹⁸ Сост. автором.

⁴⁹⁹ Финансовый механизм преднамеренного банкротства, ориентированный на *текущие операции*, наиболее явно отражается в операционной деятельности предприятия. Примером соответствующих финансовых схем выступают покупка сырья и материалов по завышенным ценам и продажа готовой продукции по заниженным ценам. Типичной ситуацией в этом отношении является и экономически необоснованное изменение основного вида деятельности. Финансовый механизм анализируемых неправомерных действий, основанный на *инвестиционных операциях*, связан с различными манипуляциями в отношении внеоборотных активов предприятия, которые, допустим, могут передаваться в качестве вклада в уставный капитал специально созданной для целей преднамеренного банкротства организации. Преднамеренное банкротство, реализуемое с применением *финансовых операций*, приводит к изменению финансовой структуры предприятия. В качестве примера можно привести привлечение, обслуживание и погашение займа, предоставленного заинтересованным кредитором на заведомо невыгодных условиях. Отметим, что текущие, инвестиционные и финансовые операции, направленные на преднамеренное банкротство предприятий, могут сочетаться в разных пропорциях, характеризуясь разной степенью разнообразия. Причем уровень сложности финансового механизма зависит от масштабов бизнеса и уровня защиты прав собственности.

предприятия-должника после признания его банкротства и ликвидации? Проанализируем две возможные альтернативы: в первом случае бизнес ликвидируется, во втором – сохраняется и продолжает функционирование в составе другого юридического лица (других юридических лиц).

При ликвидации бизнеса инициаторы преднамеренного банкротства не заинтересованы в сохранении целостности имущественного комплекса. Поэтому их неправомерные действия по своему финансовому содержанию, как правило, носят смешанный и весьма разнообразный характер. Вместе с тем в целях финансовой диагностики преднамеренного банкротства предприятий уместно различать два типа действий: в первом случае выгодоприобретателями становятся «внутренние» по отношению к должнику лица (собственники и (или) менеджеры должника); во втором – «внешние» (прежде всего, недобросовестные конкуренты)⁵⁰⁰. Если речь идет о внутренних инициаторах, в целях финансовой диагностики уместно обратить внимание на отношения взаимозависимости должника с другими юридическими лицами, поскольку финансовый механизм преднамеренного банкротства предприятий зачастую представлен хозяйственными операциями с участием зависимых и аффилированных организаций⁵⁰¹.

Преднамеренное банкротство предприятия, результатом которого становится сохранение жизнеспособного бизнеса, с нашей точки зрения, представляет собой не что иное как *теневую реорганизацию*. Таким образом, более детально финансовый механизм преднамеренного банкротства предприятий в той его части, которая соответствует теневой реорганизации, может быть проиллюстрирован в соотношении с формами легальной реорганизации. Раскроем данную аналогию

⁵⁰⁰ Подобная типология субъектов («внутренние» и «внешние мошенники») традиционно применяется в характеристике экономических преступлений. См., например: Всемирные обзоры экономических преступлений (PWC), в том числе Global Economic Crime Survey 2016. URL: <http://www.pwc.com/gx/en/services/advisory/consulting/forensics/economic-crime-survey.html> (дата обращения: 12.12.2016); Российский обзор экономических преступлений за 2014 г. С. 9. URL: http://www.pwc.ru/ru/ceo-survey/assets/crime_survey_2014.pdf (дата обращения: 12.12.2016).

⁵⁰¹ Российский законодатель рассматривает операции между связанными сторонами как любые соответствующие операции «по передаче (поступлению) активов, оказанию (потреблению) услуг или возникновению (прекращению) обязательств»: Информация о связанных сторонах. П. 5. Данные операции могут быть связаны с куплей-продажей различных активов, приобретением и реализацией работ и услуг, с арендой, осуществлением финансовых вложений и пр. Финансовый механизм преднамеренного банкротства будет представлять различные комбинации данных операций, реализующих одно или несколько из указанных основных направлений.

более подробно. Прямые аналогии теневой и легальной реорганизации прослеживаются, как в отношении результата (бизнес продолжает функционирование), так и применительно к типичным метаморфозам юридической формы предприятий (прекращение одних лиц, возникновение других и пр.). Наиболее существенное различие заключается в следующем. В условиях легальной реорганизации к вновь созданным (преобразованным) лицам переходят не только права, но и обязанности реорганизуемых лиц, причем важнейшей задачей выступает защита прав кредиторов последних⁵⁰². Теневая реорганизация означает, что к вновь созданным (преобразованным) лицам переходят преимущественно права (иными словами, бизнес, не обремененный долговыми обязательствами). Причем, как следует из экономического смысла преднамеренного банкротства, ни реорганизуемые подобным теневым образом предприятия, ни фактические их правопреемники данные долговые обязательства не выполняют, полностью или частично уклоняясь от требований добросовестных кредиторов.

Корпоративная реорганизация зачастую ассоциируется с прекращением юридических лиц, которое не сопровождается ликвидацией бизнеса. Кроме того, реорганизация – это и способ возникновения юридических лиц, наследующих в установленном порядке бизнес. Важно добавить, что реорганизуемое юридическое лицо не всегда прекращает свое существование (не во всех формах реорганизации). В частности, по российскому законодательству предусмотрено пять таких базовых форм (слияние, присоединение, разделение, выделение, преобразование), которые можно применять элементарным или комбинированным способами. Как показывает практика, все вышеперечисленные формы (пожалуй, за исключением

⁵⁰² Djankov S., Hart O., McLiesh C., Shleifer A. Op. cit. В этой связи отметим, что, к примеру, соблюдение прав кредиторов реорганизуемых российских предприятий обеспечивается следующим образом: 1) предусмотрена обязательная публикация сведений о реорганизации (такая публикация осуществляется дважды с интервалом в месяц); 2) по требованию кредиторов допускается досрочное погашение долга, а также его прекращение с возмещением связанных с этим убытков (если долговые требования к реорганизуемому предприятию возникли до первой публикации соответствующих сведений, кредиторы вправе потребовать досрочного погашения долга; если должник не способен удовлетворить данные требования, кредиторы могут обязать его к прекращению долга и возмещению связанных с этим убытков); 3) если данные требования остаются без удовлетворения и не получают достаточного обеспечения, долги не прекращаются – солидарная ответственность по ним переходит, прежде всего, к вновь созданным лицам. См. подробнее: Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая). Ст. 60; Комментарий к Гражданскому кодексу Российской Федерации части первой: Постатейный / Авт. кол. Г. Е. Авилов, В. В. Безбах, М. И. Брагинский и др.; Отв. ред. О. Н. Садилов. 3-е изд., испр., доп. и перераб. с использованием судебно-арбитражной практики. М.: Юридическая фирма «Контракт»; Инфра-М, 2007. URL: http://www.pravo.vuzlib.org/book_z1861_page_11.html (дата обращения: 12.12.2016).

слияния) активно применяются в целях преднамеренного банкротства предприятий⁵⁰³, что важно учитывать при осуществлении финансовой диагностики и в рамках научных исследований в данной области.

Завершая общую характеристику финансового механизма преднамеренного банкротства предприятий, отметим, что, как и в случае с корпоративным банкротством, в литературе наблюдается эклектичное смешение правовых и экономических аспектов неправомерных действий в сфере несостоятельности с явным преобладанием юридического взгляда по данной проблематике. Нечеткое понимание экономической природы и финансового механизма преднамеренного банкротства предприятий ведет к сложностям в его финансовой диагностике. В этой связи уместно обратить внимание на то обстоятельство, что, с финансовой точки зрения, зачастую сложно провести четкую временную границу между преднамеренным банкротством и неправомерными действиями при банкротстве.

Можно сказать, что в контексте российского законодательства главное различие между этими видами криминального банкротства касается «горизонта умысла». Перефразируя нормативное определение, о неправомерных действиях при банкротстве уместно говорить в том случае, когда финансовые затруднения возникли в силу внешних и (или) внутренних причин, тем не менее, умысла обанкротить предприятие изначально не было. И, напротив, если такой умысел сопровождал действия, в результате которых предприятие стало испытывать финансовые затруднения и, в конечном итоге, было объявлено несостоятельным, констатируется преднамеренное банкротство. Проблема заключается в том, что процесс преднамеренного банкротства в таком его понимании может занимать относительно длительные сроки (что, в особенности касается, крупных предприятий), и на более поздних его этапах финансовый смысл соответствующих действий и характер хозяйственных операций практически не различим с неправомерными действиями при банкротстве.

Примечательно, что в первом в новейшей российской истории Законе о банкротстве предприятий (1992 г.) *умышленное банкротство* рассматривалось

⁵⁰³ Львова Н. А. Финансовая диагностика предприятия. С. 284 – 296.

как *вид неправомерных действий*, связанных с банкротством. Неправомерные действия должника или собственника предприятия-должника подразделялись на две группы (до и после открытия конкурсного производства), включая умышленное банкротство до признания должника несостоятельным⁵⁰⁴. В дальнейшем понятия преднамеренного банкротства и неправомерных действий при банкротстве в УК РФ (1996 г.) были представлены как разные виды преступлений⁵⁰⁵. В последующих Законах о банкротстве (1998 г. и 2002 г.)⁵⁰⁶, а также в подзаконных актах⁵⁰⁷ в отношении диагностики должника применялись исключительно понятия преднамеренного и фиктивного банкротства.

В результате, проблема соотношения понятий преднамеренного банкротства и неправомерных действий при банкротстве, не получившая должного внимания в гражданском законодательстве, негативно повлияла на качество диагностики в процедурах банкротства. Поскольку действующее российское законодательство о банкротстве акцентирует внимание на преднамеренном банкротстве, не упоминая отдельно неправомерные действия при банкротстве, возникают искусственные ограничения, которые, с нашей точки зрения, снижают потенциал финансовой диагностики кризисных предприятий. Устойчивое предпочтение юридической формы в ущерб экономическому смыслу ведет к тому, что часть неправомерных действий в сфере несостоятельности исчезает из поля зрения арбитражных управляющих, которые руководствуются обязательными к применению правилами⁵⁰⁸.

С одной стороны, зачастую нельзя сделать вывод о признаках преднамеренного банкротства, поскольку финансовое состояние предприятия *в анализируемый период* может изначально отмечаться неплатежеспособностью

⁵⁰⁴ О несостоятельности (банкротстве) предприятий. Преамбула, ст. 44 – 47.

⁵⁰⁵ Уголовный кодекс Российской Федерации. Ст. 195; 196.

⁵⁰⁶ О несостоятельности (банкротстве): федер. закон Рос. Федерации от 08 янв. 1998 г. № 6-ФЗ. П. 2 ст. 25; п. 1 ст. 61; О несостоятельности (банкротстве): федер. закон Рос. Федерации 26 окт. 2002 г. № 127-ФЗ. П. 2 ст. 20.3.

⁵⁰⁷ Методические рекомендации ФСДН России по проведению экспертизы о наличии (отсутствии) признаков фиктивного или преднамеренного банкротства; Временные правила проверки арбитражным управляющим наличия признаков фиктивного и преднамеренного банкротства (применяются до утверждения регулирующим органом соответствующих федеральных стандартов в порядке, установленном действующим законодательством: п. 15 ст. 4 О несостоятельности (банкротстве): федер. закон Рос. Федерации 26 окт. 2002 г. № 127-ФЗ).

⁵⁰⁸ Временные правила проверки арбитражным управляющим наличия признаков фиктивного и преднамеренного банкротства.

(которая, однако, могла стать результатом умышленных действий, происходящих в предшествующий период). С другой стороны, вывод о признаках неправомερных действиях при банкротстве официальной методикой не предусмотрен. В результате, заключения арбитражных управляющих, как правило, содержат выводы об отсутствии признаков преднамеренного банкротства⁵⁰⁹. Данная ситуация весьма плохо коррелирует с экспертными оценками уровня криминализации отношений в сфере несостоятельности⁵¹⁰, способствуя низкой раскрываемости данных преступлений и правонарушений⁵¹¹. Таким образом, предложенная экономическая трактовка преднамеренного банкротства предприятий в целях финансовой диагностики представляется нам предпочтительной.

4.3 Финансовые схемы преднамеренного банкротства предприятий

Финансовый механизм преднамеренного банкротства предприятий целесообразно описывать *финансовыми схемами*, содержание которых сводится к совокупности сделок, направленных на банкротство должника. Это искусственное ограничение, как правило, представляется вполне уместным в контексте финансовой диагностики, поскольку данная часть действий должна получать отражение в финансовой отчетности, и, следовательно, потенциально позволяет выявить взаимосвязь отдельных неправомερных действий с ухудшением финансового состояния анализируемого предприятия. Основные виды финансовых схем преднамеренного банкротства должны, с нашей точки зрения, учитываться

⁵⁰⁹ Сообщения о наличии или об отсутствии признаков преднамеренного или фиктивного банкротства / Сообщения / Единый федеральный реестр сведений о банкротстве. URL: <http://bankrot.fedresurs.ru/Messages.aspx> (дата обращения: 12.12.2016).

⁵¹⁰ См. подробнее: Львова Н.А., Кальварский Г.В. Указ. соч. С. 94, 95.

⁵¹¹ В России обвинительные приговоры за криминальное банкротство носят немногочисленный характер. Так, в 2015 г. было выявлено примерно 30 тыс. преступлений в сфере экономической деятельности, из них менее 1% криминальных банкротств, которые составили около 2% по отношению к числу банкротов за аналогичный период. См.: Количество юридических лиц, зарегистрированных и прекративших деятельность за период с 01.01.2015 по 01.01.2016 / Сведения о работе по государственной регистрации юридических лиц по состоянию на 01.01.2016; Состояние преступности в России за январь – декабрь 2015 г. М.: МВД РФ. С. 25, 27. URL: <https://мвд.рф/folder/101762/item/7087734/> (дата обращения: 12.12.2016). В то же время, согласно экспертным оценкам, опубликованным российским Центром судебных экспертиз, лишь 5% уголовных дел, возбуждаемых по ст. 196 «Преднамеренное банкротство», ст. 197 «Фиктивное банкротство» УК РФ, заканчиваются вынесением обвинительного приговора. См.: Экспертиза преднамеренно (фиктивного) банкротства / Центр судебных экспертиз. URL: <http://sud-expertiza.ru/ekspertiza-bankrotstva/> (дата обращения: 12.12.2016). Для сравнения: по статистике ФБР, около 10% банкротств в США содержат признаки неправомερных действий, которые преимущественно касаются сокрытия активов. См.: The U.S. trustee program's efforts to prevent bankruptcy fraud and abuse. U.S. Department of Justice Office of the Inspector General Audit Division Audit Report 03-17, 2003 P. 1.

при обосновании методологии финансовой диагностики, и в этом отношении, прежде всего, востребованы методы аналогии, сравнения и классификации. В целях применения данных методов мы предлагаем использовать допущение о том, что структура соответствующих сделок (их возможные варианты и сочетания) в целом носит устойчивый характер. Иными словами, финансовые схемы преднамеренного банкротства предприятий характеризуются признаками *относительной* стабильности и повторяемости.

Финансовые схемы преднамеренного банкротства предприятий могут быть классифицированы по разным основаниям. Если в качестве основы классификации использовать *объект преднамеренного банкротства*, то можно, к примеру, говорить о видах соответствующих финансовых схем по критериям размера бизнеса (финансовые схемы крупных, средних и малых предприятий); наличия (отсутствия) у должника публичного статуса (финансовые схемы публичных и закрытых компаний соответственно⁵¹²) и (или) особого социально-экономического статуса (например, стратегическое, градообразующее, системообразующее предприятие); учитывать его региональную и отраслевую принадлежность и пр. По *субъектам преднамеренного банкротства* финансовые схемы можно подразделить на те, которые иницируются собственниками, менеджерами, кредиторами, арбитражным управляющим и т. д.⁵¹³

В целях финансовой диагностики данные классификации, с нашей точки зрения, обладают определенной ценностью. В частности, обращаясь к методам аналогии и сравнения, необходимо, по нашему мнению, отдавать предпочтение сопоставимым объектам, а также учитывать спектр возможностей, доступных тем или иным субъектам неправомерной деятельности. Вместе с тем подробная классификация и дальнейшая детализация финансовых схем преднамеренного

⁵¹² В частности, существенное внимание в отечественной литературе уделяется преднамеренным банкротствам унитарных предприятий, которые в конце 1990-х гг. – начале 2000-х гг. были одними из наиболее популярных объектов соответствующих неправомерных действий. См., например: Браславская М. Охота на «недоимца» или захват собственности через процедуры банкротства // Слияния и поглощения. 2004. № 7-8. С. 38. Этот процесс был также особенно характерен для открытых акционерных обществ, основная масса акционеров которых связана с обществом трудовыми отношениями. См.: Шихвердиев А., Басманов Н. Вывод активов акционерных обществ в зеркале корпоративного управления // Хозяйство и право. 2002. № 7. С. 79, 80.

⁵¹³ См., например: Там же. С. 80, 81.

банкротства предприятий в этом направлении представляется не вполне продуктивной, поскольку, вероятно, окажется чрезмерно громоздкой, насыщенной повторами и в то же время содержащей неизбежные пропуски, а, следовательно, допущения и упрощения.

Необходимо, напротив, обосновать такие классификационные критерии, которые позволят сформировать наиболее универсальные, обобщающие классификации, а также акцентировать внимание аналитика на *финансовых признаках* преднамеренного банкротства, которые обусловлены экономическим смыслом данной неправомерной деятельности, связаны с ее финансовым механизмом и отражаются в неблагоприятной динамике финансового состояния анализируемого предприятия. В этой связи мы, прежде всего, обратимся к целям преднамеренного банкротства и к его финансовому содержанию.

По критерию цели неправомерных действий можно говорить о двух альтернативных видах преднамеренного банкротства предприятий: банкротство как способ ухода от долгов и банкротство в целях захвата бизнеса. Стратегия действий в этом отношении влияет на момент получения дохода инициаторами банкротства, корреспондируя с финансовым механизмом соответствующей неправомерной деятельности. Данный механизм, в свою очередь, может быть однородным или смешанным. Причем наиболее эклектичные финансовые схемы преднамеренного банкротства характерны для ликвидации бизнеса, тогда как теневая реорганизация, как правило, носит относительно однородный характер.

Более подробно многообразие финансовых схем преднамеренного банкротства можно представить в контексте моделей финансовой отчетности предприятия. В частности, по аналогии с финансовым механизмом преднамеренного банкротства, можно говорить о финансовых схемах, ориентированных на вывод активов, аккумуляцию долга или на сочетание данных направлений неправомерной деятельности. В то же время следует различать финансовые схемы, связанные с операционной, инвестиционной или финансовой деятельностью должника, а также смешанные схемы, касающиеся, как обычной, так и прочей финансово-хозяйственной деятельности. Раскроем и проанализируем

предложенные классификации более подробно.

Как отмечено выше, преднамеренное банкротство в интересах собственника следует различать с банкротством в интересах третьих лиц, которое, как правило, связано с внешней экспансией по отношению к предприятию. Аналогичный подход к типологизации финансовых схем преднамеренного банкротства предприятий прослеживается в литературе. Например, «предумышленное» банкротство, используемое как инструмент обороны от недружественного поглощения, противопоставляется «заказному» банкротству, применяемому для захвата собственности⁵¹⁴. В развитие предыдущей классификации отмечается⁵¹⁵, что преднамеренное банкротство как своеобразный способ защиты бизнеса осуществляется при наличии значительной задолженности, которую сложно или невозможно урегулировать, в условиях угрозы проведения налоговых проверок с неблагоприятным исходом и пр., а банкротство как способ нападения сопровождается передачей бизнеса подконтрольным кредиторам по инициативе менеджеров или захватом бизнеса недружественными кредиторами, в качестве которых могут выступать и конкуренты, целенаправленно скупающие кредиторскую задолженность предприятия.

Цели преднамеренного банкротства предприятий, очевидно, диктуют выбор способов его реализации, обуславливая механизм неправомерных действий, в том числе характер применяемых финансовых схем. Вместе с тем данное различие имеет наиболее существенное значение для установления мотивов неправомерной деятельности, а также для осмысления роли отдельных лиц в процессе развития неблагоприятной ситуации, которая завершается признанием факта несостоятельности и ликвидацией юридического лица. Отметим, однако, что и в рамках недобросовестной защиты бизнеса, и в целях передела собственности преднамеренное банкротство предприятий может осуществляться одинаковыми в финансовом отношении способами. В этой связи целесообразно предложить классификацию финансовых схем преднамеренного банкротства с учетом того,

⁵¹⁴ Браславская М. Указ. соч. С. 37; Финкельштейн Г. М., Пронюшкина В. Ю. Финансовые схемы формирования подконтрольной кредиторской задолженности // Слияния и поглощения. 2003. № 3. С. 48, 49.

⁵¹⁵ Ср.: Браславская М. Указ. соч. С. 40.

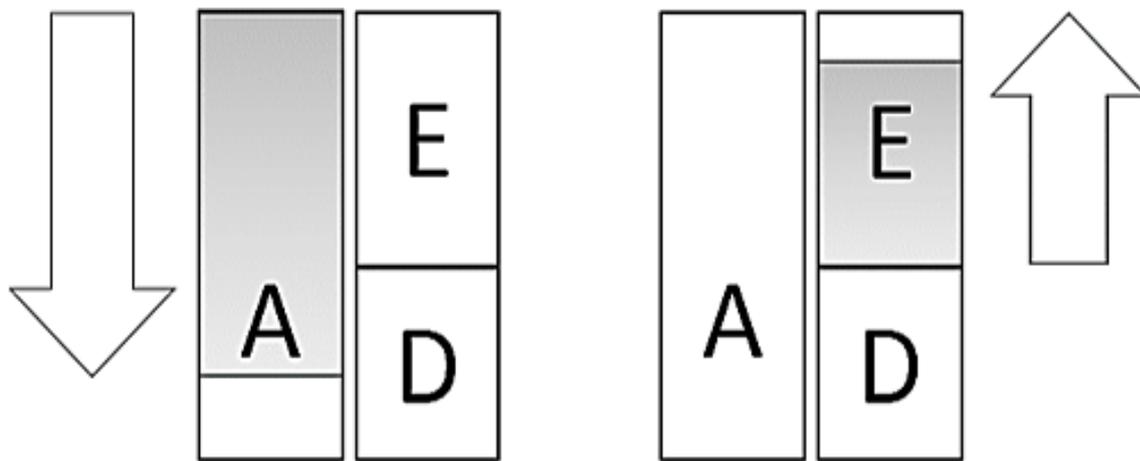
когда происходит получение дохода его инициаторами.

В контексте российской системы несостоятельности оно может происходить до начала дела о банкротстве, в ходе конкурсного производства или после признания должника несостоятельным. В этом отношении можно выделить два основных вида финансовых схем преднамеренного банкротства предприятий: финансовые схемы, предусматривающие получение дохода инициаторами преднамеренного банкротства до или после начала судебного вмешательства в урегулирование неплатежеспособности. Отметим также, что целевое финансовое состояние недостаточности имущества, как было аргументировано ранее, может быть достигнуто тремя альтернативными способами: вывод активов, аккумуляция долга, а также сочетание вывода активов с аккумуляцией задолженности. Каким образом финансовый механизм преднамеренного банкротства проявляется во взаимосвязи с моментом получения доходов его инициаторами?

Для того чтобы влиять на ход конкурсного процесса, необходимо обладать «контрольным пакетом» кредиторской задолженности⁵¹⁶. Таким образом, аккумуляция задолженности к моменту начала дела о банкротстве (прежде всего, преобладание долга перед связанными лицами), вероятно, является признаком финансовых схем, активная реализация которых продолжается в условиях конкурсного процесса⁵¹⁷. Если подобных изменений не наблюдается, активы предприятия скорее всего были выведены ранее. В этом случае фактическая неоплатность, как правило, сопровождается благоприятным финансовым состоянием по финансовой отчетности, в том числе по отношению к ликвидности. Схемы создания подконтрольной задолженности, напротив, как правило, отмечаются неблагоприятной динамикой отчетных показателей и в этом отношении хуже соответствуют признаку скрытности (Рисунок 4.4).

⁵¹⁶ Обратим внимание на особенности российской системы несостоятельности. Начиная с закона о банкротстве 1998 г. введение той или иной процедуры банкротства напрямую не связано с финансовым состоянием должника. В ходе наблюдения арбитражный управляющий проводит финансовый анализ и сообщает свои выводы о возможности (невозможности) восстановления платежеспособности должника кредиторам. Кредиторы обращаются с ходатайством в арбитражный суд, а суд принимает решение о введении соответствующей процедуры.

⁵¹⁷ Заметим, что подконтрольная кредиторская задолженность может использоваться для «вывода имущества» с предприятия и до начала дела о банкротстве. Однако в этом случае она будет своевременно погашена. Значит, к началу конкурсного процесса увеличения кредиторской задолженности не произойдет.



Преднамеренное банкротство как способ защиты бизнеса:
преобладают финансовые схемы вывода активов до начала дела о банкротстве

Преднамеренное банкротство как способ нападения на бизнес:
преобладают финансовые схемы аккумуляции долга до начала дела о банкротстве с последующим выводом активов в конкурсном процессе

Рисунок 4.4 – Влияние цели преднамеренного банкротства на финансовую схему его осуществления⁵¹⁸

Учитывая возможные цели и финансовый механизм преднамеренного банкротства предприятий, финансовые схемы можно детализировать по таким основным видам, как схемы теневой реорганизации и схемы ликвидации бизнеса. Как отмечено выше, преднамеренное банкротство, направленное на ликвидацию бизнеса, обычно носит более стихийный и смешанный характер. Поэтому в целях финансовой диагностики финансовые схемы, которые характеризуются однородным финансовым содержанием, также уместно противопоставить смешанным финансовым схемам, в которых базовые варианты неправомерных действий используются в различных сочетаниях. Однако необходимо определить, на каком основании можно судить об однородности финансовых схем. Здесь, в первую очередь, уместно отделить сделки, направленные на вывод имущества должника, от сделок, связанных с аккумуляцией задолженности.

Как показывает эмпирический анализ, финансовые схемы, направленные на *вывод активов* с предприятия, прежде всего, касаются того имущества, которое необходимо должнику для осуществления его основной деятельности (основные средства для производственного предприятия, нематериальные активы для

⁵¹⁸ Сост. автором.

высокотехнологичной компании и пр.). Наиболее элементарные формы данных схем реализуются в отношении лиц, преднамеренное банкротство которых по тем или иным причинам сложно преследовать по действующему законодательству⁵¹⁹.

В качестве примера приведем финансовые схемы преднамеренного банкротства российских унитарных предприятий, законодательное регулирование которых в условиях перехода к рынку неоднократно подвергалось серьезной критике⁵²⁰. В этом отношении отметим, что распоряжение имуществом данных предприятий осуществляется от лица собственника, и это значительно осложняет задачу признания банкротства данных хозяйствующих субъектов преднамеренным. В то же время имущество унитарного предприятия неделимо, что деформирует финансовые схемы теневой реорганизации. Так, преднамеренное банкротство муниципальных унитарных предприятий нередко сводилось к теневой реорганизации по типу выделения, при котором к новому юридическому лицу (зачастую также созданному в форме МУП) переходило все имущество, а задолженность в полном объеме оставалась на балансе должника⁵²¹. В дальнейшем предприятие, лишенное возможности осуществлять финансово-хозяйственную деятельность, закономерно признавалось несостоятельным, а долги в условиях недостаточности имущества, фактически аннулировались.

Лица, уголовная и (или) административная ответственность которых предусмотрена законодательством, более тщательно скрывают свои действия сделками, смысл которых, как правило, заключается в выводе активов до судебного вмешательства в кризисную ситуацию. В этом отношении в литературе принято рассматривать разнообразные сделки, направленные на *максимизацию убытка*

⁵¹⁹ Упрощенные финансовые схемы преднамеренного банкротства зачастую применяются в отношении тех юридических лиц, которые по действующему законодательству не могут быть признаны несостоятельными. Перечень данных лиц, включая казенные предприятия и учреждения, установлен п. 1 ст. 65 Гражданского кодекса Российской Федерации (часть первая). В данном случае было бы корректнее говорить о преднамеренной ликвидации, однако финансовый смысл соответствующих правонарушений от этого не меняется. См.: Львова Н.А. Финансовая диагностика предприятия. С. 184, 185.

⁵²⁰ См., например: Радыгин А., Мальгинов Г., Симачев Ю., Гонтмахер А., Газетов А., Шилкин М. Реформирование унитарных предприятий в российской экономике: отраслевой и региональный аспекты. М.: ИЭПП, 2004. 284 с. Отдельное внимание в данном исследовании, в частности, уделяется случаям преднамеренных банкротств. Там же. С. 76 – 78, 90.

⁵²¹ Согласно экономическому смыслу финансовой схемы преднамеренного банкротства, мы использовали термин «теневая реорганизация». Однако по российскому законодательству изменение вида унитарного предприятия или его передача другому собственнику с соблюдением всех установленных правил реорганизацией не считается (п. 4 ст. 29 Закона об унитарных предприятиях).

предприятия, в том числе связанные с необоснованными расходами, заведомо невыгодным использованием привлеченного финансирования, передачей активов другим лицам с последующим обратным выкупом и (или) использованием данного имущества пр.⁵²² Исходя из финансового смысла банкротства, аккумуляция убытков продолжается до того момента, когда значение чистых активов предприятия становится критическим. С этой целью осуществляются сделки купли-продажи (а также реализации работ или услуг в зависимости от сферы деятельности должника), в которых цены приобретения (оплаты) для должника завышены, а цены продажи – занижены по сравнению с имеющимися рыночными аналогами. В дополнение к данным сделкам нередко используется такой инструмент неправомерных действий, как образование заведомо безнадежной дебиторской задолженности.

Следует обратить внимание и на сделки, в результате которых с должника взимается необоснованно высокая арендная плата, в том числе за неиспользуемую аренду, а с его арендаторов (как правило, арендующих имущество, необходимое должнику для осуществления основной деятельности) арендная плата или не взимается в принципе, или является необоснованно заниженной. Отдельное значение представляют сделки, связанные с расходованием финансовых ресурсов на цели, не связанные с интересами бизнеса, в том числе оплата фиктивных работ и услуг, предоставление займов связанным лицам и пр. Таким образом, речь идет о сделках, направленных на максимизацию убытка, которые используются и в условиях теневой реорганизации, и при ликвидации бизнеса.

Следующим направлением преднамеренного банкротства являются финансовые схемы заведомо невыгодного обмена имуществом и (или) долговыми обязательствами. В частности, сделки могут быть направлены на обмен активов, обладающих положительной рыночной стоимостью, на неликвидное или фиктивное имущество. Для этих целей зачастую применяются финансовые схемы с использованием недействительных векселей, которые поступают к должнику в

⁵²² Тимербулатов А. Указ. соч. С. 15; Соколов М. О некоторых способах «вывода» активов с предприятия // Слияния и поглощения. 2003. № 9. С. 66 – 71.

счет оплаты продукции, работ, услуг или обмениваются им на собственные действительные простые векселя. Вексельные схемы широко используются в целях теневой реорганизации, например, в форме разделения или присоединения⁵²³.

Популярные финансовые схемы преднамеренного банкротства сопровождают или являются продолжением теневого замещения активов должника, когда практически все активы или те из них, которые необходимы для осуществления основной деятельности, передаются в качестве вклада в уставный капитал другой организации. В последующем доля должника в капитале данной организации, как правило, перепродается заинтересованным лицам. Таким способом может осуществляться теневая реорганизация в виде преобразования, выделения и разделения.

Аккумуляция долга и последующее уклонение от его погашения с применением механизма преднамеренного банкротства характерно, как для теневой реорганизации, так и для ликвидации бизнеса. Создание подконтрольной задолженности может быть инициировано внутренними или внешними лицами, заинтересованным в банкротстве должника, в целях защиты бизнеса или, как отмечалось выше, для отъема собственности⁵²⁴. Если аккумуляция долга используется как средство нападения, заинтересованный кредитор, как отмечалось выше, стремится приобрести долговые требования, отдавая предпочтение краткосрочным обязательствам.

Если *вывод активов сопровождается* не менее интенсивной *аккумуляцией задолженности*, разграничение финансовых схем в контексте балансовой модели становится проблематичным. Поэтому в качестве альтернативного подхода к идентификации альтернативных финансовых схем обратимся к традиционной

⁵²³ Примеры вексельных схем преднамеренного банкротства см.: Львова Н. А. Финансовая диагностика предприятия. С. 210 – 211. См. также: Прил. 1.

⁵²⁴ В литературе, в частности, рассматриваются следующие финансовые схемы формирования подконтрольной задолженности, инициируемые *внутренними лицами*: заведомо убыточные сделки, связанные с обычной деятельностью предприятия (в том числе сделки, касающиеся поставки сырья и материалов, выполнения работ и оказания услуг на заведомо невыгодных для должника условиях); фиктивные сделки, связанные с выполнением консультационных и информационных услуг (юридическое сопровождение финансово-хозяйственной деятельности, всевозможные маркетинговые исследования, разработка и внедрение новых систем управления и пр.); фиктивные сделки, связанные с приобретением или созданием нематериальных активов и основных средств; сделки с фиктивными векселями; предоставление заемных средств на заведомо невыгодных условиях; заключение договоров кредитного обеспечения. Ср., например: Финкельштейн Г. М., Пронюшкина В. Ю. Указ. соч. С. 48 – 51.

модели формирования финансовых результатов предприятия⁵²⁵. Учитывая финансовый смысл преднамеренного банкротства предприятий, целесообразно различать его возможные финансовые схемы по виду минимизируемого финансового результата, а также минимизируемых доходов и (или) максимизируемых расходов соответственно. Ориентируясь на данные критерии, мы предлагаем выделить два базовых вида финансовых схем: схемы, ориентированные на операционную и на прочую деятельность должника. Кроме того, данные виды могут использоваться в сочетании.

Финансовые схемы, направленные на *манипуляцию финансовым результатом по обычной деятельности*, связаны с недополучением выручки и (или) максимизацией расходов по обычной деятельности. Финансовые схемы, направленные на недополучение выручки, могут сопровождаться прекращением основного вида деятельности и теневой реорганизацией бизнеса. Характерным признаком преднамеренного банкротства в данной ситуации является внезапное и экономически неоправданное изменение основной приносящей доход деятельности. Например, основным источником дохода производственного предприятия неожиданно становится предоставление в аренду основных средств.

В целях перенаправления потока доходов по обычной деятельности в пользу других лиц широко используются фиктивные сделки. В частности, на основе агентского договора предприятию поручается закупать сырье и материалы, по договору подряда – осуществлять производство готовой продукции, по договору комиссии – реализовывать продукцию покупателю. В итоге, предприятие получает не всю выручку, а минимальное вознаграждение, которое, к тому же зачастую не выплачивается. Финансовые схемы, максимизирующие операционные расходы, могут быть связаны с максимизацией расходов по закупке сырья и материалов (в данном случае используются сделки с заведомо невыгодными для должника условиями), необоснованно высокой оплатой труда, с расходами по оплате

⁵²⁵ По аналогии с логикой исследования финансового механизма преднамеренного банкротства, можно также разграничить финансовые схемы, в которых преобладают текущие, инвестиционные или финансовые операции. См. подробнее: Львова Н.А. Финансовая диагностика предприятия. С. 189, 190.

В этом отношении финансовые схемы, как правило, носят смешанный характер, то есть виды хозяйственных операций наблюдаются в различных сочетаниях и соотношениях.

фиктивных работ и услуг. Не менее разнообразны финансовые схемы преднамеренного банкротства предприятий, ориентированные на *манипуляцию прочими доходами и расходами*, которые, например, касаются выбытия внеоборотных активов или осуществления необоснованно высоких расходов по выплате процентов, штрафов, пеней, неустоек и пр.

Анализ практических ситуаций показывает, что финансовые схемы вывода активов более популярны и многообразны, чем схемы аккумуляции задолженности, что во многом объясняется признаком скрытности или, иными словами, стремлением скрыть преступный умысел. Именно это обстоятельство, с нашей точки зрения, позволяет некоторым авторам полностью сводить смысл преднамеренного банкротства предприятий к схемам вывода имущества. Отмечается и другая крайность, связанная с трактовкой признака неплатежеспособности. С экономической точки зрения, взаимосвязь отдельных сторон финансового состояния предприятия, в том числе его имущественного положения и платежеспособности, достаточно очевидна. Вместе с тем преобладающий в этом вопросе принцип приоритета юридической формы над экономическим содержанием не позволяет рассматривать ее как очевидную.

В частности, нормативное определение преднамеренного банкротства в российском законодательстве длительное время апеллировало к характеристике неплатежеспособности. Как следствие, в судебной практике было принято придерживаться буквального смысла формулировки, акцентируя внимание на факте наличия (отсутствия) создания или увеличения неплатежеспособности. В то же время Законодателем не было напрямую установлено, что создание или увеличение неплатежеспособности может происходить за счет вывода имущества. Таким образом, привлечь виновных в преднамеренном банкротстве лиц к ответственности удавалось, как правило, лишь в тех редких случаях, когда должник аккумулировал кредиторскую задолженность, которую заведомо не мог погасить, то есть фактически «создавал и увеличивал свою неплатежеспособность».

Подчеркнем, что действующее определение преднамеренного банкротства

как действий (бездействия), заведомо влекущих неспособность должника в полном объеме погасить задолженность, более точно соответствует сущности данной неправомерной деятельности, позволяя, с нашей точки зрения, рассматривать широкий спектр финансовых схем преднамеренного банкротства, включая не только схемы аккумуляции задолженности, но и вывода активов предприятия. Однако методология финансовой диагностики преднамеренного банкротства требует развития с учетом его экономического смысла, финансового механизма и ключевых финансовых схем реализации.

4.4 Финансовая диагностика преднамеренного банкротства предприятий

Согласно требованиям действующего законодательства, методика финансовой диагностики преднамеренного банкротства российских предприятий апеллирует к признаку неплатежеспособности⁵²⁶. Однако, учитывая финансовый смысл соответствующей неправомерной деятельности, мы считаем, что данный подход непродуктивен. В этой связи еще раз подчеркнем, что цель преднамеренного банкротства заключается в получении дохода вследствие банкротства и последующей ликвидации должника. Следовательно, принципиальным становится не только вопрос о том, на каком основании предприятие может быть объявлено банкротом, но и при каком условии преднамеренное банкротство экономически оправдано для его инициаторов. Очевидно, что возможность получения желаемого дохода возникает в том случае, когда финансовое состояние неплатежеспособного предприятия характеризуется признаком неоплатности, поскольку (в силу современных особенностей отношений в сфере несостоятельности и принципа юридической обособленности организаций) необеспеченная активами и, следовательно, непогашенная часть долга прекращается.

Интерпретируя смысл вышесказанного в контексте российской системы несостоятельности, отметим также, что признак неплатежеспособности, безусловно, может рассматриваться как достаточный для признания банкротства

⁵²⁶ П. 10 Временных правил проверки арбитражным управляющим наличия признаков фиктивного и преднамеренного банкротства.

предприятия. Вместе с тем соответствующее судебное решение требует констатации *абсолютной неплатежеспособности*, которая формулируется в терминах «отсутствия возможности восстановления платежеспособности»⁵²⁷. Таким образом, методология финансовой диагностики преднамеренного банкротства должна апеллировать к такому финансовому состоянию предприятия, в котором возможность восстановить его платежеспособности отсутствует. Причем, исходя из вышесказанного, абсолютная неплатежеспособность в данном случае может восприниматься вполне однозначно, с позиции общепринятого допущения, а именно: как такое финансовое состояние, в условиях которого долги предприятия полностью или частично не обеспечены активами.

Иными словами, методология финансовой диагностики в этом случае должна быть ориентирована не на признак неплатежеспособности, а на признак неоплатности, который, в свою очередь, является *основным финансовым признаком* преднамеренного банкротства предприятий. Руководствуясь традиционной логикой финансовой диагностики преднамеренных банкротств, раскроем и проанализируем данный признак по двум направлениям⁵²⁸. Во-первых, рассмотрим, порядок анализа финансовой отчетности должника. Во-вторых, детализируем методологию финансовой диагностики в отношении ключевых признаков, связанных с финансовым механизмом преднамеренного банкротства и, прежде всего, с его возможными финансовыми схемами.

Согласно правилам финансовой диагностики преднамеренного банкротства предприятий, которые в обязательном порядке применяются российскими арбитражными управляющими, главной задачей анализа финансовой отчетности должника является ответ на вопрос о наличии (отсутствии) резкого и существенного ухудшения платежеспособности⁵²⁹. Абстрагируясь от проблемы далеко не самого удачного выбора финансовых индикаторов, а также не вполне

⁵²⁷ О несостоятельности (банкротстве): федер. закон Рос. Федерации 26 окт. 2002 г. № 127-ФЗ. П. 2 ст. 75; п. 6 ст. 88.

⁵²⁸ См. подробнее: Львова Н.А. Преднамеренное банкротство российских предприятий: особенности финансовой диагностики в условиях конкурсного процесса // Финансы. Деньги. Инвестиции. 2014 №2. С. 21 – 28.

⁵²⁹ Существенное ухудшение в данном случае определено как «такое снижение ... значений (анализируемых коэффициентов – *прим. автора*) за какой-либо кварталный период, при котором темп их снижения превышает средний темп снижения значений данных показателей в исследуемый период». См.: п. 7 Временных правил проверки арбитражным управляющим наличия признаков фиктивного и преднамеренного банкротства.

корректной трактовки их неблагоприятного изменения⁵³⁰, следует признать, что допущение о *резком и существенном ухудшении финансового состояния* предприятия в условиях преднамеренного банкротства в целом представляется методически оправданным. Критерий существенности является оценочным и, с нашей точки зрения, требует применения метода профессионального суждения и особого подхода в каждой конкретной ситуации. Тем не менее, в случае преднамеренного банкротства ущерб, который причиняется должнику, является *существенным* в том окончательном смысле, что у суда появляются необходимые и достаточные основания сделать вывод о невозможности восстановления платежеспособности и принять решение о несостоятельности, а у инициаторов преднамеренного банкротства – получить доход вследствие ухода от долгов, которые полностью или частично не обеспечены⁵³¹.

В этой связи еще раз подчеркнем, что особого внимания требуют те действия, в результате которых должник начинает отвечать *признаку неоплатности*. Однако само по себе наличие данного признака (ситуация, вполне типичная в условиях несостоятельности) не дает достаточных оснований поставить под сомнение непреднамеренность банкротства. Таким образом, финансовая диагностика преднамеренного банкротства предприятий должна быть *ориентирована* на признак неоплатности, однако приоритетным является вопрос о том, можно ли считать наблюдаемые изменения финансового состояния естественными (непреднамеренными). И только, если ответ на этот вопрос окажется отрицательным, заключение о наличии признаков преднамеренного банкротства, с нашей точки зрения, будет обоснованным.

⁵³⁰ Бобылева А. З. Модернизация института банкротства как ключевой фактор повышения эффективности рыночной экономики. С. 44; Львова Н.А. Финансовая диагностика предприятия. С. 208 – 212; Чернова М. В. Фиктивное и преднамеренное банкротство: признаки и способы осуществления // Предпринимательское право. 2011. № 4. С. 13.

⁵³¹ Согласно российскому законодательству, необходимыми условиями для установления признаков преднамеренного банкротства являются такие последствия действий в отношении должника как возникновение или увеличение неплатежеспособности, а также их несоответствие «рыночным условиям и обычаям делового оборота» (п. 10 Временных правил проверки арбитражным управляющим наличия признаков фиктивного и преднамеренного банкротства). В свою очередь, сделки предприятия анализируются не только на предмет правомерности, экономического содержания, взаимосвязи с динамикой платежеспособности, но и в отношении таких возможных последствий, как «реальный ущерб должнику в денежной форме» (п. 8 Временных правил). Вместе с тем содержание данного «реального ущерба» в комментируемой методике не определено.

Решение данного вопроса требует четкого понимания того, что считать «нормальным» или «естественным», как в отношении содержания, так и применительно к динамике исследуемого процесса. В целях анализа финансовой отчетности предприятия-должника это, с нашей точки зрения, означает, что на предварительном этапе необходимо оценить финансовые особенности предприятий-аналогов, сопоставимых по масштабу и специфике деятельности. Для этого, прежде всего, следует проанализировать внешние и внутренние условия бизнеса должника, сопроводив полученные результаты выводами об особенностях финансового состояния сопоставимых предприятий в анализируемом периоде⁵³².

Отметим также, что судебное вмешательство в урегулирование отношений кредитора с неисправным должником является исключительной мерой, когда внесудебные механизмы бизнес-взаимодействия уже не могут принести желаемого эффекта и, напротив, приведут к дополнительной эрозии стоимости предприятия. Следовательно, конкурсный процесс зачастую предваряется постепенным ухудшением финансового состояния должника, и признаки данного процесса наблюдаются в его финансовой отчетности. Кроме того, возбуждение дела о банкротстве не означает автоматически, что предприятие будет ликвидировано, поскольку, как было отмечено выше, в современных системах несостоятельности предусмотрены механизмы реабилитации бизнеса.

Особенности преднамеренного банкротства в этом отношении отражаются, как в динамике финансового состояния должника, так и в специфике конкурсного процесса. Поскольку преднамеренное банкротство характеризуется признаком скрытности, добросовестные контрагенты предприятия вводятся в заблуждение о его реальном финансовом состоянии. В результате, финансовая отчетность, как правило, не демонстрирует признаков постепенного ухудшения ситуации. Данные признаки нередко проявляются внезапно, в преддверии конкурсного процесса или

⁵³² Традиционно данный период охватывает конкурсный процесс и не менее двух лет до его начала, что, однако, далеко не всегда позволяет разграничить такие преступления (правонарушения), как неправомерные действия при банкротстве и преднамеренное банкротство, как уже было отмечено ранее. Вместе с тем однозначная регламентация анализируемого периода в данном случае проблематична и не вполне корректна. Тем не менее, действительно целесообразно ввести *минимально допустимую* его продолжительность. В этом вопросе, в частности, можно ориентироваться на действующий формат финансовой отчетности.

с началом процедур банкротства, и финансовое состояние должника резко ухудшается вплоть до катастрофического⁵³³. Реабилитация бизнеса в таких условиях невозможна, и кредиторы ходатайствуют о признании банкротства и ликвидации должника. В качестве типичного примера подобной ситуации представим динамику финансовых коэффициентов предприятия⁵³⁴, степень платежеспособности которого резко и катастрофически ухудшилась, как только была введена процедура наблюдения (Таблица 4.1).

Таблица 4.1 – Динамика отдельных показателей платежеспособности предприятия-должника с наличием выбросов в процедуре наблюдения⁵³⁵

	2008	2009	2010	1 кв. 2011	2 кв. 2011	3 кв. 2011
Степень платежеспособности по текущим обязательствам, мес.	7	21	45	1 380	274	276
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,11	0,12	0,07	0,07	0,07	0,07
Коэффициент текущей ликвидности	1,05	0,77	0,78	0,78	0,79	0,79
Показатель обеспеченности обязательств должника его активами	1,16	0,93	0,85	0,85	0,85	0,85

Примечательно, что резкое ухудшение степени платежеспособности предприятия наблюдается на фоне умеренного ухудшения коэффициентов ликвидности и обеспеченности долга активами, на которые арбитражные

⁵³³ Некоторым исключением являются финансовые схемы аккумуляции задолженности, когда преднамеренное банкротство продолжается в условиях неплатежеспособности, и оздоровительные процедуры могут быть введены как часть стратегии захвата предприятия.

⁵³⁴ Сведения о предприятии см. в Едином федеральном реестре сведений о банкротстве: <http://bankrot.fedresurs.ru/MessageWindow.aspx?ID=179F0B8C1F7116FB77344FFA67A87D1D>. Примечательно, что, несмотря на закономерные подозрения кредиторов, признаки преднамеренного банкротства в данном случае были не выявлены.

⁵³⁵ Сост. автором с учетом порядка расчета «коэффициентов, характеризующих платежеспособность» предприятия-должника, установленного Временными правилами проверки арбитражным управляющим наличия признаков фиктивного и преднамеренного банкротства; Правилами проведения финансового анализа для арбитражных управляющих: утв. постановлением Правительства Рос. Федерации от 25 июня 2003 г. № 367. URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=42901&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.03466146830399075#0> (дата обращения: 12.12.2016).

управляющие и привлекаемые ими аналитики традиционно обращают приоритетное внимание.

В выборе *направлений финансовой диагностики* преднамеренного банкротства, на наш взгляд, следует руководствоваться теми выводами, которые касаются аналитического и эвристического подходов к оценке финансовой стабильности предприятий. Некоторые особенности связаны с тем, что оптимальным критерием финансовой несостоятельности в данном случае выступает *отрицательное значение чистых активов*. В соответствии с признаком скрытности, дефицит чистых активов должника зачастую проявляется с началом конкурсного процесса. В частности, уместно еще раз обратиться к вышеупомянутому предприятию, колоссальное падение величины чистых активов которого, судя по финансовой отчетности⁵³⁶, произошло в следующем квартале после начала дела о банкротстве (сентябрь 2010 г.) (Рисунок 4.5).

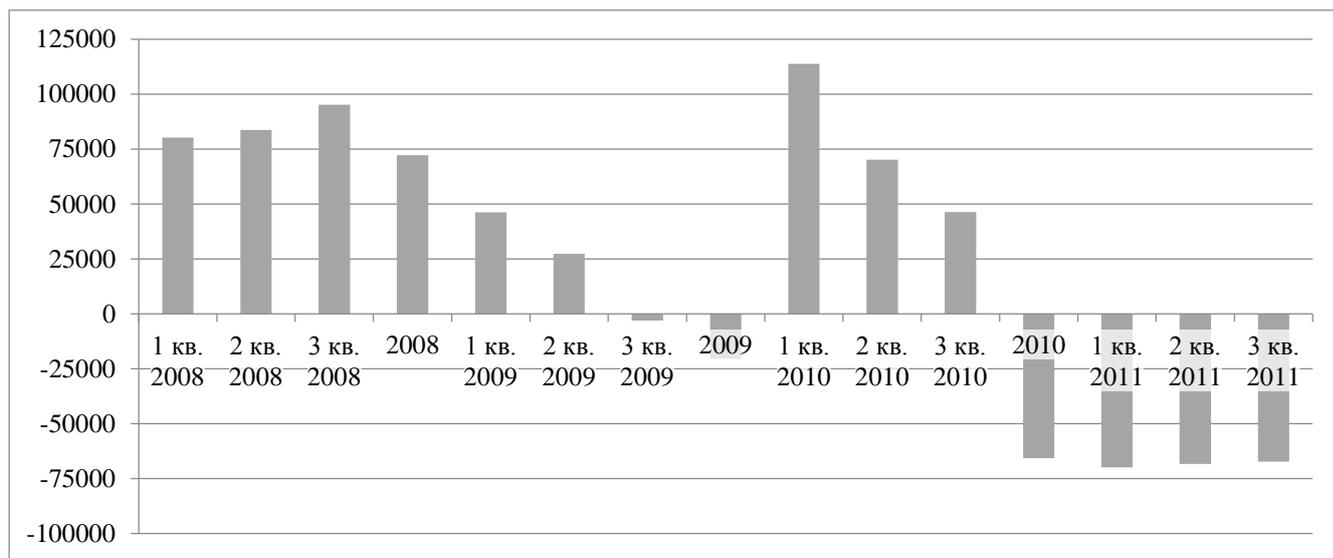


Рисунок 4.5 – Динамика чистых активов предприятия-должника с наличием резкого спада в процедурах банкротства, тыс. руб.⁵³⁷

Оценка соотношений стоимости предприятия при различных допущениях в целях финансовой диагностики преднамеренного банкротства представляется избыточной, поскольку изначально присутствует замысел, направленный на искусственное создание неоплатности. Ценные выводы, вместе с тем, могут быть

⁵³⁶ Отметим, однако, что дефицит чистых активов предприятия может и не отражаться в финансовой отчетности должника (Прил. 1), выявляясь лишь на этапе формирования конкурсной массы и расчетов с кредиторами.

⁵³⁷ Сост. автором.

получены при сопоставлении балансовой и рыночной стоимости чистых активов должника (при наличии необходимых сведений за исследуемый период и, прежде всего, за тот период, когда было возбуждено дело о банкротстве), а также балансовой и ликвидационной стоимости чистых активов. Так, чрезмерное превышение учетного значения показателя над тем его значением, которое было получено при переоценке или в условиях реальной ликвидации, в контексте финансовой диагностики преднамеренного банкротства может рассматриваться как признак намеренного искажения финансовой отчетности.

Ключевые направления финансовой диагностики, релевантные в рамках эвристического подхода к оценке финансовой стабильности предприятий, можно в данном случае ранжировать по значимости, начиная с оценки признака неоплатности во взаимосвязи с признаком неплатежеспособности (а точнее с возможностью ее восстановления), продолжая оценкой операционного и финансового риска деятельности и завершая оценкой рентабельности. При выборе методов анализа финансовой отчетности должника коэффициентный анализ, как представляется автору, имеет второстепенное, вспомогательное значение. Причем в наименьшей степени, с нашей точки зрения, следует ориентироваться на динамику тех финансовых коэффициентов, которые предписаны обязательными к применению методиками финансовой диагностики преднамеренного банкротства предприятий, поскольку именно их значения становятся объектом манипуляции. В этом отношении проявляется *обратный эффект колеи*, который заключается в намеренном стремлении обмануть сложившиеся ожидания⁵³⁸.

Таким образом, коэффициентный анализ, по нашему мнению, в основном востребован на предварительном этапе финансовой диагностики, когда необходимо оценить содержание и динамику финансового состояния предприятия в контексте финансовых особенностей, характерных в исследуемом периоде для анализируемого бизнеса с учетом его отраслевой, региональной и другой

⁵³⁸ В литературе данный эффект упоминается в обоснование методологии оценки нетипичных случаев криминальных банкротств (Agostini M., Favero G. Accounting fraud, business failure and creative auditing: a micro-analysis of the strange case of Sunbeam Corp. WP № 12/2012. Venice: Università Ca' Foscari Venezia, 2013. P. 2), восходя к исследованиям по социологической науке. См., например: Emigh R. The power of negative thinking: the use of negative case methodology in the development of sociological theory // Theory and Society. 1997. № 26. P. 649 – 684.

специфики. Причем те периоды, в которых финансовое состояние должника демонстрирует нехарактерные особенности, требуют, с нашей точки зрения, наиболее пристального внимания.

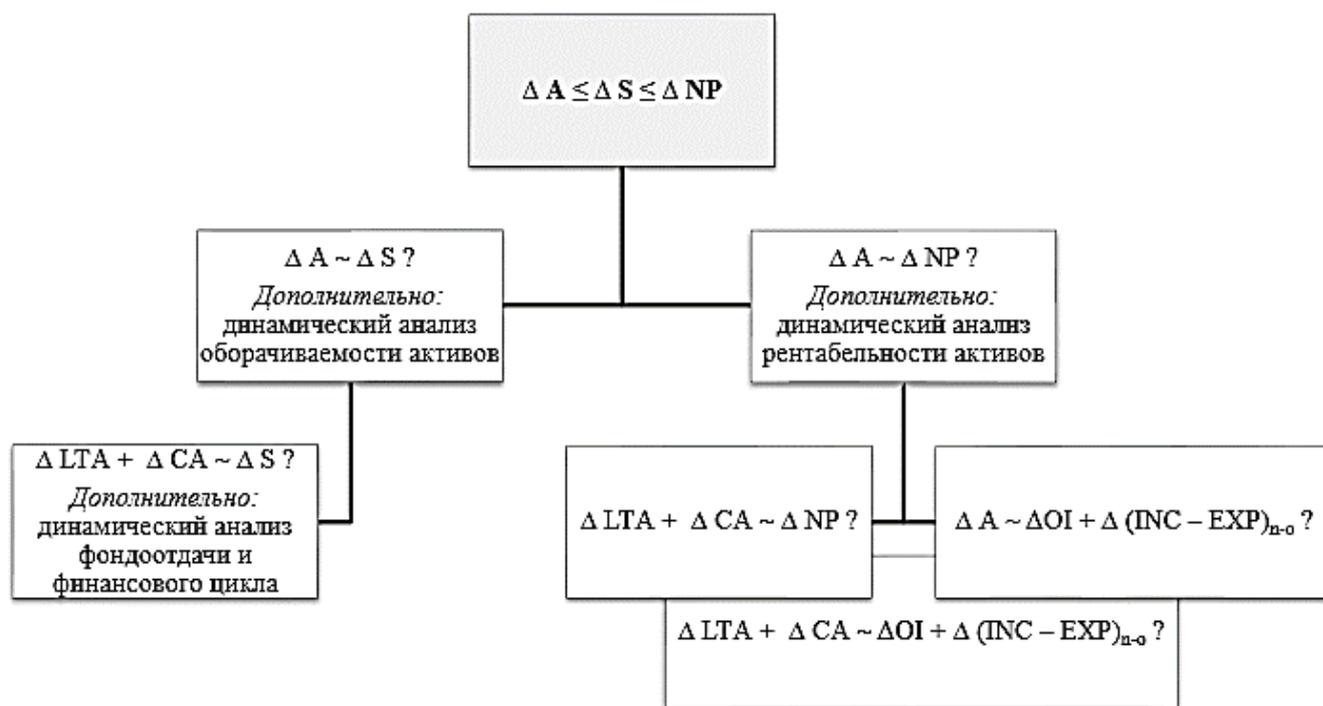
Плодотворным методическим подходом для целей финансовой диагностики преднамеренного банкротства предприятий, на наш взгляд, является *структурно-динамический анализ* финансовой отчетности⁵³⁹. Таким образом, востребованы, в первую очередь, методы описательного анализа, с применением которых, во-первых, необходимо формировать агрегированные аналитические формы отчетности, а, во-вторых, проводить динамический и сравнительный анализ по отношению к прошлым периодам и компаниям-аналогам. Важнейшими аналитическими ориентирами в данном случае должны, по мнению автора, выступать существенные изменения структуры анализируемых форм, а также несоответствие анализируемой структуры и ее наблюдаемой динамики принципу экономической целесообразности.

В отношении интерпретации возможных результатов отметим, что в процессе преднамеренного банкротства структура бухгалтерского баланса должника, как правило, претерпевает значительные изменения, в результате которых существенно увеличивается доля активов (к примеру, заведомо безнадежная дебиторская задолженность, сомнительные финансовые вложения), которые фактически не приносят дохода и не обеспечивают притока денежных средств, что негативно отражается на финансовых результатах и платежеспособности предприятия. Причем структурные изменения бухгалтерского баланса зачастую получают неадекватное, с позиции *экономической целесообразности*, отражение в отчетах о финансовых результатах и о движении денежных средств⁵⁴⁰.

⁵³⁹ Отметим, что значение структурно-динамических моделей («моделей структурной динамики») в оценке различных характеристик финансово-хозяйственной деятельности предприятий подробно аргументировано в работах Н. Н. Погостинской и Ю. А. Погостинского. См., например: Погостинская Н. Н., Погостинский Ю. А. «Золотое правило» финансовой устойчивости предприятия // Ученые записки Международного банковского института. 2014. № 7. С. 158 – 164; Погостинская Н. Н., Погостинский Ю. А. «Золотое правило» управления предприятием // Ученые записки Международного банковского института. 2014. № 8-1. С. 247 – 250.

⁵⁴⁰ В условиях преднамеренного банкротства нередко наблюдается отчуждение активов, необходимых для основной, приносящей доход, деятельности должника. В результате, сокращаются выручка и операционная прибыль предприятия, наблюдается замедление оборачиваемости активов, снижение рентабельности, сопровождающееся

В качестве базовой формулы для структурно-динамического анализа финансовой отчетности должника мы предлагаем использовать критерий сбалансированного роста бизнеса⁵⁴¹, адаптированный к целям финансовой диагностики преднамеренного банкротства с учетом результатов декомпозиции по двум основным направлениям: по соотношению темпа изменения активов с темпами изменения выручки и с темпами изменения чистой прибыли (Рисунок 4.6).



Примечание

ΔA – темп изменения совокупных активов; ΔS – темп изменения выручки; ΔNP – темп изменения чистой прибыли; ΔLTA – темп изменения внеоборотных активов; ΔCA – темп изменения оборотных активов; ΔOI – темп изменения операционной прибыли; $\Delta(INC - EXP)_{п-о}$ – темп изменения всех прочих доходов и расходов (включая налог на прибыль).

Рисунок 4.6 – Модель структурно-динамического анализа финансовой отчетности должника в целях финансовой диагностики преднамеренного банкротства⁵⁴²

ухудшением платежеспособности. Одновременно с изменением структуры баланса в этом случае может наблюдаться увеличение прочих доходов предприятия.

⁵⁴¹ Данный критерий с различными модификациями весьма часто упоминается в литературе и широко применяется в аналитической практике. См.: Тонких А. С., Остальцев А. С., Остальцев И. С. Моделирование экономического роста предприятия: предпосылки разработки альтернативных моделей // Управление экономическими системами: Электронный научный журнал. 2012. № 9. URL: <http://uecs.ru/logistika/item/1566-2012-09-27-08-26-02> (дата обращения: 12.12.2016).

⁵⁴² Сост. автором.

Результаты структурно-динамического анализа финансовой отчетности должника целесообразно, с нашей точки зрения, дополнить динамическим анализом оборачиваемости и рентабельности активов, поставив главный акцент на результаты оценки деловой активности, что позволит более подробно аргументировать выводы о экономической целесообразности тех возможных *действий*, которые привели к изменениям финансового состояния предприятия.

Отдельного комментария требует вопрос о роли анализа финансовой отчетности в установлении признаков преднамеренного банкротства предприятий. С нашей точки зрения, результаты данного анализа должны рассматриваться с должной долей осмотрительности. Поскольку финансовая отчетность кризисных предприятий далеко не всегда является транспарентной и, более того, достоверной, соответствующие выводы не могут служить достаточным основанием для решения о наличии (отсутствии) признаков преднамеренного банкротства. Данные выводы носят предварительный характер и должны быть подтверждены или опровергнуты с учетом анализа сделок должника и других действий, имеющих существенное отношение к функционированию предприятия⁵⁴³.

⁵⁴³ Уместно в этом отношении процитировать ряд уточняющих вопросов к заключению арбитражного управляющего, констатирующего отсутствие признаков преднамеренного банкротства предприятия (Сведения о Должнике см. в Едином федеральном реестре сведений о банкротстве: <http://bankrot.fedresurs.ru/OrganizationCard.aspx?ID=741E4D509F8E408B59341A2C52EE869D>):

– Сделки за период существенного ухудшения показателей платежеспособности проанализированы выборочно на основании допущения о том, что финансовая отчетность Должника достоверно отражает его хозяйственные операции. Вместе с тем, сведения о результатах аудита, в материалах финансового анализа отсутствуют. В этой связи следует обратить внимание на следующие обстоятельства дела:

– Должник осуществляет колоссальные финансовые вложения, целесообразность которых в условиях дефицита оборотных средств сомнительна.

– Сомнительна целесообразность авансовых платежей на покупку недвижимости, которая так и не поступает в распоряжение Должника, тогда как уровень платы за арендуемые площади ниже рыночного.

– Неоправданными представляются значительные затраты на разработку системы управления производством (подробные сведения о проведении соответствующих работ отсутствуют). Данные затраты осуществляются в тот период, когда предприятие находится в критическом состоянии и остро нуждается в финансовых ресурсах для обеспечения производственной деятельности.

– Существенная доля активов Должника представлена дебиторской задолженностью, основная часть которой просрочена. Предприятие финансирует деятельность других хозяйствующих субъектов на чрезвычайно невыгодных для себя условиях. Крупнейшим должником предприятия выступает собственник, который в результате ряда сделок аккумулирует и кредиторскую задолженность, значительно увеличивая долю в общем составе долговых требований к Должнику.

– Несмотря на то, что финансовое состояние Должника характеризуется отрицательным значением собственного капитала, в материалах заключения отсутствуют результаты анализа чистых активов и признака недостаточности имущества.

Руководствуясь принципом осмотрительности, не следует, с нашей точки зрения, устанавливать период диагностики финансовой схем преднамеренного банкротства в зависимости от результатов анализа финансовой отчетности. Примечательно, что по российскому законодательству, существенное ухудшение показателей платежеспособности не может рассматриваться как признак преднамеренного банкротства предприятия. Так, арбитражный управляющий может сделать вывод о наличии признаков преднамеренного банкротства предприятия только в том случае, если установлены отдельные действия, не отвечающие «рыночным условиям и обычаям делового оборота» на момент их совершения, если они привели должника к неплатежеспособности или ее усугублению⁵⁴⁴. Таким образом, на первый взгляд, анализ финансовой отчетности предприятий имеет формальное значение. Однако, если устанавливается факт существенного ухудшения анализируемых показателей, углубленная диагностика проводится за соответствующий период⁵⁴⁵, и, следовательно, игнорируются другие периоды, что зачастую приводит к ошибочным выводам⁵⁴⁶.

Существенные ограничения традиционных методических подходов к финансовой диагностике преднамеренного банкротства предприятий объясняются тем фактом, что данные подходы не отвечают принципу приоритета экономического содержания над юридической формой. Наиболее явно следствия этих ограничений проявляются в отношении финансового механизма преднамеренного банкротства. Руководствуясь официальными правилами и рекомендациями, аналитики исследуют отдельные действия (в том числе сделки) потенциальных инициаторов преднамеренного банкротства, стремясь установить наличие признаков неправомерной деятельности в связи с нарушением требований законодательства или значительным расхождением с рыночной практикой. Вместе с тем, в тех действиях, которые анализируются изолированно, вне связи с экономическим смыслом преднамеренного банкротства, выявить признаки

⁵⁴⁴ П. 10 Временных правил проверки арбитражным управляющим наличия признаков фиктивного и преднамеренного банкротства.

⁵⁴⁵ Там же.

⁵⁴⁶ См. подробнее: Львова Н.А. Финансовая диагностика предприятия. С. 208 – 212.

неправомерности, как правило, проблематично⁵⁴⁷. Так, например, действия менеджеров, собственников и других лиц могут носить внешне вполне правомерный характер, а отдельные сделки должника – не вызывать подозрений. Однако совершенно иная картина складывается в контексте финансово-хозяйственной деятельности должника, с учетом особенностей его бизнеса⁵⁴⁸ (отрасль, масштаб, региональная специфика, публичный или особый социально-экономический статус), а также динамики финансовых изменений.

Таким образом, действия в отношении предприятия-должника изначально должны рассматриваться в совокупности, в соответствии с принципом приоритета экономического содержания над юридической формой и, следовательно, в непосредственной взаимосвязи с особенностями бизнеса и финансовым смыслом преднамеренного банкротства. В этой связи также важно учитывать наличие неразрывной взаимной связи между потенциально неправомерными действиями, хозяйственными операциями и сделками должника. Другими словами, выводы о финансовом механизме не должны вступать в противоречие с характеристикой предполагаемой финансовой схемы, а выявленные финансовые признаки преднамеренного банкротства – с общим механизмом анализируемых неправомерных действий. Важно подчеркнуть, что приоритетное значение необходимо уделять финансовой схеме преднамеренного банкротства – совокупности сделок, направленных на банкротство должника. Оценка наличия (отсутствия) признаков финансовых схем преднамеренного банкротства, дополненная анализом финансовой отчетности, должна выступать главным этапом финансовой диагностики преднамеренного банкротства, требуя в некоторых случаях дополнительного, более глубокого, анализа финансово-хозяйственной деятельности и значимых событий в жизни предприятия.

⁵⁴⁷ Данная проблема в свое время активно обсуждалась представителями Федеральной службы России по финансовому оздоровлению и банкротству (ФСФО РФ). См.: Львова Н.А. Финансовая диагностика предприятия. С. 200 – 201.

⁵⁴⁸ Характерный пример подобной ситуации приводится в Прил. 1.

С нашей точки зрения, ориентация на финансовую схему преднамеренного банкротства важна не только в целях финансовой диагностики, но и в рамках правовой экспертизы сделок предприятия. Вместе с тем предлагается четко разграничивать задачи финансовой и юридической диагностики, в чем и заключается новизна авторского подхода⁵⁴⁹. Подчеркнем, что финансовая диагностика не связана с оценкой соответствия тех или иных действий требованиям законодательства. Речь идет исключительно об оценке потенциально неправомерных действий в контексте экономической концепции банкротства, в том числе по вопросу сопоставимости данных действий с имеющейся рыночной практикой. Очевидно, что для ответа на вопрос о том, являются ли анализируемые действия нормальными для заданной экономической ситуации, необходимо понимать, что является нормой⁵⁵⁰. Однако, представляется, что любые попытки сформулировать в этом отношении однозначное определение или универсальную методику заведомо обречены на провал, как и в случае с формализацией категории абсолютной финансовой устойчивости.

Обращаясь к предложенным концепциям корпоративной финансовой диагностики и финансовой стабильности предприятий, продуктивнее говорить о том, что нормой не является. И в данном случае в очередной раз полезно обратиться к экономическому смыслу преднамеренного банкротства предприятий. В частности, общий смысл соответствующих сделок заключается в максимизации неоплатности должника, индикатором которой является отрицательная величина чистых активов по рыночной и ликвидационной стоимости. Другими словами, нормальная предпринимательская деятельность направлена на максимизацию

⁵⁴⁹ Как отмечалось выше, что термин «схема» применяется в американской практике расследования криминальных банкротств. Примечательно, что при характеристике подобных схем преобладают финансовые признаки неправомерных действий, однако они объединяются с нарушениями законодательства, которые преимущественно касаются бухгалтерского учета и налогообложения. См. подробнее: The U.S. trustee program's efforts to prevent bankruptcy fraud and abuse. P. 19 – 20, 72 – 75.

⁵⁵⁰ Можно подойти к этому вопросу с позиции количественной оценки отклонения от рыночных условий заключения сделки. В некоторых случаях этот подход может оказаться эффективным, в особенности, если речь идет об активном рынке с типичной структурой сделок. Однако в большинстве случаев оценка типичных рыночных условий является трудоемкой и, в конечном итоге, весьма условной. В отдельных ситуациях она крайне неточная или невозможна в принципе, что может объясняться отсутствием необходимого объема информации по аналогичным сделкам, а также редкостью или даже уникальностью сделки, которая, тем не менее, не вступает в противоречие с финансово-хозяйственной практикой.

прибыли, преднамеренное банкротство – на максимизацию убытка, и эта специфика находит отражение в сделках, с помощью которых оно реализуется. Раскроем это утверждение более подробно, акцентировав внимание на ключевых признаках преднамеренного банкротства, корреспондирующих с его финансовым механизмом и финансовыми схемами.

Как было аргументировано ранее, в результате неправомерных действий в отношении должника, долги становятся полностью или частично необеспеченными, то есть чистые активы приобретают отрицательное значение. Поскольку финансовый механизм преднамеренного банкротства может быть утроен по-разному (данное финансовое состояние может обеспечиваться за счет вывода активов и (или) аккумуляции задолженности), приоритетное внимание следует уделять именно тем действиям, которые влияют на *соотношение* долга и собственного имущества предприятия⁵⁵¹. Важный взаимосвязанный с этими действиями признак касается характера и динамики кризисных процессов, происходящих с предприятием. Экономический смысл анализируемых неправомерных действий предопределяет *катастрофический сценарий* развития финансового состояния предприятия-цели, причем зачастую катастрофа относительно внезапно проявляется в финансовой отчетности, что соответствует признаку скрытности анализируемой деятельности.

Необходимо учитывать, что финансовый механизм преднамеренного банкротства может быть интерпретирован в контексте максимизации отрицательного финансового результата. Следовательно, необходимо диагностировать действия, связанные с *реструктуризацией доходов и расходов* предприятия. Типичной в этом смысле выступает ситуация, когда должник, не имея к этому каких-либо значимых экономических оснований, прекращает или

⁵⁵¹ Подход российского Законодателя к финансовой диагностике сделок, направленных на преднамеренное банкротство предприятия, объединяет различные трактовки данной неправомерной деятельности и отдельные элементы ее финансовых схем. В частности, прослеживается упоминание об экономически невыгодных условиях сделок, о выводе активов должника, а также о создании и аккумуляции его неплатежеспособности. Отмечается разграничение сделок, связанных с выводом активов и увеличением долга. Однако это разграничение представляется недостаточно четким, поскольку основное внимание уделяется не экономическому, а правовому содержанию сделок. Кроме того, сделки купли-продажи имущества отделены от других сделок с имуществом, тогда как в целях финансовой диагностики их следовало бы объединить как сделки, направленные на вывод активов. См.: Львова Н.А. Финансовая диагностика предприятия. С. 214.

сокращает основную деятельность, а также заменяет ее на такой вид, который заведомо уступает по критериям потенциальной результативности и рентабельности. В этой связи наиболее тщательного анализа требуют сделки, связанные с активами, изначально используемыми должником в его основной деятельности. Примечательно, что по логике российского Законодателя, в условиях преднамеренного банкротства предприятий, помимо тех активов, без которых невозможна основная деятельность должника, в первую очередь отчуждается и так называемое «ликвидное имущество»⁵⁵², состав которого, однако, не комментируется. Данное утверждение, с нашей точки зрения, достаточно спорно.

Несложно обосновать, что сокращение ликвидного имущества связано с формированием и усугублением неплатежеспособности предприятия, но такая ситуация в большей степени характерна для непреднамеренной несостоятельности. И, напротив, финансовый механизм преднамеренного банкротства не ориентирован на принцип экономической целесообразности (в отношении *должника*), когда для преодоления кризиса платежеспособности распродается ликвидное имущество. Здесь следует принимать в расчет противоположный принцип, который, в частности, должен проявляться в том, что, если финансовый механизм преднамеренного банкротства связан с выводом активов, то в первую очередь выводится наиболее *необходимое для жизни предприятия и вместе с тем дорогостоящее имущество* (см. Прил. 1).

Анализируя сделки должника, чрезвычайно важно учитывать, что преднамеренное банкротство предприятий нередко осуществляется с участием связанных лиц. В этой связи целесообразно, с нашей точки зрения, ввести в

⁵⁵² П. 7 Временных правил проверки арбитражным управляющим наличия признаков фиктивного и преднамеренного банкротства. См. также: п. 4.4.1 Методических рекомендаций по проведению финансово-экономической экспертизы, назначенной в ходе предварительного следствия, судебного разбирательства уголовных дел, возбужденных по признакам преступления, предусмотренного статьей 196 УК РФ; Методические рекомендации для специалистов, привлекаемых к участию в процессуальных действиях в порядке, установленном УПК РФ, при проверке следователем сообщения о преступлении, предусмотренном статьей 196 УК РФ: утв. приказом Минэкономразвития РФ от 5 февр. 2009 г. № 35. URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=87979&fld=134&dst=100008,0&rnd=0.9145750023768859#0> (дата обращения: 12.12.2016). Особенности применения данных рекомендаций анализируются в работе: Арзякова И. В. Диагностика преднамеренного банкротства на основе анализа деяний с повышенным риском // Эффективное антикризисное управление. 2011. № 3. С. 62 – 67.

инструментарий финансовой диагностики такой метод, как *ранговый анализ*⁵⁵³. С применением данного метода сделки должника оцениваются в двух измерениях: по отдельным контрагентам и по количественным критериям. В качестве количественных критериев могут выступать количество сделок, а также их относительный объем, который, как представляется, следует нормировать по отношению к величине активов предприятия в соответствующем периоде.

По результатам рангового анализа наиболее пристальное внимание следует уделить тем контрагентам, сделки с которыми имеют наиболее часто повторяемый и (или) масштабный характер. Отношения с этими лицами уместно более глубоко проанализировать на предмет возможности влияния на деятельность должника (или обратной зависимости). Углубленный анализ контрагентов должен сопровождаться оценкой платежно-расчетной дисциплины предприятия с привлечением сведений о динамике денежных потоков и цикла оборота денежных средств. Детализированного анализа, прежде всего, с позиции экономической целесообразности, требуют и те ситуации, в результате которых происходит изменение обычного рангового распределения, которым могут быть описаны отношения с контрагентами исследуемого предприятия.

Таким образом, нами представлена модернизированная методология финансовой диагностики преднамеренного банкротства как специфической угрозы финансовой стабильности предприятий, в особенности актуальной для стран с формирующимся рынком. Данная методология основана на авторской концепции преднамеренного банкротства, в рамках которой раскрыты институциональные предпосылки соответствующей неправомерной деятельности. Показано, что эти предпосылки напрямую обусловлены спецификой современного института несостоятельности, сочетающего возможность долговой амнистии неплатежеспособных предприятий с принципом их имущественной обособленности, что, в частности, предопределяет значение неоплатности

⁵⁵³ Примечательно, что ранговый анализ выступает ключевым инструментом ценологии, которая позиционируется как наука об устойчивости больших систем. См., например: Фуфаев В. В. Экономические ценозы организаций. М. - Абакан: Центр системных исследований, 2006. С. 3 – 38. URL: <http://www.kudrinbi.ru/public/5115/index.htm> (дата обращения: 12.12.2016).

(недостаточности имущества) как ключевого финансового признака преднамеренного банкротства предприятий. Предложена обогащенная трактовка института несостоятельности, который, с нашей точки зрения, включает, как легальную, так и теневую сторону, причем теневые отношения в этой области взаимосвязаны с легальными.

В целях финансовой диагностики сформулирована концептуальная модель преднамеренного банкротства предприятий как совокупность трех составляющих: механизм, финансовый механизм и финансовая схема, для которых сформулированы авторские определения. В соответствии с экономической трактовкой преднамеренного банкротства, детализирована модель его финансового механизма, в развитии которой предложены основные подходы к классификации финансовых схем данной неправомерной деятельности. Финансовый механизм преднамеренного банкротства декомпозирован в контексте балансовой модели предприятия с позиции максимизации отрицательного значения чистых активов, по отношению к отдельным видам деятельности, а также с учетом дальнейших перспектив бизнеса. Отмечено, что преднамеренное банкротство предприятий, направленное не на ликвидацию, а на сохранение бизнеса, мимикрирует под формы легальной реорганизации, выступая теневой стороной института разрешения неплатежеспособности.

Рекомендации по финансовой диагностике преднамеренного банкротства структурированы по трем направлениям: предварительный этап, анализ финансовой отчетности предприятия-должника, диагностика финансовой схемы. Предложенная методология апеллирует к авторской трактовке преднамеренного банкротства, включая классификации финансовых схем данной неправомерной деятельности по объектам, субъектам и финансовому содержанию. Таким образом, реализуется принцип приоритета экономического содержания над юридической формой как один из важнейших принципов корпоративной финансовой диагностики, а также акцентируется и последовательно анализируется определяющее значение признака неоплатности. Подчеркнем, что концепция и методология финансовой диагностики преднамеренного банкротства

корреспондируют с важнейшими вопросами финансовой стабильности предприятий. Таким образом, результаты, полученные автором в этом отношении, способствуют развитию методологии фундаментальных и прикладных исследований в данной области.

ГЛАВА 5

ФИНАНСОВАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЙ В КОНТЕКСТЕ МОНИТОРИНГА ФИНАНСОВЫХ СИСТЕМ

5.1 Особенности функционирования современных финансовых систем

В последние десятилетия отмечается существенное нарастание финансовой глубины развитых и развивающихся стран, что проявляется во все более интенсивной насыщенности экономики финансовыми ресурсами, в повышении экономической значимости финансовых механизмов, а также в обособлении и разрастании финансового сектора⁵⁵⁴. Однако процессы финансиализации амбивалентны. Мировые и национальные социально-экономические катаклизмы меняют взгляд на проблемы функционирования финансовых систем. Усиливаются опасения, касающиеся деструктивной роли финансовых механизмов в общественном развитии. Глобальная рецессия привела к замедлению процесса финансиализации⁵⁵⁵, что существенно повысило интерес к проблемам финансовой стабильности. Активизировалась работа по оценке качества финансового развития. Так, в 2008 г. методика рэйтингования финансовых систем была опубликована Всемирным экономическим форумом. В 2012 г. коллектив ведущих ученых, специализирующихся на вопросах функционирования финансовых систем, представил альтернативную методику под эгидой Всемирного банка, первый аналитический отчет по результатам применения которой был опубликован в 2013 г.⁵⁵⁶

Современный этап развития национальных финансовых систем характеризуется существенными противоречиями⁵⁵⁷. С одной стороны, сохраняется «национально-государственная форма» их организации⁵⁵⁸. С другой

⁵⁵⁴ См., например: Миркин Я. М. Мировая финансовая система 2020 — 2030. М.: МГУ-ВЦ РАН, 2010.

⁵⁵⁵ Lund S., Daruvala T., Dobbs R., Härle P., Kwek J-H., Falcón R. Financial globalization: retreat or reset? Global capital markets 2013. McKinsey Global Institute. P. 2. URL: http://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/dotcom/Insights%20and%20pubs/MGI/Research/Financial%20Markets/Financial%20globalization/MGI_Financial_globalization_Full_report_Mar2013.ashx (дата обращения: 12.12.2016).

⁵⁵⁶ Global financial development report 2013: rethinking the role of the state in finance. Washington, DC: The World Bank, 2013. xx + 194 p.

⁵⁵⁷ Подробнее об особенностях функционирования финансовых систем в условиях глобализации см.: Хансон Дж. А., Хонохан П., Маджони Дж. Глобализация и национальные финансовые системы. Пер. с англ. М.: Весь мир, 2005. С. 1 – 28; Головин М.Ю. Взаимодействие финансовых систем стран СНГ. СПб.: Алтейя, 2010. С. 10 – 14.

⁵⁵⁸ Головин М.Ю. Указ. соч. С. 13.

стороны, ограничиваются возможности национальной финансовой политики – стремительно возрастает значение международных финансовых механизмов, увеличиваются размеры и усиливается экономическое влияние международных компаний. Изменяется характер взаимодействия национальных финансовых систем: повышается их открытость и взаимозависимость, актуализируются риски цепной реакции, при реализации которых финансовая нестабильность распространяется от одних классов финансовых активов, типов финансовых институтов, сегментов финансовых рынков, национальных финансовых систем на другие⁵⁵⁹. Таким образом, исследования финансовой стабильности как одной из ключевых характеристик финансовых систем приобретают все более высокую теоретическую и практическую значимость, в том числе в отношении разных экономических субъектов, включая нефинансовые компании (предприятия).

В этой связи отметим, что качество функционирования национальной финансовой системы, главная роль которой заключается в распределении финансовых ресурсов, по-прежнему рассматривается как один из ключевых факторов устойчивого экономического роста и повышения национального благосостояния, что подтверждается обширными эмпирическими исследованиями⁵⁶⁰. Качество функционирования финансовых систем, в свою очередь, декомпозируется и оценивается в отношении таких ключевых функций, как аккумуляция сбережений, управление рисками, создание и трансляция финансовой информации, обеспечение контроля и мониторинга экономических процессов, снижение транзакционных издержек⁵⁶¹. В целях данного исследования важно, что в условиях глобализации наибольшие конкурентные преимущества

⁵⁵⁹ Ср.: Показатели финансовой устойчивости. Руководство по составлению. Вашингтон: Международный Валютный Фонд, 2007. С. 299.

⁵⁶⁰ Levine R. Finance, growth and the poor / Financial Development Report 2008. P. 27. WFE, URL: <https://members.weforum.org/pdf/financialdevelopmentreport/2008.pdf>. См. также: Столбов М.И. Финансовый рынок и экономический рост: контуры проблемы. М.: Научная книга, 2008. С 41 – 65; Рубцов Б.Б. Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики. 2006. С. 2 – 11. URL: www.mirkin.ru/_docs/Rub_evolfin.pdf (дата обращения: 12.12.2016).

Влияние финансовой системы на экономический рост раскрыто в работах: Bodie Z., Merton R.C. Design of financial systems: towards a synthesis of function and structure // Journal of investment management. 2005. Vol. 3. №1. P. 17; Столбов М.И. Указ. соч.; Рубцов Б.Б. Указ. соч. С. 2 – 11.

⁵⁶¹ Ключевые представления о функциях современных финансовых систем обобщены в работе: Рубцов Б. Б. Указ. соч. С. 13.

получают те страны, которые обладают не только наиболее эффективными, инклюзивными и глубокими финансовыми системами, но и высоким уровнем *финансовой стабильности*, что, в свою очередь, актуализирует задачу развития методологии мониторинга финансовой стабильности предприятий.

Развивая методические подходы к оценке финансовой стабильности предприятий в контексте мониторинга финансовых систем, нельзя обойти вниманием вопрос базовой терминологии. Понятие «финансовая система» рассматривается в разных смыслах, что напрямую отражается в методологии мониторинга, в том числе в отношении оценки финансовой стабильности. Многообразие основных трактовок анализируемого термина мы предлагаем изначально сгруппировать в соответствии с двумя подходами: системно-функциональным и системно-структурным⁵⁶².

В рамках *системно-функционального подхода*, финансовая система интерпретируется в широком смысле с учетом всех субъектов финансовых отношений. Так, проф. В. В. Иванов определяет финансовую систему как «форму организации стоимостных отношений между всеми субъектами финансовых отношений по распределению и перераспределению совокупного общественного продукта»⁵⁶³. Таким образом, акцентируется значение распределительной функции финансов, а национальная финансовая система включает все уровни (подсистемы) финансовых отношений: публичные финансы, финансы организаций и финансы домохозяйств⁵⁶⁴.

Согласно *системно-структурному подходу*, содержание финансовой системы (на наш взгляд, в данном случае точнее использовать термин «финансовый сектор») сводится к наиболее значимым элементам финансовых отношений, а именно: к финансовым механизмам (финансовым инструментам,

⁵⁶² В некоторых источниках выделяют и третий подход, восходящий к классической традиции, когда приоритетным значением в финансовой системе наделяется сфера публичных финансов. См.: Ермолаев Е. А., Завьялов Ю. С. Теоретические аспекты определения понятия «финансовая система» // Деньги и кредит. 2014. № 7. С. 63 – 72.

⁵⁶³ Иванов В. В. Финансовая система: сущность, подсистемы, сферы, звенья / Финансы: учебник / С. А. Белозеров, Г. М. Бродский, С. Г. Горбушина [и др.]; отв. ред. В.В. Ковалев. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Проспект, 2014. С. 21.

⁵⁶⁴ Аналогичный подход используется в работах других ведущих представителей российской финансовой науки. См., например: Романовский М. В., Иванова Н. Г. Финансовая система и финансовая безопасность России // Балтийский экономический журнал. 2009. № 2. С. 21; Романовский М. В. Факторы обеспечения устойчивости национальной финансовой системы. С. 19–20.

финансовым институтам и финансовым рынкам) и поддерживающей инфраструктуре. Такой подход является типичным для англо-американской школы финансов. В частности, ведущие специалисты по данной проблематике, Ц. Боди, Р. Мертон и Д. Клитон, рассматривают финансовую систему как «совокупность рынков и институтов, используемых для заключения финансовых сделок, обмена активами и рисками»⁵⁶⁵. Примечательно, что и в рамках методологии Всемирного банка финансовая система трактуется как система, включающая: а) финансовые институты (банки, страховые компании и другие небанковские финансовые институты); б) финансовые рынки (рынки акций, облигаций и производных финансовых инструментов); в) финансовую инфраструктуру (в том числе систему обмена кредитной информацией, платежно-расчетную систему)⁵⁶⁶.

С нашей точки зрения, ни системно-функциональный, ни системно-структурный подходы к трактовке финансовой системы, не отвечают в должной степени цели оценки *финансовой стабильности предприятий*. В этом отношении, по мнению автора, востребован синтетический, *функционально-структурный подход*, объединяющий неоклассические, неоинституциональные и поведенческие аспекты финансовой науки⁵⁶⁷. Данным подходом, в частности, руководствуется МВФ, рассматривая финансовую систему как «совокупность институциональных единиц и рынков, которые взаимодействуют между собой ... в целях привлечения средств для инвестиций и обеспечения работы механизмов финансирования коммерческой деятельности»⁵⁶⁸. Приоритетное значение в рамках функционально-структурного подхода имеет финансовый сектор (финансовые механизмы и поддерживающая инфраструктура). Однако существенное внимание уделяется функциям финансовой системы, которые осуществляются в отношении широкого круга институциональных единиц, включая государство, нефинансовые

⁵⁶⁵ Bodie Z., Merton R.C., Cleeton D.L. Financial Economics. 2nd ed. Upper Saddle River, New Jersey: Pearson Prentice Hall, 2009. P. 2.

⁵⁶⁶ Global financial development report 2015/2016: long-term finance. Washington, DC: The World Bank, 2016. P. xvii.

⁵⁶⁷ Концепция функционально-структурных финансов (functional and structural finance, FSF) введена Ц. Боди и Р. Мертоном. См.: Bodie Z., Merton R.C. Design of financial systems: towards a synthesis of function and structure. P. 2.

⁵⁶⁸ Показатели финансовой устойчивости. Руководство по составлению.

организации и домохозяйства⁵⁶⁹. Таким образом, акцентируется значение *финансовых отношений*.

Отметим также, что вне зависимости от применяемого подхода к трактовке финансовой системы, содержание ее отдельных элементов вызывает явные и существенные разногласия. В частности, применяются различные варианты типологизации финансовых инструментов, финансовых институтов и финансовых рынков. Результаты ведущих исследований по данной проблематике находят отражение в методологии международных финансовых сравнений, которая применяется такими наднациональными институтами, как МВФ, Всемирный банк, Банк международных расчетов (БМР) и др. Примечательной в этом отношении является гармонизированная позиция МВФ, БМР и Европейского центрального банка (ЕЦБ), которая касается функций и классификации финансовых институтов (в дословном переводе с англ. – «финансовых корпораций»)⁵⁷⁰.

Однако, если по вопросу сегментации финансовых рынков и типологизации финансовых институтов и финансовых инструментов достигнут относительный компромисс, границы *поддерживающей инфраструктуры* однозначно не определены. Последняя зачастую понимается как «рыночная инфраструктура» или, что более терминологически точно, «инфраструктура финансового рынка» в значении организаций, которые выполняют клиринговые, расчетные и учетные функции в отношении платежей и финансовых инструментов⁵⁷¹. В наиболее широком смысле речь идет о базовых условиях функционирования финансовых механизмов, требуя оценки качества институционального климата по таким

⁵⁶⁹ Показатели финансовой устойчивости. Руководство по составлению.

⁵⁷⁰ Финансовые институты рассматриваются как особые институциональные единицы национальной экономики («корпорации-резиденты»), смысл деятельности которых заключается в предоставлении другим институциональным единицам *финансовых услуг*, принимающих формы финансового посредничества, финансового риск-менеджмента, трансформации ликвидности и сопроводительной (или вспомогательной) финансовой деятельности. В зависимости от выполняемых функций, а также с учетом специфики финансовой структуры (типа и ликвидности обязательств), финансовые институты подразделяются на девять ключевых типов: центральные банки, депозитные учреждения, инвестиционные фонды денежного рынка, прочие инвестиционные фонды, страховые компании, негосударственные и некэптивные пенсионные фонды, прочие финансовые посредники, кэптивные финансовые институты и ссудные организации, а также вспомогательные финансовые институты. См.: Handbook on securities statistics. P. 26 – 29.

⁵⁷¹ Грицаюк О. Ю., Пряжникова Ю. А. Инфраструктура финансового рынка // Деньги и кредит. 2013. № 12. С. 66 – 68. См. также: Иванов В. В., Нурмухаметов Р. К. Развитие инфраструктуры финансового рынка Российской Федерации // Проблемы современной экономики. 2013. № 4. С. 206 – 209.

направлениям, как законодательство, правоприменение, культура корпоративного управления, человеческий капитал и др.

Нечеткая трактовка поддерживающей инфраструктуры, в рамках которой стирается грань между финансовыми институтами и институциональными условиями функционирования финансового сектора, как будет аргументировано далее, непродуктивна. Вместе с тем в условиях современного информационного общества представляется оправданным дополнить перечень ключевых элементов финансовой системы *институтами финансовой информации*⁵⁷², которые в совокупности с институтами инфраструктуры финансового рынка в целях данного исследования предлагается объединить термином «*институты финансовой инфраструктуры*».

Институты финансовой информации создают, аккумулируют и публикуют финансовую информацию, а в отдельных случаях осуществляют продажу информационных продуктов и услуг⁵⁷³. Другими словами, это институты, которые специализируются на создании, распределении и перераспределении *финансовой информации*, касающейся отдельных аспектов функционирования финансовых систем⁵⁷⁴. Важно отметить, что институты финансовой информации обладают высокой значимостью с позиции задач оценки стабильности финансовых систем в целом и финансовой стабильности корпоративного сектора в частности⁵⁷⁵.

⁵⁷² Соколов Б. И. Институты финансовой информации // Финансы и кредит. 2013. № 31. С. 2 – 16.

⁵⁷³ Ср.: Соколов Б. И. Система институтов финансовой информации // Проблемы современной экономики. 2013. № 3. С. 232 – 237.

⁵⁷⁴ Отметим, что ключевые аспекты информации, о которых идет речь, можно компактно обобщить, ориентируясь на отдельные функции финансовой системы.

⁵⁷⁵ Институты финансовой информации могут быть классифицированы по разным признакам. В частности, по критерию роли в финансовой системе – на «информационно-аналитические» и «регуляторно-консультационные» (в терминологии, предложенной проф. Б. И. Соколовым). В развитие данной классификации, мы предлагаем рассматривать следующие типы институтов финансовой информации: финансовая медиа (пресса и специальные новостные каналы телевидения); финансовые информационно-аналитические системы (международные и национальные); субъекты раскрытия информации об эмитентах ценных бумаг; рейтинговые агентства; бюро кредитных историй; экспертные системы по оценке страновых рисков и инвестиционного климата; статистические системы (международные и национальные) (включают индикаторы, напрямую и косвенно касающиеся оценки функционирования финансовых систем); системы правовой информации (поскольку содержат, как общее, так и специальное финансовое законодательство). Отдельные функции институтов финансовой информации, безусловно, выполняют и другие институциональные единицы: наднациональные и национальные финансовые институты, функционирующие как финансовые посредники; прочие институты финансовой инфраструктуры (в том числе глобальные и национальные регуляторы финансового рынка, биржи, аудиторские и консалтинговые компании); субъекты, обязанные раскрывать финансовую информацию в соответствии с законодательными требованиями (например, эмитенты ценных бумаг, организации, публикующие финансовую отчетность и др.); образовательные учреждения (создающие специализированные базы данных финансовой информации, публикующие финансовые

Требования к финансовой информации, ориентированные на порядок составления и представления корпоративной финансовой отчетности, однако *релевантные и для других видов финансовой информации*, подробно представлены в Концептуальных основах финансовой отчетности (МСФО). В частности, качественные характеристики *полезной* финансовой информации⁵⁷⁶ подразделяются на две группы: фундаментальные и дополнительные⁵⁷⁷. Фундаментальными характеристиками финансовой информации выступают уместность и достоверность (в терминологии документа – «правдивое представление», «правдивость»). Дополнительными – сопоставимость, проверяемость, своевременность и понятность. Достоверность и уместность рассматриваются как необходимые, но недостаточные требования к полезной финансовой информации. Достаточность в этом смысле обеспечивается за счет сопоставимости, проверяемости, своевременности и понятности, повышающих информационную полезность.

Обобщая вышесказанное, отметим, что, с нашей точки зрения, в целях оценки финансовой стабильности предприятий следует применять *функционально-структурный подход* к трактовке финансовой системы, фокусируя внимание на финансовом секторе и на качестве его функционирования с позиции государства, нефинансовых организаций и населения. Финансовый сектор, по мнению автора, следует рассматривать как совокупность финансовых механизмов (финансовых инструментов, финансовых институтов и финансовых рынков) и финансовой

исследования и пр.). Однако в строгом смысле слова их нельзя назвать институтами финансовой информации, поскольку соответствующая деятельность не является для них основной.

⁵⁷⁶ С нашей точки зрения, важно также различать системную и несистемную финансовую информацию. Системная финансовая информация раскрывается институтами финансовой информации и лицами, выполняющими их отдельные функции (в частности, национальными и наднациональными финансовыми посредниками, а также нефинансовыми компаниями, обязанными раскрывать финансовую информацию о своей деятельности). Данная информация в существенной степени отвечает признакам регламентированности и (или) регулярности представления. Несистемная финансовая информация преимущественно формируется для внутреннего пользования домохозяйств, финансовых и нефинансовых организаций, а также органов законодательной, исполнительной и судебной власти. Несистемная финансовая информация создается, аккумулируется и транслируется преимущественно без участия институтов финансовой информации и, как правило, не отвечает признакам регламентированности и регулярности представления. Более того, привлечение и перераспределение подобной информации внешними лицами может быть ограничено по соображениям экономической безопасности, что, в частности, может быть предусмотрено в законодательном порядке.

⁵⁷⁷ См. подробнее: п. п. QC4, QC19, 33 Концептуальных основ финансовой отчетности. URL: http://www.minfin.ru/ru/performance/accounting/mej_standart_fo/docs/ (дата обращения: 12.12.2016).

инфраструктуры, ключевыми элементами которой выступают институты соответствующей рыночной инфраструктуры и финансовой информации.

Следующий немаловажный вопрос, касающийся методологии мониторинга финансовой стабильности предприятий в целом и выбора сравнительных критериев в частности, связан с *типологией финансовых систем*. В литературе финансовые системы, ориентированные на фондовые рынки (условно «англо-саксонские»), традиционно противопоставляются финансовым системам, ориентированным на банки («континентальным»). Значимые различия между данными типами проявляются, как в архитектуре финансовых рынков и институтов, так и в относительной значимости отдельных финансовых механизмов в экономической системе. Примечательно, что наиболее явно данные различия экранируются в сфере корпоративных финансов: в первом случае преобладающим методом финансирования хозяйствующих субъектов выступает прямое рыночное финансирование, во втором – банковское кредитование.

Происхождение типов финансовых систем объясняется с двух альтернативных точек зрения⁵⁷⁸. Первая, так называемая «структурная», группа гипотез финансового развития предполагает, что тип национальной финансовой системы формируется под устойчивым влиянием некоторых универсальных факторов, в качестве которых могут выступать географическое положение экономической территории, приверженность той или иной религии, модель правовой системы, распределение политических сил в обществе и др.⁵⁷⁹ Вторая, «эволюционная», – акцентирует внимание на историческом контексте и, прежде всего, на специфическом сочетании финансово-экономических проблем и соответствующих институциональных решений⁵⁸⁰. Кроме того, доказано, что по мере роста национального благосостояния, финансовые системы становятся в большей степени ориентированными на фондовые рынки⁵⁸¹.

⁵⁷⁸ Baubeau P., Ögren A. Determinants of national financial systems: the role of historical events / Convergence and divergence of national financial systems: evidence from the gold standards, 1871–1971. London: Pickering & Chatto (Publishers) Limited, 2010. P. 127 – 128.

⁵⁷⁹ Ibid. P. 127; Рубцов Б.Б. Указ. соч. С. 36, 37.

⁵⁸⁰ Baubeau P., Ögren A. P. 128.

⁵⁸¹ Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. Financial institutions and markets across countries and over time – data and analysis. Policy Research Working Paper Series 4943. World Bank. 2009. P. 19. URL: <http://www->

Впрочем, наиболее дискуссионным вопросом, касающимся структуры финансовой системы (*финансовой структуры*), являются сравнительные преимущества в отношении долгосрочного экономического роста и общественного благосостояния. В частности, имеются эмпирические подтверждения таких преимуществ в контексте уровня социально-экономического развития. Так, в условиях дефицита эффективных рыночных институтов (слабая защищенность прав собственности, неудовлетворительная правовая система, низкая информационная прозрачность финансового рынка и др.) предпочтительным считается континентальный тип финансовой системы⁵⁸². Примечательно в этом смысле, что российская финансовая система считается неоконтинентальной⁵⁸³.

В то же время анализируемые типы финансовых систем проявляют *разные характеристики финансовой стабильности* в зависимости от природы стрессовой ситуации. Последние исследования в данной области показывают, что системы банковского типа более устойчивы по отношению к экономическим кризисам, тогда как системы, ориентированные на фондовый рынок, лучше восстанавливаются после финансовых шоков⁵⁸⁴. Вместе с тем, по-видимому, тип финансовой системы не обеспечивает для страны абсолютных экономических преимуществ⁵⁸⁵. Согласно *концепции финансовых услуг*, важнейшим драйвером экономического роста является эффективное функционирование национальной финансовой системы в целом вне зависимости от ее структуры⁵⁸⁶.

В этой связи логично, с нашей точки зрения, предположить, что приоритетное внимание следует уделять *уровню финансового развития*. Следовательно, необходимо по-разному подходить к вопросам мониторинга финансовой стабильности развитых и развивающихся финансовых систем, между которыми наблюдаются существенные качественные и количественные различия.

wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2009/06/16/000158349_20090616091230/Rendered/PDF/WPS4943.pdf (дата обращения: 12.12.2016).

⁵⁸² Рубцов Б.Б. Указ. соч. С. 34.

⁵⁸³ Жукова Т.В. Структура собственности на финансовом рынке в странах с неоконтинентальной моделью // Финансы и кредит. 2015. № 35. С. 2 – 11.

⁵⁸⁴ Gambacorta L., Yang J., Tsatsaronis K. Financial Structure and Growth. BIS Quarterly Review. 2014. P. 33.

⁵⁸⁵ Рубцов Б.Б. Указ. соч. С. 35.

⁵⁸⁶ Там же.

Согласно финансовой статистике, развитые финансовые системы в среднем опережают развивающиеся по уровню финансовой глубины⁵⁸⁷, обеспечивая более высокий уровень финансовой инклюзии⁵⁸⁸, а также демонстрируя более благоприятные характеристики *финансовой стабильности*⁵⁸⁹.

Отдельного внимания в рамках исследуемой проблематики заслуживают *формирующиеся финансовые системы*, которые по отдельным параметрам активно конкурируют с развитыми. Отметим, однако, что содержание терминов «формирующиеся финансовые системы» и «формирующиеся финансовые рынки» понимается неоднозначно. В некоторых случаях они отождествляются с любыми недостаточно развитыми⁵⁹⁰, однако такая трактовка представляется нам неконструктивной. На наш взгляд, уместно оперировать двумя ключевыми признаками формирующихся финансовых систем. Во-первых, данные системы не соответствуют бэнчмарку (развитым финансовым системам), в частности, по таким направлениям оценки, как финансовая глубина, доступность финансовых ресурсов бизнесу и населению, эффективность финансовых услуг, финансовая стабильность и качество финансовой инфраструктуры. Во-вторых, они динамично развиваются и растут, что отчасти обусловлено эффектом низкой базы, а отчасти – феноменом догоняющего развития, когда есть возможность переосмысливать и адаптировать имеющийся успешный опыт.

Применительно к формирующимся финансовым рынкам (*emerging financial markets, EFM*) подобный подход (в том числе трактовка данного явления на основе вышеприведенных признаков) широко используется в литературе и в аналитической практике⁵⁹¹. Примечательно, что профессиональное финансовое сообщество, как правило, рассматривает формирующиеся финансовые рынки как особую группу, занимающую промежуточное («транзитивное») положение между

⁵⁸⁷ См., подробнее: Global financial stability report. Washington, DC: International Monetary Fund, April 2014. P. 75, 76.

⁵⁸⁸ Global financial development report 2014: financial inclusion. Washington, DC: World Bank, 2014. P. 18, 26.

⁵⁸⁹ Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. С. 29.

⁵⁹⁰ Там же. С. 26. О проблеме терминологической неоднозначности в отношении более общего понятия «формирующийся рынок» см.: Квинт В. Глобальный формирующийся рынок – влияние на стратегию России и стратегическое развитие российских компаний // Эффективное антикризисное управление. 2012. № 3. С. 50 – 61.

⁵⁹¹ См., например: URL: http://www.ftse.com/Research_and_Publications/FTSE_Glossary.jsp (дата обращения: 12.12.2016).

развитыми и неразвитыми рынками. В частности, именно с таких позиций проводится классификация стран в целях формирования глобальных индексов акций FTSE и S&P Dow Jones (Прил. 2). Данная классификация, которая в целом апеллирует к уровню развития финансовых рынков, может, с нашей точки зрения, учитываться и в целях мониторинга финансовой стабильности предприятий. Представляется, что при выборе критериев сравнительной оценки уместно учитывать уровень финансового развития. Например, анализ российской финансовой системы, а также ее отдельных характеристик, включая финансовую стабильность различных институциональных единиц, целесообразно осуществлять, прежде всего, в контексте специфики функционирования формирующихся финансовых систем.

Однако отметим, что вопрос о возможности корректных международных финансовых сравнений является неоднозначным. Как правило, национальные финансовые системы рассматриваются как сопоставимые. Альтернативный подход предполагает, что финансовые системы уникальны и, следовательно, сопоставимы далеко не всегда и не по всем своим характеристикам⁵⁹². Концептуальной основой оценки финансовых систем с учетом социокультурных факторов выступает функционально-структурный подход, который, как отмечено выше, учитывает поведенческие аспекты финансовых отношений. Представляется, что любая национальная финансовая система имеет индивидуальные характеристики, которые нельзя полностью игнорировать, применяя традиционную методологию финансовых сравнений. В отдельных случаях специфические факторы столь значимы, что привычные методические подходы требуют кардинального пересмотра. В частности, социокультурная реальность зачастую вступает в противоречие с классическим упованием экономической науки на примат экономической эффективности⁵⁹³.

⁵⁹² Истоки данных подходов прослеживаются в отношении к экономическому поведению. Первый подход апеллирует к принципу рационального поведения, второй – учитывает социокультурные особенности экономического поведения, то есть речь заведомо идет об ограниченно рациональном поведении. О концепциях экономического поведения хозяйствующих субъектов см. подробнее: Кошеварова Э.Р. Экономическое поведение хозяйствующих субъектов: антология подходов // Проблемы современной экономики. 2008. № 3. С. 140 – 144.

⁵⁹³ Кравцов Н. А. Концепция институтов и институциональных изменений Дугласа Норта: глазами теоретика права // TERRA ECONOMICUS (Экономический вестник Ростовского государственного университета). 2009. № 1. С. 137.

Данное утверждение в значительной мере справедливо для тех стран и регионов, в которых преобладает мусульманское население. По крайней мере, ориентация на эффективность не позиционируется в исламе как *приоритетная* цель экономических процессов⁵⁹⁴. Показательно, что данная точка зрения прослеживается в работах, опубликованных, как апологетами, так и противниками исламских финансов⁵⁹⁵. Таким образом, исламские финансовые системы⁵⁹⁶ требуют особого, модифицированного, подхода к мониторингу и сравнительной оценке⁵⁹⁷. Вместе с тем, при всей привлекательности альтернативного социокультурного подхода, следует признать, что он ограничивает возможности международных финансовых сравнений. Таким образом, методология мониторинга финансовой стабильности предприятий должна опираться на допущение о *сопоставимости* национальных финансовых систем, а социокультурные факторы финансового развития, за исключением особых ситуаций, следует учитывать по остаточному принципу – в дополнение к традиционным⁵⁹⁸.

⁵⁹⁴ Львова Н. А., Покровская Н. В. Особенности исламского налогообложения в условиях современной финансовой системы // Финансы и кредит. 2015. №8. С. 36.

⁵⁹⁵ См., например: Беккин Р. И. Исламская модель беспроцентной экономики и современность // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 5: Экономика. 2007. № 2. С. 79 – 89; Куран Т. Исламская экономическая мысль и исламская экономика // Христианство и Ислам об экономике / Под ред. М. А. Румянцева, Д. Е. Раскова. СПб., 2008. С. 279 – 304.

⁵⁹⁶ О специфике функционирования исламских финансовых систем см.: Гордеева О. Е., Львова Н. А. Исламская финансовая система // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 5: Экономика. 2009. № 3. С. 124 – 133; Современные финансовые рынки: монография для магистрантов, обучающихся по программам направления «Финансы и кредит» / [В. В. Иванов и др.]; под ред. В. В. Иванова. М.: Издательство Проспект, 2016. С. 139 – 159.

⁵⁹⁷ В этом отношении мы не разделяем мнение о том, что оценку исламских финансовых механизмов можно без ущерба для содержательной составляющей ограничить традиционным методическим инструментарием. Ср.: Beck T., Demirgüç-Kunt A., Merrouche O. Islamic vs. conventional banking: business model, efficiency and stability. WB Policy Research Working Paper № 5446. 2010. P. 9, 21. URL: http://econ.worldbank.org/ex107ternal/default/main?pagePK=64165259&theSitePK=469372&piPK=64165421&menuPK=64166093&entityID=000158349_20101018092550 (дата обращения: 12.12.2016). Примечательно, что уже во втором выпуске Отчета Всемирного банка о глобальном финансовом развитии (2014 г.) отдельный раздел посвящен доступности финансовых услуг в условиях исламской финансовой системы. Отмечается, что одной из причин отказа населения от банковских услуг являются религиозные представления. Данная ситуация особенно характерна для стран Ближнего Востока и Южной Азии, финансовое развитие которых во многом может быть обеспечено за счет предоставления исламских финансовых услуг. Global financial development report 2014: financial inclusion. P. 35.

⁵⁹⁸ Наличие особой значимости социокультурных факторов в данном случае, по мнению автора, требует отдельного обоснования.

5.2 Концепция финансовой стабильности в методологии мониторинга финансовых систем

Оценка финансовой стабильности выступает одним из ключевых направлений мониторинга финансовых систем. Поэтому концепция финансовой стабильности должна быть более подробно представлена в контексте соответствующей методологии. Результаты мониторинга финансовых систем активно используются в исследованиях по экономической тематике⁵⁹⁹. Однако за рамками научной дискуссии зачастую остаются такие принципиальные вопросы, как трактовка и типология финансовых систем, а также принципы, методы и критерии их сравнительной оценки. Очевидно, что обоснование методологии мониторинга финансовых систем является сложной и многоплановой задачей, принципиальные подходы к решению которой во многом зависят от целей исследования, располагаемых источников информации, профессиональной квалификации аналитиков и пр.

Одним из наиболее существенных аспектов методологии в данном случае выступает *концепция сравнительной оценки финансовых систем*, в рамках которой формулируются базовые допущения и, следовательно, предопределяются теоретические основы и процедурные особенности применяемых методик. Учитывая результаты анализа научных представлений о специфике функционирования современных финансовых систем, в качестве ключевых элементов данной концепции следует, по мнению автора, рассматривать следующие: объект оценки, состав базовых показателей, методические подходы к обоснованию системы сравнительных критериев, способ представления итоговых результатов (Рисунок 5.1).

⁵⁹⁹ См., например: Иванов В. В. Функционирование финансовых рынков: организационно-правовые аспекты // Проблемы теории и практики управления. 2014. № 6. С. 73 – 79; Столбов М. И. Указ. соч.; Рубцов Б. Б. Глобальные финансовые рынки: масштабы, структура, регулирование // Век глобализации. 2011. № 2. С. 73 – 98; Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / Под ред. Я. М. Миркина. М.: Магистр, 2014. 496 с.; Шевченко Л. М. Комплексная оценка устойчивости национальной финансовой системы // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2013. № 45. С. 23 – 31.



Рисунок 5.1 – Ключевые элементы концепции сравнительной оценки финансовых систем⁶⁰⁰

В целях мониторинга финансовых систем необходимо, прежде всего, установить, будет ли *объект (финансовая система)* анализироваться в широком смысле, в соответствии с системно-функциональным подходом, или речь пойдет о финансовом секторе, то есть о финансовых механизмах и о финансовой инфраструктуре (системно-структурный подход). В качестве предпочтительной альтернативы, как отмечено выше, выступает синтетический (функционально-структурный) подход, объединяющий представления о приоритетной роли финансового сектора и о высокой значимости функций финансовой системы, которые выполняются применительно к полному кругу экономических субъектов, включая государство, нефинансовые компании и население. В то же время необходимо четко определить и детализировать институциональный состав финансовой системы, который должен отвечать требованиям сопоставимости для разных экономических территорий.

⁶⁰⁰ Сост. автором. Ср.: Львова Н.А. Концепция сравнительной оценки финансовых систем // Актуальные проблемы экономики. 2016. № 6. С. 309.

Состав базовых показателей, применяемых в целях мониторинга финансовых систем, должен, с нашей точки зрения, в первую очередь обеспечивать возможность формирования полезной финансовой информации. Таким образом, необходимо ориентироваться на требования достоверности и уместности, а также сопоставимости, проверяемости, своевременности и понятности. Кроме того, принципиальным вопросом является и то, какие показатели будут формировать основу сравнительной оценки финансовых систем: следует ли ограничиться количественными сведениями или дополнить их качественными оценками, в том числе с применением опросных методов.

Чрезвычайно важным вопросом при обосновании комментируемой методологии является корректный выбор *сравнительных критериев*. В этой связи востребован вопрос о классификации финансовых систем. В качестве важнейших классификационных признаков в данном случае уместно использовать критерии, ориентированные на структуру и уровень развития финансовой системы. Таким образом, следующий закономерный вопрос связан с выбором индикаторов, отражающих специфику финансовой структуры, уровень финансового развития⁶⁰¹ и другие аспекты функционирования финансовых систем, которые выступают в роли классификационных оснований⁶⁰².

Сформулировав объект и алгоритмизировав порядок оценки, необходимо определить, каким образом будут формироваться *итоговые результаты*. Представление регулярного аналитического отчета возможно с применением сводного показателя, объединяющего результаты оценки по отдельным направлениям. В то же время обобщение результатов может быть не предусмотрено, а в отчете будет проиллюстрирован ряд наиболее значимых показателей и (или) характеристик анализируемых финансовых систем.

⁶⁰¹ В отношении количественных показателей уровня финансового развития релевантным вопросом в этой связи выступает выбор методических альтернатив: аналитической или эвристической, содержание которых применительно к оценке финансовой стабильности предприятий подробно проанализировано выше.

⁶⁰² Дополнительным вопросом, требующим отдельного исследования, является выбор условий, при которых следует учитывать индивидуальную социокультурную специфику отдельных стран, а равно степень и порядок оценки индивидуальных особенностей национальных финансовых систем.

Еще раз подчеркнем, что ответы на поставленные вопросы многовариантны. Однако формирование качественной методологии мониторинга финансовых систем требует последовательного и подробного обоснования ответов, тогда как игнорирование данных основополагающих вопросов ведет к эклектичной и, следовательно, некорректной оценке, снижающей, и, возможно, критично, качество принимаемой на ее основе управленческих решений. Рассмотрим ведущие концепции мониторинга финансовых систем, в рамках которых предусмотрена оценка финансовой стабильности. Данные концепции активно развиваются и применяются международными финансовыми институтами, а также центральными банками, в структуру которых, как было отмечено выше, зачастую входят департаменты финансовой стабильности.

Следует, в частности, отметить, что в отношении *объекта оценки*, как правило, прослеживается системно-структурный или функционально-структурный подход. В качестве примеров можно привести, как соответствующую методологию институтов наднационального уровня (Всемирного банка⁶⁰³, МВФ⁶⁰⁴, Всемирного экономического форума⁶⁰⁵), так и Центрального банка России⁶⁰⁶. Таким образом, приоритетное внимание в сравнительной оценке финансовых систем уделяется финансовому сектору. Вопрос обоснования *сравнительных критериев* в комментируемых концепциях, как правило, не решен однозначно. Однако четко прослеживается тенденция к разграничению развитых и развивающихся рынков. Кроме того, как правило, предусмотрена возможность применения сравнительных критериев с учетом величины экономики и ее региональной принадлежности. Методические альтернативы оценки финансовых систем, которые касаются выбора *базовых показателей* и способа представления *итоговых результатов*, целесообразно систематизировать следующим образом (Рисунок 5.2).

⁶⁰³ Отчеты по глобальному финансовому развитию (Global Financial Development Reports). URL: <http://data.worldbank.org/data-catalog/global-financial-development> (дата обращения: 12.12.2016).

⁶⁰⁴ В частности, Доклады по вопросам глобальной финансовой стабильности (Global Financial Stability Reports.). См. также: Показатели финансовой устойчивости. Руководство по составлению; Handbook on securities statistics.

⁶⁰⁵ Отчеты по глобальному финансовому развитию; Отчеты о глобальной конкурентоспособности (Раздел «Финансовый рынок»).

⁶⁰⁶ Обзоры финансовой стабильности ЦБ РФ.

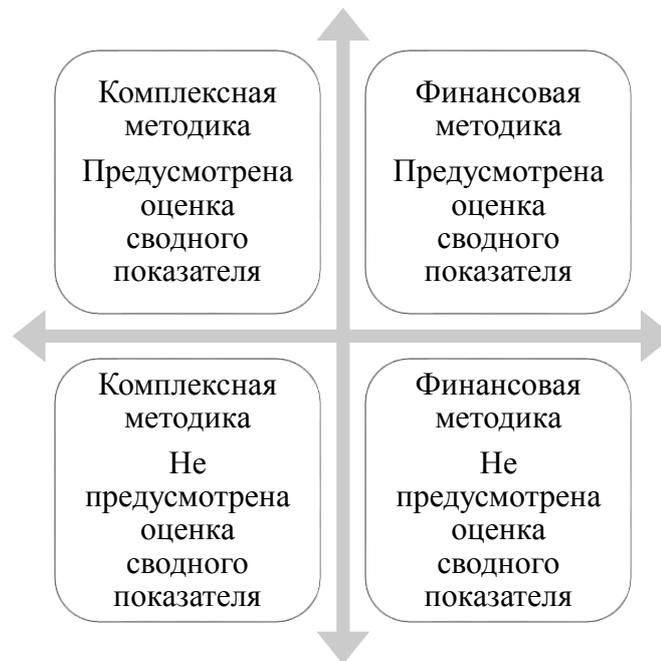


Рисунок 5.2 – Матрица методических альтернатив в отношении базовых показателей и представления результатов оценки финансовых систем⁶⁰⁷

Таким образом, по составу показателей методика оценки финансовых систем может быть комплексной или финансовой. В первом случае учитываются не только финансовые, но и нефинансовые характеристики финансовых систем, включая качество поддерживающей инфраструктуры⁶⁰⁸. Таким образом, комплексные методики зачастую апеллируют и к различным показателям макроэкономической статистики, и к экспертным оценкам, в том числе полученным опросным методом. Во втором случае основу методики составляют показатели финансовой статистики по таким ключевым направлениям, как финансовая глубина, эффективность, стабильность, доступность финансовых ресурсов. В то же время и комплексная, и финансовая методика оценки финансовых систем могут предполагать обобщение результатов в форме сводного, в том числе индексного, показателя (примеры реализации данного методического подхода будут проанализированы далее). В альтернативном случае формирование сводного показателя не предусмотрено.

⁶⁰⁷ Львова Н.А. Концепция сравнительной оценки финансовых систем. С. 312.

⁶⁰⁸ Примечательно, что поддерживающая инфраструктура в рамках данного подхода, как правило, трактуется весьма вариативно и не ограничивается институтами рыночной инфраструктуры и финансовой информации. Иными словами, речь идет скорее об институциональном климате функционирования финансовых систем, который, как следует из аналитической практики, может пониматься весьма широким образом. Во втором случае сравнительная оценка финансовых систем базируется исключительно на финансовых показателях, а объект оценки ограничен финансовым сектором – преимущественно финансовыми институтами и финансовыми рынками.

Отметим, что в данном случае прослеживаются явные аналогии с методологией оценки финансовой стабильности предприятий с применением инструментария прогнозирования финансовой несостоятельности. Однако, что более важно подчеркнуть, общую логику выбора методических альтернатив в этом отношении необходимо учитывать при обосновании рекомендаций по отдельным направлениям мониторинга финансовых систем, включая мониторинг финансовой стабильности корпоративного сектора. В этой связи проанализируем особенности применения *комплексного подхода* к сравнительной оценке финансовых систем на примере методологии Всемирного экономического форума (ВЭФ).

В отчетах ВЭФ по финансовому развитию оценка финансовой системы определяется семью равнозначными факторами, составляющими три базовых группы: 1) институциональные условия функционирования финансовых систем (данная группа обозначается в соответствующих аналитических отчетах как «политика и институты»); 2) финансовые механизмы (условно обозначается как «финансовое посредничество»); 3) финансовая инклюзия («доступность капитала»). Факторы финансового развития, в свою очередь, декомпозируются на отдельные субфакторы⁶⁰⁹, которые характеризуется определенным набором качественных и количественных показателей. Фактические значения данных показателей нормируются по семибалльной шкале, взвешиваются с учетом относительной значимости и формируют сводный показатель – индекс финансового развития⁶¹⁰.

Следует отметить, что по методологии ВЭФ, институциональные условия функционирования финансовых систем, включая *финансовую стабильность*, которая в данном случае задана уровнем устойчивости валютной системы, банковского сектора и кредитоспособности по суверенным обязательствам, имеют не менее высокое значение, чем показатели финансовой глубины, эффективности финансовых механизмов и доступности финансовых ресурсов. Кроме того, помимо традиционных количественных индикаторов финансового развития, используются

⁶⁰⁹ Перечень направлений оценки уровня финансового развития, а также позиции Российской Федерации в глобальном рейтинге по данным направлениям, приводятся в Прил. 3.

⁶¹⁰ См. подробнее: Прил. 4.

экспертные оценки. Однако зададимся вопросом: насколько столь широкий подход к оценке финансовых систем отвечает необходимым критериям полезной финансовой информации – уместности и достоверности? Для ответа на данный вопрос рассмотрим результаты сравнительной оценки формирующихся финансовых систем – России, Бразилии, Индии и Китая. В соответствии со значениями индексов финансового развития ВЭФ, положение России в 2012 г. в целом сопоставимо с положением других анализируемых стран (Рисунок 5.3).

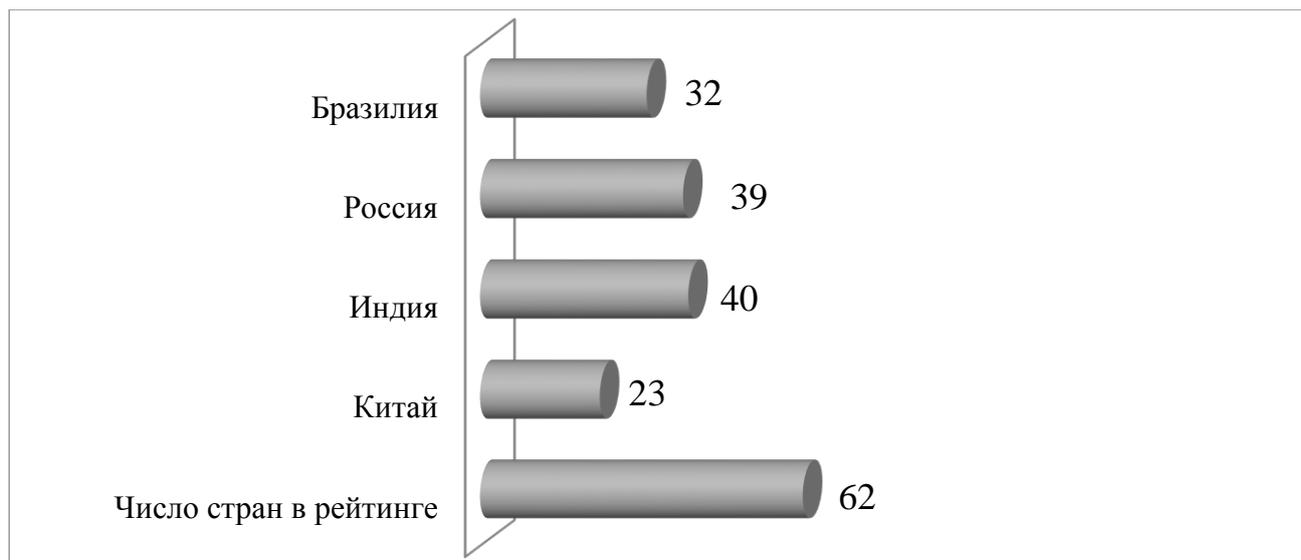


Рисунок 5.3 – Позиции России, Бразилии, Индии и Китая в глобальном рейтинге финансового развития, 2012 г.⁶¹¹

Согласно данному рейтингу, Россия лидирует по качеству бизнес-климата, уступая по некоторым другим параметрам⁶¹², в том числе по уровню корпоративного управления и нормативно-правового обеспечения (Рисунок 5.4).

⁶¹¹ Сост. по: Financial Development Report 2012. P. 12.

⁶¹² Дарушин И.А., Львова Н.А. Российские эмитенты: вызовы формирующегося рынка.

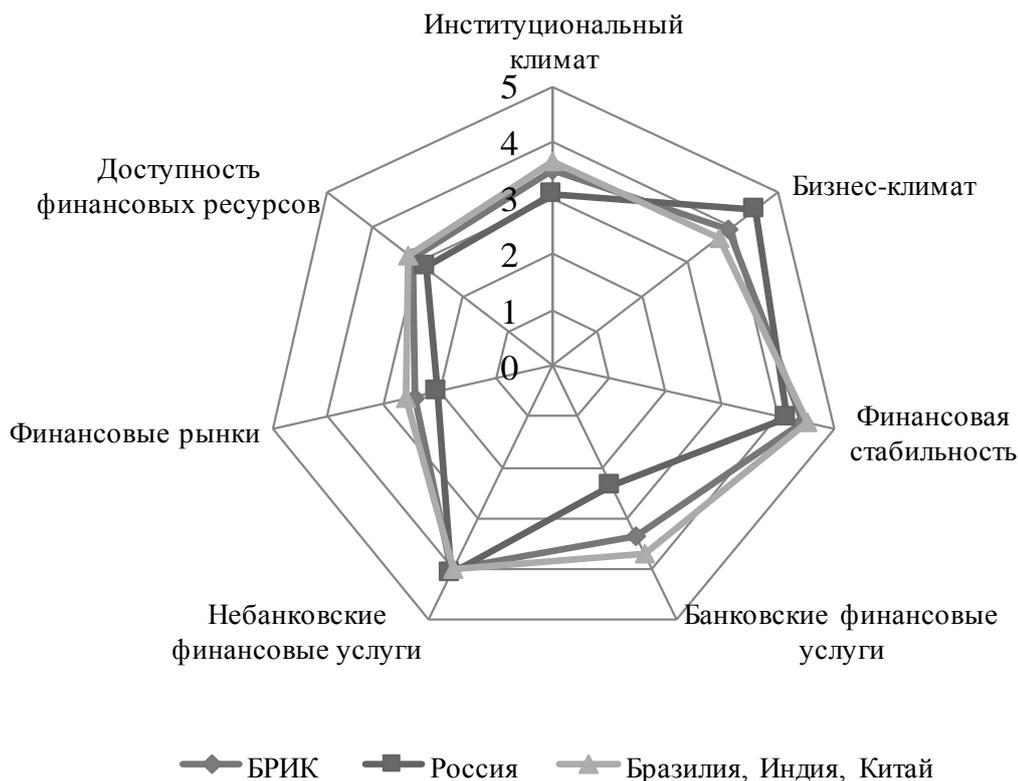


Рисунок 5.4 – Декомпозиция индексов финансового развития России, Бразилии, Индии и Китая, 2012 г.⁶¹³

Обратимся к другому источнику – Отчету по глобальной конкурентоспособности ВЭФ. Оценка финансовых систем в данном случае формируется по тому же принципу, что и в отчетах о финансовом развитии: используется индексный показатель, представляющий средневзвешенное значение индикаторов, нормированных по семибалльной шкале⁶¹⁴. Любопытно, что в 2013 г., судя по рейтингу финансовых рынков, ситуация в анализируемых странах кардинально меняется (Рисунок 5.5)⁶¹⁵.

⁶¹³ Львова Н.А. Концепция сравнительной оценки финансовых систем. С. 313.

⁶¹⁴ В отчетах о глобальной конкурентоспособности в отношении данного индикатора применяется термин «финансовый рынок». Однако, как следует из состава показателей, речь идет о финансовой системе в целом.

⁶¹⁵ Примечательно, что резкая и значительная смена позиций в глобальном рейтинге наблюдается и в отношении ведущих финансовых систем. В частности, по рейтингу стран, опубликованному в Отчете о финансовом развитии ВЭФ за 2012 г., США занимают второе место, тогда как, согласно Отчету о глобальной конкурентоспособности ВЭФ за 2013 г. перемещаются на десятое. В то же время ЮАР, имеющая двадцать восьмое место по первому рейтингу, оказывается на третьей позиции в мире по второму рейтингу.

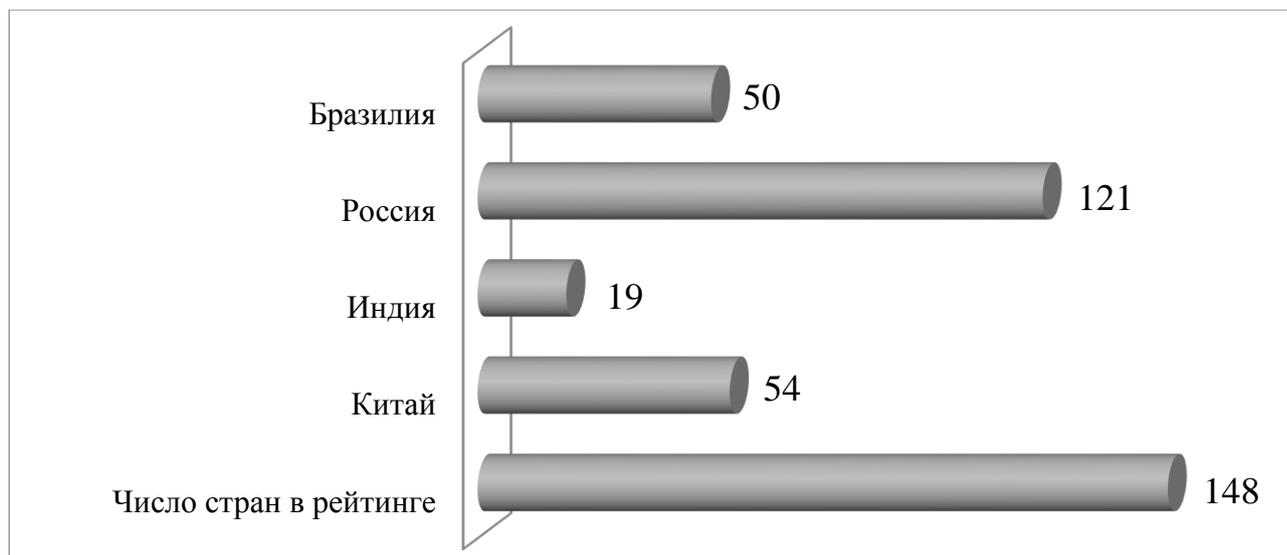


Рисунок 5.5 – Позиции России, Бразилии, Индии и Китая в глобальном рейтинге финансового развития, 2013 г.⁶¹⁶

Вместе с тем в исследуемый период относительное изменение финансовой конъюнктуры в России было не столь драматичным, о чем можно судить, к примеру, на основе ключевых показателей финансового развития, публикуемых Всемирным банком⁶¹⁷. Следовательно, подобная стремительная динамика по большей части обусловлена особенностями применяемой методологии. В этой связи отметим, что, несмотря на общие принципы оценки уровня финансового развития (комплексная оценка с применением сводного показателя функционирования финансовых систем), количество и состав базовых показателей для расчета комментируемых индексов в первом и во втором случаях значительно различаются (Рисунки 5.4, 5.6).

⁶¹⁶ Сост. по: Global Competitiveness Report, 2013-14. P. 20, 21.

⁶¹⁷ См., например: The little data book on financial development 2014. Washington, DC: World Bank, 2015. P. 168; The little data book on financial development 2015/2016. Washington, DC: World Bank, 2016. P. 168.



Рисунок 5.6 – Декомпозиция индексов конкурентоспособности финансовых систем России, Бразилии, Индии и Китая, 2013 г.⁶¹⁸

Следует подчеркнуть, что весомое сокращение направлений оценки критично отразилось на качестве выводов. В частности, в первом случае оценка международных позиций России в целом корреспондирует с классификацией финансовых систем по уровню финансового развития, в соответствии с которой российская финансовая система рассматривается как формирующаяся, явно опережающая по своим характеристикам страны, которые входят в группу прочих развивающихся. И, напротив, во втором случае, если ориентироваться на позицию в глобальном рейтинге, российская финансовая система не может рассматриваться как формирующаяся, занимая место в последней квантили списка.

⁶¹⁸ Львова Н.А. Концепция сравнительной оценки финансовых систем. С. 313.

Примечательно, что наиболее неоднозначно оцениваются институциональные условия функционирования российской финансовой системы, которые и в том, и в другом случаях рассматриваются в достаточно широком смысле. С одной стороны, факторы бизнес-климата поднимают позицию России в глобальном финансовом рейтинге. С другой стороны, игнорирование данных факторов, а также выбор неблагоприятных характеристик оценки (индекс действенности законных прав заемщиков, эффективность регулирования фондовых бирж) колоссально меняет представление информации и, следовательно, ее *восприятие* пользователями. В результате, ни в том, ни в другом случае соответствующая финансовая информация *не отвечает требованию достоверности* в достаточной степени.

Сложно не согласиться с тем, что институты имеют чрезвычайно высокое значение в экономике⁶¹⁹. Однако при выборе соответствующих индикаторов зачастую сложно провести четкую грань между релевантными и малозначительными факторами. В то же время состав показателей может оказать значимое влияние на полученный результат. Причем, как показано выше, комплексные методики, в особенности мало детализированные по составу показателей, предоставляют в этом отношении наиболее удобные возможности для манипуляций общественным мнением и, таким образом, повышают уровень информационной асимметрии и морального риска в финансовых отношениях. Данные выводы, с нашей точки зрения, справедливы и применительно к оценке *финансовой стабильности*. В частности, в литературе поднимается множество дискуссионных вопросов, касающихся выбора базовых показателей для *комплексной* оценки, порядка их согласования в сводном показателе, а также в статистической достоверности полученных результатов⁶²⁰. В этой связи наиболее глубоко исследован количественный подход к оценке финансовой стабильности, в

⁶¹⁹ North D. C. The role of institutions in economic development. UNECE discussion papers series. № 2003.2. October 2003. P. 1.

⁶²⁰ См., например: Погореленко Н. П. Указ. соч. С. 347.

рамках которого приоритетное значение уделяется показателям функционирования финансового сектора⁶²¹.

Таким образом, на наш взгляд, в целях создания *полезной* финансовой информации по исследуемой проблематике предпочтение следует отдавать *количественным показателям*, которые традиционно акцентируют параметры функционирования ключевых элементов финансового сектора – финансовых рынков и финансовых институтов. Качественные показатели, которые, как правило, оцениваются экспертным способом также высоко востребованы, в особенности, если есть основания полагать, что сведения официальной финансовой статистики оставляют за рамками научного и профессионального дискурса масштабные теневые отношения. Однако, с нашей точки зрения, качественные оценки должны являться дополнением к результатам количественного анализа. Причем приоритетное внимание должно быть направлено на возможные значимые различия качественных и количественных оценок финансовых систем и анализ причин подобной ситуации⁶²². Нежелательно, с нашей точки зрения, апеллировать к сводным комплексным оценкам, поскольку данный подход вступает в противоречия с требованием достоверности.

Сопоставимый, однако, впрочем, более узкий (количественный) подход прослеживается в методологии Всемирного банка, авторство которой принадлежит ведущим специалистам по исследуемой проблематике – Мартину Чихаку, Ашли Демиргюч-Кунт, Эрику Фэйену и Россу Левайну⁶²³. Отметим, что данная методология с некоторыми непринципиальными изменениями используется при формировании аналитических отчетов о глобальном финансовом развитии⁶²⁴.

⁶²¹ Подробный обзор данных подходов представлен в работах: Некоторые подходы к разработке системы индикаторов мониторинга финансовой стабильности / Дробышевский С.М. (рук. авт. коллектива) [и др.]; Трунин П. В., Каменских М. В. Указ. соч. См. также: Федорова Е., Лукасевич И. Указ. соч.; Федорова Е. А., Лукасевич И. Я. Указ. соч.

⁶²² Одной из релевантных причин в данном случае могут выступать социокультурные особенности финансовых отношений, что потенциально должно найти отражение в корректировке и адаптации методологии мониторинга. Примечательно, что одним из актуальных направлений развития методологии в этом отношении выступают исследования роли исламских финансовых механизмов как фактора национальной финансовой стабильности. См., например: Čihák M., Hesse H. Islamic banks and financial stability: an empirical analysis // Journal of Financial Services Research. December 2010. Vol. 38. Iss. 2. P. 95 – 113.

⁶²³ Čihák M., Demirgüç-Kunt A., Feyen E., Levine R. Benchmarking Financial Systems around the World. The World Bank Financial and Private Sector Development Vice Presidency & Development Economics Vice Presidency. Policy Research Working Paper 6175. 2012. 58 p.

⁶²⁴ Отчеты по глобальному финансовому развитию.

Мониторинг финансовых систем в данном случае проводится по двум основным направлениям: финансовые рынки и финансовые институты, которые детализируются в четырех измерениях: глубина, инклюзия, эффективность и стабильность (Рисунок 5.7).



Рисунок 5.7 – Концептуальная модель мониторинга финансовых систем по методологии Всемирного банка⁶²⁵

Следует особо отметить, что методология Всемирного банка не предполагает построение сводного показателя уровня финансового развития⁶²⁶. Данное обстоятельство объясняется стремлением к соблюдению требования достоверности, поскольку, по мнению авторов, сущность современных финансовых систем не исчерпывается теми характеристиками и показателями, которые предлагается использовать в целях мониторинга⁶²⁷. Подчеркнем, что данная методология предоставляет возможность генерировать полезную финансовую информацию высокого качества, поскольку позволяет обеспечить не только соответствие необходимым требованиям правдивости и уместности, но и дополнительным – сопоставимости, проверяемости и понятности⁶²⁸.

⁶²⁵ Сост. по: Čihák M., Demirgüç-Kunt A., Feyen E., Levine R. Op. cit.

⁶²⁶ Вместе с тем возможность формирования индекса финансового развития предусмотрена, поскольку значения анализируемых показателей приводятся к сопоставимому виду – нормируются по единой (стобалльной) шкале.

⁶²⁷ Čihák M., Demirgüç-Kunt A., Feyen E., Levine R. Op. cit. P. 3.

⁶²⁸ Некоторые ограничения, касающиеся качества информации Всемирного банка о финансовом развитии, касаются принципа своевременности. Нельзя сказать, что данный принцип соблюдается в достаточной степени, поскольку информация публикуется с трехлетним запаздыванием (в частности, в отчетах за 2015-2016 гг. представлены сведения за 2013 г.). См.: Little Data Book on Financial Development 2015 / 2016.

Особого внимания в этом отношении, с нашей точки зрения, заслуживает емкая и компактная концепция финансовой глубины⁶²⁹, фокусирующая внимание на относительных размерах финансовых рынков и финансовых институтов как одном из ключевых драйверов экономического роста, снижения уровня бедности и равномерной аккумуляции благосостояния⁶³⁰ (Прил. 5).

В то же время, анализируя состав публикуемых Всемирным банком индикаторов финансового развития, можно прийти к выводу о том, что соответствующие концепции финансовой эффективности, инклюзии и стабильности требуют дальнейшей гармонизации. В частности, финансовое проникновение применительно к финансовым институтам оценивается с учетом активности финансовых операций с бизнесом и населением, применительно к финансовым рынкам – ассоциируется с уровнем рыночной концентрации. Эффективность финансовых институтов преимущественно характеризуется уровнем их рентабельности, хотя исключительно к нему не сводится⁶³¹, эффективность финансовых рынков – уровнем рыночной емкости⁶³². И, наконец, стабильность финансовых институтов рассматривается, прежде всего, с позиции угроз их финансовой устойчивости, тогда как для финансовых рынков учитывается уровень ценовой волатильности (Прил. 5).

Обращаясь к вопросу нашего исследования, отметим, что в контексте мониторинга финансовых систем, концепция финансовой стабильности, как правило, ориентирована на риски *финансового сектора*, и подход Всемирного банка не является в этом вопросе принципиальным исключением. По составу соответствующих показателей можно проследить аллюзии к методологии МВФ,

⁶²⁹ Заметим, что изначально концепция финансовой глубины, введенная Всемирным банком в 1980-х гг., была преимущественно ориентирована на уровень монетизации экономики. См. подробнее: Миркин Я.М. «Финансовая глубина» экономики и капитализация рынка акций // Рынок ценных бумаг. 2002. № 2. С. 9. Данное направление оценки прослеживается и в программной статье: Čihák M., Demirgüç-Kunt A., Feyen E., Levine R. Op. cit. P. 9. Однако впоследствии фокус концепции сместился к размерам финансового сектора. Примечательно, что анализ соответствующих показателей во взаимосвязи позволяет перейти к коэффициентам *финансовой структуры* экономики. Ibid. P. 12. См. также: Gambacorta, L., Yang, J., Tsatsaronis, K. Op. cit.

⁶³⁰ Čihák M., Demirgüç-Kunt A., Feyen E., Levine R. Op. cit. P. 10 – 12.

⁶³¹ Ibid. P. 13.

⁶³² Релевантная трактовка емкости как одной из ключевых характеристик рыночной ликвидности, наряду с его плотностью, упругостью и скоростью реакции, приводится в вышеуказанной публикации МВФ: Показатели финансовой устойчивости. Руководство по составлению. С. 16.

согласно которой мониторинг финансовой стабильности ассоциируется с обобщением сильных и слабых сторон финансовых систем с целью оценки вероятности финансовых кризисов и шоков, приоритетным фактором которых является *неустойчивость финансовых институтов* и, прежде всего, депозитных учреждений, по отношению к которым рекомендуется оценивать как минимум достаточность капитала, качество активов, прибыльность и рентабельность, ликвидность и чувствительность к рыночному риску⁶³³. Другое ключевое направление мониторинга в данном случае касается финансовых рынков.

Примечательно, что стабильность финансовых рынков может позиционироваться как самостоятельно значимый фактор финансового развития (методология Всемирного банка⁶³⁴) или как субфактор финансовой стабильности депозитных учреждений (методология МВФ⁶³⁵). Истоки альтернативных концепций стабильности финансовых рынков прослеживаются в трактовках финансовой нестабильности, роль финансовых механизмов в реализации которой воспринимается по-разному. Дополнительными направлениями оценки финансовой стабильности выступают кредитоспособность суверенных заемщиков (методология ВЭФ⁶³⁶), а также финансовая стабильность нефинансовых компаний и домохозяйств (как это предусмотрено, например, методологией МВФ⁶³⁷). В то же время финансовая стабильность может расцениваться как одно из ключевых институциональных условий функционирования финансовых систем или как их важнейшая характеристика, наряду с финансовой глубиной, инклюзией и эффективностью.

Заметим, что второй подход, в рамках которого финансовая стабильность выступает как одна из важнейших характеристик финансового сектора, представляется предпочтительным, поскольку оценка институциональных условий, как показано выше, сопряжена со значительными допущениями и информационными ограничениями. В то же время целесообразно, с нашей точки

⁶³³ Показатели финансовой устойчивости. Руководство по составлению. С. 1, 2.

⁶³⁴ Čihák M., Demirgüç-Kunt A., Feyen E., Levine R. Op. cit. P. 14.

⁶³⁵ Показатели финансовой устойчивости. Руководство по составлению. С. 1, 2.

⁶³⁶ Reuttner I., Glass T. Op. cit. P. 7 – 8.

⁶³⁷ Показатели финансовой устойчивости. Руководство по составлению. С. 2.

зрения, использовать *мультифасетную* концепцию финансовой стабильности, согласно которой объекты оценки не ограничиваются финансовым сектором, а финансовые институты и финансовые рынки (а, следовательно, опосредованные и прямые механизмы финансирования) рассматриваются в целях мониторинга финансовых систем как в целом равнозначные.

Таким образом, финансовая стабильность корпоративного сектора требует отдельного внимания, актуализируя развитие методологии научных исследований. Особый интерес, в частности, представляет финансовая стабильность предприятий, обладающих публичным статусом, которые в рамках корпоративного сектора применяют наиболее широкий спектр финансовых инструментов и выступают наиболее активными потребителями финансовых услуг. Что касается обоснования методологии мониторинга финансовой стабильности предприятий в целом, комплексный подход в условиях формирующихся рынков потенциально более востребован, чем исключительно количественный. Однако экспертные методы, на наш взгляд, необходимо использовать по остаточному принципу, руководствуясь требованиями к полезной финансовой информации. Кроме того, в целях соблюдения требования достоверности не следует агрегировать качественные и количественные индикаторы, обращая пристальное внимание на расхождение оценок, полученных статистическими и экспертными методами.

5.3 Мониторинг финансовой стабильности предприятий, обладающих публичным статусом

Мониторинг финансовой стабильности предприятий, обладающих публичным статусом (далее – публичных предприятий), востребован широким кругом лиц при решении различных аналитических задач. В целях данного исследования он рассматривается в контексте мониторинга финансовых систем, что задает общий вектор и специфику методических решений. В качестве отправной точки развития методических подходов в этом отношении предлагается использовать исследования финансовых систем, которые проводятся под эгидой наднациональных организаций, выполняющих функции влиятельных институтов финансовой информации. Кроме того, релевантна методология оценки финансовой

стабильности, применяемая в аналитической практике регуляторов финансового рынка, которые являются значимыми финансовыми институтами и в то же время создают, аккумулируют и публикуют финансовую информацию. Эти институты, как представляется, выступают и главными потенциальными пользователями методологии мониторинга финансовой стабильности корпоративного сектора, включая его анализируемый сегмент. В то же время результаты повторяемых наблюдений над публичными предприятиями имеют высокую практическую значимость для многих других институциональных единиц, экономические интересы которых тем или иным образом касаются рынков, на которых эти предприятия представлены.

В отношении мониторинга финансовой стабильности публичных компаний в целом прослеживается два основных методических подхода. С одной стороны, объектом мониторинга выступает та часть публичных компаний, которая относится к сектору финансовых организаций. С другой стороны, публичные компании анализируются в составе нефинансовых организаций с применением той же методики, что и для компаний, не обладающих публичным статусом. Подчеркнем, что в условиях дезинтермедиации пристального внимания заслуживает финансовая стабильность всех публичных компаний, включая нефинансовые. Однако методологии мониторинга финансовой стабильности не уделяется подробного внимания⁶³⁸, что предопределяет значимость научных исследований в этом направлении.

Учитывая высокую значимость публичных компаний в современной экономике, исследование специфики их функционирования, включая значимые факторы финансовой стабильности, может рассматриваться в целях формирования самостоятельного направления макроэкономического анализа. Мониторинг финансовой стабильности публичных предприятий, в свою очередь, должен позиционироваться как значимое направление мониторинга финансовой стабильности корпоративного сектора, объединяя представления об

⁶³⁸ В частности, используемые методы преимущественно сводятся к традиционному коэффициентному анализу, а методика ограничивается сравнительно небольшим набором показателей. Обзор основных показателей финансовой стабильности, подтверждающих данные выводы, приводится в работе: Кормилицына И.Г. Указ. соч. С. 49 – 53.

инвестиционном анализе и о корпоративной финансовой диагностике. В этом случае соответствующая методика будет корреспондировать с концепцией финансовой несостоятельности, ключевые факторы которой в данном случае мы предлагаем подразделить на две основные группы.

Во-первых, это *рыночные факторы*, которые однозначно и непреодолимо влияют на всех эмитентов, представленных на финансовом рынке. Во-вторых, это *специфические факторы*, обусловленные отдельными особенностями анализируемого бизнеса⁶³⁹. Отметим, что в литературе предлагаются сопоставимые методические подходы к финансовой диагностике публичных предприятий. Однако традиционно используется другой принцип классификации факторов, которые подразделяются на внешние и внутренние⁶⁴⁰, что отчасти нивелирует значимые особенности публичного статуса и, следовательно, не столь эффективно в целях мониторинга финансовой стабильности.

Специфика авторского подхода заключается в том, что он корреспондирует с представлениями о *ценовом риске*, компонентами которого выступают рыночный (систематический) и специфический (собственный, несистематический) в том значении, которое восходит к исследованиям Г. Марковица, У. Шарпа, Дж. Трейнера, Дж. Линтнера и Я. Моссина⁶⁴¹. Таким образом, предложенная классификация факторов финансовой стабильности отвечает требованию системности в контексте фундаментальных финансовых теорий. Неслучайно

⁶³⁹ Данный подход был представлен автором в работе: Львова, Н. А. Особенности финансовой диагностики российских эмитентов // Экономика и управление. 2014. № 7. С. 54–58.

⁶⁴⁰ См., например: Короткова М. В., Никитина С. О. Вопросы повышения финансовой устойчивости промышленных предприятий акционерного типа // Симбирский научный вестник. 2011. №4. С. 141 – 145. Отметим, что оценка внешних и внутренних факторов финансовой несостоятельности, а равно и финансовой устойчивости предприятий выступает традиционным направлением корпоративной финансовой диагностики. Любопытно, что авторство данной классификации в контексте антикризисного управления приписывается Д. Шенделу, Г. Пэттону и Дж. Риггсу (Schendel D, Patton G. R, Riggs J. Corporate turnaround strategies: a study of profit decline and recovery // Journal of General Management. 1976. Vol. 3. № 3. P. 3 – 11), хотя ее применение столь общепринято, что вопрос авторства, как правило, не упоминается.

В последующем данная классификация получила широкое признание и активно применяется в антикризисном управлении и корпоративной финансовой диагностике.

⁶⁴¹ Понятия рыночного и собственного риска применительно к ценной бумаге, а также к инвестиционному портфелю фигурируют изначально в *рыночной модели*, а затем в *модели ценообразования капитальных финансовых активов*. См.: Шарп У., Александр Г., Бейли Дж. Указ. соч. С. 212 – 216; 272 – 273. См. также: Perold A. Op. cit. P. 13 – 17. Рыночный риск рассматривается как недиверсифицируемая часть риска ценной бумаги, связанная с риском рыночного портфеля. Специфический – как потенциально диверсифицируемая часть риска ценной бумаги, не связанная с риском рыночного портфеля. – Шарп У., Александр Г., Бейли Дж. Указ. соч. С. 982, 997.

именно с этих позиций, как правило, рассматривается вопрос о рыночной и специфической составляющих риска дефолта эмитента⁶⁴².

Объединяя вышесказанное, подчеркнем, что особое значение в целях обоснования методических рекомендаций по мониторингу финансовой стабильности публичных предприятий представляет широкое понимание финансовой несостоятельности, в рамках которого речь идет не только об уровне обеспеченности долга, а о неблагоприятном соотношении стоимости предприятия, полученных при альтернативных допущениях о ликвидации и продолжении бизнеса. Применение данного принципа является необходимым условием обеспечения информационной полезности результатов мониторинга не только для кредиторов, но и для собственников бизнеса.

Стабильность финансовых рынков, как отмечалось выше, в первую очередь ассоциируется с умеренным уровнем ценовой волатильности, что целесообразно учитывать в целях мониторинга *рыночных факторов* финансовой стабильности публичных предприятий. Обширные научные исследования по данному направлению зачастую сосредоточены на обосновании методических подходов к диагностике кризисов на финансовых рынках, включая разработку индексов финансовой стабильности⁶⁴³. По мнению автора, перспективные направления развития методологии научных исследований в этом отношении касаются динамической оценки *информационной эффективности*⁶⁴⁴.

⁶⁴² Arbel A., Kolodny R., Lakonishok J. The relationship between risk of default and return of equity: an empirical investigation // The Journal of Financial and Quantitate Analysis. 1977. Vol. 12. № 4. P. 615.

⁶⁴³ См. подробнее: Oet M. V., Bianco T., Gramlich D., Ong S. Financial stress index: a lens for supervising the financial system. Working paper № 12-37. The Federal Reserve Bank of Cleveland, 2012. P. 2 – 5. Критика традиционных подходов в этом отношении, сосредоточенных индикаторах фондового рынка вне связи с реальным сектором экономики подробно представлена в работах Н. Н. Болдыревой и А. А. Парфенова. См., например: Болдырева Н. Б., Парфенов А. А. Ранняя диагностика кризисных явлений на фондовом рынке // Деньги и кредит. 2015. № 8. С. 71–74; Болдырева Н. Б., Парфенов А. А. Система индикаторов кризисных явлений на российском фондовом рынке: динамика и опережающие свойства // Известия Уральского государственного экономического университета. 2013. № 3-4. С. 52–60.

⁶⁴⁴ Применение актуальных методических подходов к оценке информационной эффективности российского рынка представлено в статьях: Darushin I. A., Lvova N. A., Ivanov V. V., Voronova N. S. The Russian stock market: is it still efficient? // Innovation management and education excellence vision 2020: from regional development sustainability to global economic growth. The 27th IBIMA conference proceedings, 2016. P. 818 – 828; Darushin I., Lvova N. Weak-form efficiency: testing the Russian stock market; Дарушин И.А., Львова Н.А. Оценка эффективности российского финансового рынка непараметрическим методом // Финансы и кредит. 2014. № 48. С. 14 – 24.

Как известно, фондовые бумы и крахи (проявление макронеэффективности по Дж. Юнгу и Р. Шиллеру⁶⁴⁵) сопровождаются снижением информационной эффективности, представляя явную угрозу финансовой стабильности корпоративного сектора⁶⁴⁶. В то же время возрастают инвестиционные риски, обусловленные чрезмерной информационной асимметрией. Любопытно, что в условиях *нестабильности* на финансовом рынке доходность разнообразных классов финансовых активов начинает вести себя единообразным и, следовательно, неестественным образом, что парализует действие традиционных моделей инвестиционного анализа⁶⁴⁷.

Данное обстоятельство позволяет сделать два важнейших вывода в целях развития методологии научных исследований финансовой стабильности. Во-первых, корреляция доходности финансовых активов может рассматриваться как один из индикаторов стабильности финансового рынка. Во-вторых, неестественная динамика доходности отражает снижение уровня информационной эффективности. Таким образом, эффективность и стабильность финансового рынка взаимосвязаны, что, к примеру, отмечает Ф. Мишкиным, по мнению которого асимметрия информации препятствует финансовой системе в эффективном выполнении ее функций, а чрезмерная асимметрия – полностью парализует ее функционирование⁶⁴⁸. Развивая данную точку зрения, логично прийти к допущению о том, что *достаточный* уровень информационной эффективности является необходимой предпосылкой финансовой стабильности⁶⁴⁹.

⁶⁴⁵ Jung J., Shiller R. Samuelson's dictum and the stock market // Economic Inquiry. 2005. Vol. 43. № 5. P. 222. Гипотеза макронеэффективности финансового рынка предложена П. Самуэльсоном: Ibid. P. 221.

⁶⁴⁶ Уместно в этой связи добавить, что неэффективность финансового рынка необходимо принимать к сведению в целях корректировки широкого спектра аналитических решений. В частности, такая ситуация требует принятия дополнительных допущений при оценке инвестиционной стоимости публичных компаний, которая, в свою очередь, необходима для применения аналитических подходов к прогнозированию финансовой стабильности.

⁶⁴⁷ Бернштейн П. Указ. соч. С. 118. Ситуация подобной неестественной динамики доходности на международных финансовых рынках как результат российского дефолта 1998 г. подробно описана Р. Ловенстейном в книге: Ловенштейн Р. Когда гений терпит поражение. Взлет и падение компании Long-Term Capital Investment, или как один небольшой банк создал дыру в 1 триллион долларов / Пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2006. С. 237 – 241; 248 – 251; 263; 271. Отметим также, что неработоспособность моделей инвестиционного анализа в условиях кризисов и шоков и, следовательно, непредсказуемость финансовых процессов позволяет сформулировать вопрос о специфике финансовой нестабильности в контексте представлений о турбулентности. См.: Бурлачков В. Турбулентность экономических процессов: теоретические аспекты // Вопросы экономики. 2009. № 11. С. 90 – 97.

⁶⁴⁸ Mishkin F. Op. cit. P. 4 – 6.

⁶⁴⁹ Darushin I. A., Lvova N. A., Ivanov V. V., Voronova N. S. Op. cit. P. 818.

Исследования рыночных факторов финансовой стабильности публичных предприятий не должны, с нашей точки зрения, ограничиваться исключительно теми показателями, которые касаются функционирования финансового рынка. Высокая зависимость корпоративных эмитентов от состояния финансовых систем предопределяет значимость широкого спектра индикаторов, которые могут быть детализированы и структурированы с применением актуальных методических подходов к международным финансовым сравнениям (см. п. 5.2). Кроме того, учитывая обширный корпус работ, посвященных *инвестиционной конъюнктуре* функционирования финансовых систем, в качестве возможной альтернативы уместно использовать методические подходы к мониторингу инвестиционного климата, что позволит декомпозировать и детализировать основные группы релевантных факторов: финансовые, экономические, институциональные.

Группа *финансовых факторов* в этом случае может быть представлена ключевыми индикаторами функционирования финансового сектора, тогда как поддерживающую инфраструктуру финансовых систем в ее широком понимании логично рассматривать в составе *других групп факторов*. Таким образом, в рамках финансового направления следует учитывать такие важнейшие пререквизиты финансовой стабильности публичных предприятий, как уровень финансиализации, эффективность и стабильность финансовых институтов и рынков, доступность капитала бизнесу. Что касается содержания институциональных и экономических факторов, целесообразно консолидировать комплексные методические подходы к мониторингу финансовых систем и инвестиционного климата, адаптируя их к особенностям оценки финансовой стабильности предприятий и характеру аналитических задач.

По соотношению характеристик инвестиционного риска и инвестиционной привлекательности экономических территорий (стран, регионов, городов) методики мониторинга инвестиционного климата можно подразделить на три основные группы⁶⁵⁰: а) методики, ориентированные на мониторинг

⁶⁵⁰ Подробный обзор методических подходов к мониторингу инвестиционного климата представлен в работе: Evaluation of the World Bank Group's support for investment climate reforms. June 28, 2013. 34 p.

инвестиционных рисков; б) методики, в которых приоритетное внимание уделяется инвестиционной привлекательности; в) сбалансированные методики, компромиссно сочетающие задачи мониторинга инвестиционных рисков и инвестиционной привлекательности. В некоторых случаях в качестве дополнительного направления оценки рассматривается инвестиционная активность⁶⁵¹, которая, однако, не требует, на наш взгляд, непрямого обособления, поскольку ее несложно интегрировать в систему оценки инвестиционных рисков и (или) инвестиционной привлекательности.

Первая разновидность методик, которую можно условно назвать *пессимистической*, в большей степени отвечает информационным потребностям инвесторов и применяется международными рейтинговыми агентствами, а также институтами финансовой информации, которые специализируются на оценке странового риска⁶⁵². Вторая (условно *оптимистическая*) группа методик преимущественно ориентирована на экономические интересы лиц, привлекающих инвестиции, и, как правило, используется правительственными организациями, в профиль деятельности которых входит обеспечение благоприятного инвестиционного климата⁶⁵³. Третья (*нейтральная* или *сбалансированная*) группа методик фигурирует в научных исследованиях по данной проблематике, а также применяется в практике международных институтов развития⁶⁵⁴.

В целях мониторинга финансовой стабильности публичных предприятий консервативный подход, сфокусированный на инвестиционном риске, представляется наиболее предпочтительным, поскольку ориентация на выявление признаков неблагоприятных факторов в данном случае лучшим образом

⁶⁵¹ Анализ соотношения категорий инвестиционный климат, инвестиционный риск, инвестиционная привлекательность, инвестиционная активность, инвестиционный потенциал приводится в работе: Дроздова Н. П., Кормилицына И. Г. Экономическая политика государства и формирование инвестиционного климата: опыт России конца XIX – начала XX вв. СПб.: ВШМ СПбГУ, 2010. С. 9 – 11.

⁶⁵² Euromoney Country Risk URL: <http://www.euromoneycountryrisk.com> (дата обращения: 12.12.2016); Economist Intelligence Unit. URL: <http://store.eiu.com>; D&B Country Risk Services. URL: <http://www.dnbcountryrisk.com> (дата обращения: 12.12.2016) и др.

⁶⁵³ В качестве типичного примера уместно привести специализированный информационный ресурс российского Агентства стратегических инициатив, который содержит результаты национального рейтинга инвестиционного климата регионов Российской Федерации. URL: <http://asi.ru/investclimate/rating/> (дата обращения: 12.12.2016).

⁶⁵⁴ В этом отношении следует, прежде всего, отметить международный проект Всемирного банка «Doing Business». URL: <http://www.doingbusiness.org> (дата обращения: 12.12.2016).

соответствует концепции финансовой диагностики. Адаптация экономических и институциональных факторов инвестиционного климата, применяемых в рамках данного подхода⁶⁵⁵, позволяет выделить следующие пререквизиты финансовой стабильности публичных предприятий, перечень которых, безусловно, не является исчерпывающим и подлежит корректировке с учетом аналитических задач⁶⁵⁶ (Таблица 5.1).

Таблица 5.1 – Экономические и институциональные пререквизиты финансовой стабильности публичных компаний⁶⁵⁷

	Экономические пререквизиты	Институциональные пререквизиты
Ключевые направления мониторинга	Ценовая стабильность Валютная стабильность Фискальная стабильность	Политическая стабильность Бремя государственного регулирования, в том числе риск нежелательного вмешательства государства в экономику Контрактная дисциплина и культура корпоративного управления
Дополнительные направления мониторинга	Уровень экономической активности (темпы экономического роста / спада, уровень безработицы, покупательная способность населения и др.) Уровень инвестиционной активности, включая уровень иностранных инвестиций в экономику	Эффективность законодательства и практики правоприменения, включая антикризисное регулирование, во взаимосвязи с объемом теневого сектора экономики Уровень концентрации бизнеса Национальный человеческий капитал Качество инфраструктуры (физической, технической, информационной)

Комплексная методика мониторинга финансовой стабильности публичных предприятий может быть сосредоточена исключительно на сведениях

⁶⁵⁵ См., в частности: Euromoney Country Risk; Economist Intelligence Unit; D&B Country Risk Services; The WEF's Financial Development Reports. 2008 – 2012.

⁶⁵⁶ Востребованными источниками дальнейших научных изысканий в данном направлении выступают исследования, посвященные стабильности финансовых систем: Трунин П. В., Каменских М. В. Мониторинг финансовой стабильности в развивающихся экономиках (на примере России); Романовский М. В. Факторы обеспечения устойчивости национальной финансовой системы.

⁶⁵⁷ Сост. автором. Экономические пререквизиты указаны без учета ключевых характеристик функционирования финансовых систем в отношении финансовых институтов и финансовых рынков.

макроэкономической статистики, апеллируя к важнейшим характеристикам функционирования финансовых систем, а также к уровню ценовой, валютной и фискальной стабильности⁶⁵⁸. Однако, признавая определяющую роль количественных показателей, уместно, по нашему мнению, учитывать и качественные аспекты оценки финансовой стабильности. Соответствующее направление мониторинга в особенности востребовано в условиях формирующихся финансовых систем, информационная прозрачность которых зачастую не позволяет ограничиться традиционными статистическими сведениями. В отношении тех индикаторов, которые подлежат опосредованной оценке и сравнительно проблематично поддаются формализации (бремя государственного регулирования, культура корпоративного управления и пр.), уместны опросные методы: интервьюирование и анкетирование представителей бизнеса, регуляторов финансового рынка, академических работников⁶⁵⁹. Обобщение результатов анкетирования возможно с применением эконометрических методов. Одним из перспективных направлений дальнейшего развития научных исследований в этой области выступает использование *логит-моделей упорядоченного выбора*⁶⁶⁰.

Мониторинг финансовой стабильности публичных предприятий в отношении *специфических факторов*, по мнению автора, должен быть ориентирован на методологию корпоративной финансовой диагностики, которая, прежде всего, апеллирует к методам и моделям оценки вероятности финансовой несостоятельности. В этом случае оценка специфических факторов в первом

⁶⁵⁸ В качестве примера реализации подобного подхода уместно упомянуть концептуальную модель мониторинга устойчивости национальной финансовой системы Л. М. Шевченко. Наряду с релевантными «микропруденциальными» индикаторами, которые сводятся к рейтингам финансовой устойчивости крупных финансовых институтов, в данном случае предлагается рассматривать «макроэкономические» (уровень процентных ставок, курс национальной валюты, индексы рынка акций и драгоценных металлов) и «макропруденциальные» (ВВП, уровень инфляции, уровень государственной долговой нагрузки, дефицит / профицит государственного бюджета и торгового баланса). См.: Шевченко Л. М. Комплексная оценка устойчивости национальной финансовой системы. С. 25 – 26.

⁶⁵⁹ Опросные методы активно используются в экономических исследованиях. В частности, в этом отношении уместно упомянуть серию работ, посвященных результатам опросов представителей российского бизнеса: Кувалин Д. Б., Моисеев А. К. Российские предприятия в конце 2014 г.: адаптация к кризисным явлениям в национальной экономике и взгляды на последствия экономических санкций // Проблемы прогнозирования. 2015. №3. С. 128 – 145; Кувалин Д. Б., Моисеев А. К. Российские предприятия в конце 2013 г.: реакция на вступление в ВТО и снижение темпов экономического роста // Проблемы прогнозирования. 2014. № 3. С. 115 – 130 и др.

⁶⁶⁰ Пример применения модели упорядоченного логита к задачам финансовых исследований на основе опросного метода представлен в статье: Lvova N. A., Pokrovskaia N. V., Ivanov V. V. Op. cit.

приближении будет основана на эмпирических моделях прогнозирования банкротства, объединяющих важнейшие косвенные признаки финансовой несостоятельности. Основные направления мониторинга, соответствующие данной логике, будут раскрыты в следующем параграфе. Предварительно отметим, что данные направления релевантны, как для публичных, так и для закрытых предприятий⁶⁶¹. Специфика первых отражается в возможности оперирования так называемыми рыночными индикаторами⁶⁶².

Углубленная методика мониторинга финансовой стабильности публичных предприятий может быть дополнена результатами *отраслевых исследований*. В этом случае экономическую группу рыночных факторов финансовой стабильности целесообразно, с нашей точки зрения, дополнить факторами, которые касаются эмпирических предпосылок секторной ротации⁶⁶³ и определяются чувствительностью объема продаж компаний отрасли к экономической конъюнктуре, а также средним по отрасли уровнем их операционного и финансового риска⁶⁶⁴. На данном этапе мониторинга могут применяться отраслевые модели прогнозирования банкротства, которые, по мнению специалистов в данной области, более предпочтительны, чем условно универсальные⁶⁶⁵. Результаты оценки вероятности банкротства анализируемых предприятий в этом случае следует обобщить с выводами коэффициентного анализа с учетом сведений отраслевой статистики.

⁶⁶¹ Данная точка зрения прослеживается и в других исследованиях в области методологии оценки и анализа публичных компаний. См., например: Ендовицкий Д. А., Бабушкин В. А. Методика внешнего анализа инвестиционной привлекательности организации – эмитента ценных бумаг // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2008. № 4. С. 62–68; 2008. № 5. С. 84 – 88.

⁶⁶² В частности, в одном из российских исследований по данной проблематике были рекомендованы, как рыночные, так и учетные, показатели экспресс-оценки публичных компаний: отношение дивидендной доходности к рыночной ставке банковских депозитов (для компаний с неликвидными акциями); отношение общей доходности акций к рыночной ставке банковских депозитов (для компаний с ликвидными акциями); коэффициенты ликвидности, рентабельности, структуры финансирования и оборачиваемости в сопоставлении со среднеотраслевыми значениями (для любых публичных компаний). См.: Методика оценки надежности российских предприятий на основании официальных данных консолидированного баланса и прочей косвенной информации, разработанная авторским коллективом под руководством Валдайцева С. В. при участии специалистов Информационно-консультационного центра Санкт-Петербургской торгово-промышленной палаты, 2004. URL: http://nwsa.ru/spec/method/rus_pr (дата обращения: 12.12.2016).

⁶⁶³ В отношении теории и практики секторной ротации следует в первую очередь отметить исследования С. Стовола: Stovall S. Standard & Poor's guide to sector investing. McGraw-Hill, 1995. В последующем идеи отраслевого анализа получил широкую поддержку инвестиционного сообщества.

⁶⁶⁴ Боди Ц. Инвестиции: Учебник / Ц. Боди, А. Кейн, А. Дж. Маркус / [Пер. с англ. Е. Мельник]. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2013. С. 583.

⁶⁶⁵ См., например: Altman E. Revising credit scoring models in a Basel 2 environment. 2002. P. 18.

Таким образом, комплексные методики мониторинга финансовой стабильности публичных предприятий должны иметь гибкий характер, позволяя учесть соответствующие рыночные и специфические, качественные и количественные факторы. В этом случае востребованы не только традиционные методы наблюдения, аналогии, сопоставления, но и специальные методы, включая финансовые методы прогнозирования банкротства и опросные методы. Формулируя обобщающие выводы по результатам анализа рыночных и специфических факторов финансовой стабильности, уместно учесть, что предприятия разных отраслей неоднозначно реагируют на изменение экономической конъюнктуры в зависимости от специфики продаж, уровня бизнес-риска и других факторов секторной ротации.

Потенциально результаты мониторинга могут быть агрегированы с применением сводного показателя. В этой связи отдельного внимания заслуживает вопрос о целесообразности применения *индексов финансовой стабильности*. Как было аргументировано ранее, обобщения результатов комплексного мониторинга с применением сводных показателей вступает в противоречие с требованием обеспечения полезной финансовой информации. По мнению П. Бернштейна, «хорошие прогнозы» задают значимый для принятия управленческих решений *диапазон*, поскольку ни одно событие нельзя предсказать с определенностью⁶⁶⁶. Данное утверждение, на наш взгляд, в полной мере справедливо и применительно к результатам мониторинга финансовой стабильности корпоративного сектора, которые для обоснования достоверных выводов не должны обобщаться сводным показателем, и оценка финансовой стабильности публичных предприятий не является в этом смысле исключением.

Иными словами, сводные комплексные оценки менее предпочтительны, чем выводы по отдельным направлениям мониторинга. В то же время индексы финансовой стабильности публичных предприятий востребованы как дополнительный источник данных выводов. Однако основой их формирования, с нашей точки зрения, должны выступать *финансовые индикаторы* при допущении

⁶⁶⁶ Бернштейн П. Указ. соч. С. 27.

о приемлемом уровне их информационной полезности. В отличие от традиционного подхода, в рамках которого индексы финансовой стабильности ориентированы на оценку волатильности, мы предлагаем использовать модели прогнозирования банкротства, что согласуется с авторской методологией оценки финансовой стабильности.

Как было указано выше, данные модели подразделяются на два основных класса: теоретические и эмпирические, позволяя смоделировать две основные разновидности *индекса финансовой стабильности*. С учетом более высокого аналитического потенциала смешанных моделей прогнозирования банкротства, а также в стремлении обеспечить желаемую регулярность формирования сведений, одновременно избежав эффекта избыточной волатильности⁶⁶⁷, в структуре индекса предлагается объединить учетные и рыночные оценки финансовой стабильности. Желаемый результат может быть достигнут за счет применения средневзвешенных оценок, при формировании которых индикаторы финансовой стабильности, рассчитанные по данным финансовой отчетности, будут взвешиваться по значениям относительной рыночной капитализации.

Необходимо учитывать, что применение теоретических моделей финансовой несостоятельности, как правило, требует серьезных допущений, вступающих в противоречие с требованиями к полезной финансовой информации. Так, структурные модели, которые столь популярны в оценке финансовой стабильности корпоративных эмитентов, функционирующих на развитых финансовых рынках, не вполне отвечают особенностям рынков, которые входят в группу формирующихся. В частности, применение структурных моделей в отношении компаний с низкой ликвидностью акций, как и с низким уровнем фри-флот, возможно лишь при условии значительных допущений⁶⁶⁸. Перспективной альтернативой в этом отношении, с позиции развития методологии исследований финансовой стабильности публичных предприятий, представляется модель,

⁶⁶⁷ Как показывают эмпирические исследования, рыночные индикаторы обладают так называемой избыточной волатильностью. См.: Shiller R. From efficient markets theory to behavioral finance // Journal of economic perspectives. 2003. Vol. 17. № 1. P. 85, 86.

⁶⁶⁸ Данная проблема весьма актуальна для России. См.: Лялин В. А. Российский рынок ценных бумаг: основные этапы и тенденции развития // Проблемы современной экономики. 2012. № 2. С. 186.

основанная на чистой операционной прибыли (формула 2.7). Индекс финансовой стабильности в этом случае может рассчитываться по следующей формуле:

(5.1)

$$IFS_t = \sum_{k=1}^n \frac{PV_{NOPATadj k}}{B_k} * d_k$$

где: IFS_t – индекс финансовой стабильности, основанный на теоретической модели прогнозирования банкротства;

$PV_{NOPATadj k}$ – приведенная стоимость возвратного потока на инвестированный капитал k-той компании;

B_k – величина долга k-той компании (в учетной оценке);

d_k – доля рыночная капитализации k-той компании;

k – номер компании в выборке;

n – количество компаний в выборке.

Значение данного индекса финансовой стабильности потенциально может быть получено на основе открытых данных. Тем не менее, оценка средневзвешенной стоимости капитала и, в особенности, приведенной стоимости возвратного потока на инвестированный капитал требует разнообразных допущений, что снижает уровень информационной полезности индекса⁶⁶⁹. Компромиссное решение задачи обоснования индекса финансовой стабильности публичных предприятий можно предложить, адаптируя эмпирические модели прогнозирования банкротства. Причем в целях *мониторинга* финансовой стабильности следует отдавать предпочтение тем из них, которые носят условно универсальный характер, обеспечивают высокую прогнозную точность и

⁶⁶⁹ В частности, средневзвешенная стоимость капитала предприятий может оцениваться различными способами, применение которых в условиях формирующегося финансового рынка связано с ограничениями и, как правило, значительными допущениями. См., в частности: Теплова Т. В., Геталова А. А. Работа на заемном капитале. Оптимум долговой нагрузки компании: от теоретических концепций к практическим модельным обоснованиям (Часть 2) // Управление корпоративными финансами. 2013. № 5. С. 262 – 279. С нашей точки зрения, как отмечалось выше, что при расчете ставки дисконтирования, востребована скорректированная модель оценки капитальных финансовых активов, в рамках которой сведения развитых финансовых рынков корректируются с учетом странового риска и другой значимой специфики бизнеса.

позволяют ограничиться сведениями, которые публикуются участниками финансового рынка и, в частности, институтами финансовой информации⁶⁷⁰.

Примером модели, в достаточной степени отвечающей данным требованиям, является Z'' -модель Э. Альтмана (формула 2.13). Таким образом, модель индекса финансовой стабильности можно представить следующим образом:

(5.2)

$$IFS_e = \sum_{k=1}^n Z''_k * d_k$$

где: IFS_e – индекс финансовой стабильности, основанный на эмпирической модели прогнозирования банкротства;

Z''_k – показатель вероятности банкротства (Z'' -счет) k -той компании;

d_k – доля рыночная капитализации k -той компании;

k – номер компании в выборке;

n – количество компаний в выборке.

Учитывая финансовый смысл базовых моделей оценки финансовой стабильности, положительная динамика предложенных индексов должна расцениваться позитивно. И, напротив, падение индексов следует рассматривать как нежелательное изменение условий функционирования публичных предприятий, негативно влияющее на оценку стабильности финансовых систем.

Важно отметить, что обоснование, формирование и регулярная публикация индексов финансовой стабильности публичных предприятий потенциально позволяет разработать производные финансовые инструменты, создание рынка которых обеспечит возможность хеджировать риск утраты финансовой

⁶⁷⁰ Приоритетными источниками информации для мониторинга финансовой стабильности публичных компаний являются сведения, доступные в специализированных разделах информационно-аналитических систем, на сайтах других международных и национальных институтов финансовой информации, включая агентства, уполномоченные на раскрытие информации о ценных бумагах и других финансовых инструментах. С 2007 г. функции таких агентств в России выполняют «Интерфакс – Центр раскрытия корпоративной информации», «Агентство экономической информации «ПРАЙМ», «Система комплексного раскрытия информации и новостей», «Анализ, консультации и маркетинг», «Ассоциация защиты информационных прав инвесторов»: URL: http://www.cbr.ru/finmarkets/print.aspx?file=files/issue/inf_openers_2.htm&pid=issue&sid=itm_59705 (дата обращения: 12.12.2016). Порядок раскрытия информации установлен Банком России: О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг: положение Банка России от 30 дек. 2014 г. № 454-П. URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=199484&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.05168532040726692#0> (дата обращения: 12.12.2016).

стабильности корпоративного сектора, в том числе по отдельным отраслям экономики. Вместе с тем применение индексов финансовой стабильности не снимает задачу обоснования комплексных методических рекомендаций по мониторингу финансовой стабильности публичных предприятий и не снижает его самостоятельной значимости. Перспективные направления дальнейшего развития научных исследований в этой области определяются такими многоаспектными вопросами, как характер функционирования финансового рынка и специфические особенности бизнеса.

5.4 Развитие методических подходов к мониторингу финансовой стабильности российских предприятий

Как было аргументировано ранее, эмпирические модели прогнозирования банкротства, основанные на косвенных признаках финансовой несостоятельности, обеспечивают наиболее гибкие возможности оценки финансовой стабильности, что и будет учитываться в целях обоснования рекомендаций по мониторингу российских предприятий, большая часть которых не обладает публичным статусом. Указанные эмпирические модели подразделяются на комплексные и финансовые. Несмотря на то, что финансовые модели обладают более высоким прикладным значением, специфика формирующегося рынка не позволяет ограничиться исключительно финансовыми индикаторами, уровень достоверности которых может быть с полным основанием подвергнут рациональному сомнению. В этой связи уместно упомянуть институциональные несовершенства национальной экономики, что отчетливо проявляется в специфике корпоративных банкротств.

Таким образом, адаптация корпоративной методологии финансовой диагностики к задачам мониторинга финансовой стабильности должна, по нашему мнению, осуществляться по двум основным направлениям. Во-первых, необходимо обосновать рекомендации по мониторингу *финансовых индикаторов*, значимых с позиции оценки финансовой стабильности. Во-вторых, раскрыть особенности мониторинга соответствующих *нефинансовых индикаторов*. Для решения этих задач востребованы методические подходы, используемые в

эмпирических моделях прогнозирования банкротства, как в финансовых, так и в комплексных. В частности, одновариантные финансовые модели могут использоваться в целях экспресс-тестирования финансовой стабильности. Кроме того, обобщение косвенных признаков финансовой несостоятельности предприятий, которые отражаются в данных моделях, позволяет выявить ключевые финансовые направления мониторинга. В то же время комплексные модели дают представление о релевантных нефинансовых факторах финансовой стабильности предприятий, а также о возможных методических решениях по обобщению качественных и количественных показателей.

Методики мониторинга финансовой стабильности российских предприятий могут быть представлены с различной степенью детализации. С учетом требования обеспечения *полезной финансовой информации*, главное внимание, тем не менее, необходимо сосредоточить на результатах оценки финансовых индикаторов. Поэтому данное направление мониторинга уместно раскрыть подробнее. Порядок мониторинга нефинансовых индикаторов, напротив, не может быть задан однозначным образом, как и не должен быть, с нашей точки зрения, четко алгоритмизирован. Именно за счет нефинансовых индикаторов обеспечивается *гибкость* методики и ее корректность по отношению к внешним и внутренним условиям бизнеса, но вместе с тем формируются широкие возможности для нежелательного варьирования итоговыми результатами, что в особенности касается качественной оценки. Однако было бы необоснованно отказываться от данного направления мониторинга. Не менее спорным видится и введение строгих ограничений по составу анализируемых показателей и выбору сравнительных критериев. Поэтому нефинансовое направление мониторинга должно быть задано *концептуально*. Кроме того, целесообразно обозначить методические подходы по обоснованию полученных результатов и формированию обобщающих выводов.

Следуя представленным обоснованиям, обратимся вначале к мониторингу финансовой стабильности российских предприятий на основе финансовых индикаторов. Как правило, эмпирические финансовые модели прогнозирования банкротства основаны на четырех характеристиках финансового состояния

предприятия: ликвидность, размер, левэридж и прибыль⁶⁷¹. Данные характеристики были проанализированы автором в контексте концепции финансовой несостоятельности, а также адаптированы для целей оценки реабилитационного потенциала кризисных предприятий. Учитывая выводы, сделанные о содержании ключевых косвенных признаков финансовой несостоятельности предприятий, эксплицируем данные характеристики с позиции значимых угроз финансовой стабильности. Поставленная задача, однако, требует принятия некоторых дополнительных допущений, поскольку соответствующие базовые категории далеко не однозначны и в то же время неравнозначны по смыслу. Кроме того, каждое ключевое направление оценки в этом случае предполагает возможность применения разнообразных методических подходов, инструментов и аналитических показателей.

В этой связи мы еще раз обратим внимание на сущностную взаимосвязь характеристик *ликвидности* и *размера* с такими признаками банкротства предприятий, как неплатежеспособность и неоплатность. Данная взаимосвязь достаточно четко прослеживается в методологии корпоративной финансовой диагностики. Так, в целях диагностики неплатежеспособности зачастую применяется оценка показателей ликвидности, тогда как диагностика неоплатности взаимосвязана с оценкой размера бизнеса, причем данный размер чаще всего ассоциируемого с величиной собственного капитала предприятия.

Подчеркнем также, что термин «*левэридж*» зачастую применяется в отношении финансового риска хозяйствующих субъектов, корректная оценка которого, тем не менее, невозможна без учета отраслевой специфики бизнеса. В частности, необходимо принимать во внимание соответствующий уровень операционного риска. Таким образом, говоря о косвенных индикаторах финансовой несостоятельности, желательно ориентироваться на уровень бизнес-риска в контексте балансовой модели предприятия.

⁶⁷¹ Falkenstein E. Op. cit. P. 15.

Безусловно, необходимо конкретизировать и столь многозначное понятие, как *прибыль*. Для этого уместно вновь вернуться к эмпирическим моделям прогнозирования банкротства, в которых, во-первых, как правило, используется бухгалтерская трактовка прибыли, а, во-вторых, чаще всего применяются не сами показатели прибыли, а коэффициенты рентабельности. Вместе с тем, учитывая природу финансовой несостоятельности, не менее значимой, однако в настоящее время не столь востребованной в целях корпоративной финансовой диагностики, является концепция *экономической прибыли*.

Учитывая вышесказанное, интерпретируем смысл анализируемых характеристик финансовой несостоятельности предприятия следующим образом: хронически убыточное, нерентабельное предприятие⁶⁷², характеризующееся признаками банкротства (неплатежеспособностью и (или) неоплатностью), а также принимающее чрезмерный бизнес-риск, вряд ли будет реабилитировано в кризисной ситуации.

Примечательно, что косвенные признаки финансовой несостоятельности, которые наиболее часто встречаются в финансовых моделях прогнозирования банкротства, корреспондируют с результатами исследований финансовых аспектов жизненного цикла предприятий. Так, И. В. Ивашковская и Д. О. Янгель⁶⁷³ рассматривают три ключевых «финансовых измерения компании» в контексте ее жизненного цикла: 1) *ликвидность*, которую предлагается оценивать на основе динамики свободного денежного потока на собственный капитал; 2) «*инвестиционные риски*», под которыми понимаются «деловые (операционные)» и «финансовые (риски финансирования)»; 3) *стоимость* (собственного капитала), в целях оценки которой рекомендуется доходный подход (метод денежного потока). Отдельное внимание в развитие рекомендаций по оценке стоимости

⁶⁷² Нельзя обойти вниманием взаимную связь рентабельности и риска бизнеса. Уровень бизнес-риска в контексте балансовой модели предприятия, в свою очередь, определяется степенью чувствительности чистого финансового результата по отношению к выручке. Декомпозиционный анализ бизнес-риска в данной его интерпретации предполагает оценку относительного уровня операционных и финансовых условно-постоянных затрат, а также влияния уровня данных затрат, соответственно, на операционный и чистый финансовый результат. Однако мы не считаем возможным ограничиться признаками операционного и финансового риска, оценка которых, тем не менее, взаимосвязана с анализом рентабельности.

⁶⁷³ Ивашковская И. В., Янгель Д. О. Жизненный цикл организации и агрегированный показатель роста // Корпоративные финансы. 2007. № 4. С. 97 – 110.

уделяется *экономической прибыли*, которая интерпретируется в русле концепции экономической добавленной стоимости.

Если абстрагироваться от идеи объединения задач оценки стоимости (размера) и прибыли компании, можно прийти к очевидному выводу. Речь, по сути дела, идет все о тех же основных характеристиках финансового состояния предприятий, выявленных по результатам исследования финансовых моделей прогнозирования банкротства (ликвидность, леверидж, прибыль, размер). Таким образом, данные характеристики могут использоваться в качестве отправной точки, как для оценки вероятности финансовой несостоятельности, так и в целях мониторинга финансовой стабильности в контексте жизненного цикла предприятия. На наш взгляд, это обстоятельство является еще одним подтверждением гипотезы о том, что методология корпоративной финансовой диагностики наилучшим образом отвечает задачам оценки финансовой стабильности. Таким образом, с нашей точки зрения, магистральные направления мониторинга финансовой стабильности предприятий должны быть связаны, с одной стороны, с *диагностикой неплатежеспособности и неоплатности*, а также с *оценкой уровня бизнес-риска и рентабельности*.

Представляется, что методика мониторинга финансовой стабильности предприятий в первом приближении должна предусматривать применение *традиционного коэффициентного анализа*⁶⁷⁴. Динамический анализ соответствующих финансовых коэффициентов необходимо осуществлять на регулярной основе (реалистичный временной интервал – один год). Дополнительно было бы целесообразно анализировать динамику *вероятности банкротства*. С этой целью возможно применение эмпирической финансовой модели,

⁶⁷⁴ В частности, в качестве финансовых индикаторов неоплатности уместно использовать коэффициенты финансовой структуры. Для оценки наличия (отсутствия) признака неплатежеспособности – коэффициенты покрытия на основе денежного потока в сочетании с коэффициентами оборачиваемости запасов, дебиторской и кредиторской задолженности, которые позволяют оценить продолжительность оборота денежных средства. В целях оценки финансового риска целесообразно анализировать коэффициенты покрытия постоянных финансовых расходов с учетом выводов по результатам диагностики неоплатности. В оценке операционного риска – отдавать предпочтение уровню капиталоемкости, поскольку желаемые сведения для оценки условно-постоянных операционных расходов по всей выборке анализируемых предприятий скорее всего окажутся неполными. В оценке рентабельности использовать не только традиционные коэффициенты рентабельности инвестиций и продаж, но и альтернативные показатели, как это будет продемонстрировано далее.

обеспечивающей приемлемую прогнозную точность⁶⁷⁵. Повторяемые наблюдения за уровнем финансовой стабильности предприятий обеспечат возможность применения актуальных методов анализа временных рядов и панельных данных. Полезной *сопроводительной информацией*, повышающий аналитический потенциал и прикладное значение мониторинга финансовой стабильности, являются объемные характеристики бизнеса: размер активов, оборот, среднесписочная численность персонала и пр.

Не менее важно, с нашей точки зрения, привлекать сведения отраслевой статистики, что в особенности касается допустимого уровня бизнес-риска и желаемых параметров рентабельности. Так, значимые выводы о наличии (отсутствии) *запаса прочности предприятия по уровню рентабельности* могут быть получены с применением показателей фактического и минимально допустимого уровня рентабельности капитала в сопоставлении со средней по отрасли стоимостью финансирования. Последняя может быть получена на основе модели оценки средневзвешенной стоимости капитала, адаптация которой в целях *мониторинга финансовой стабильности* российских предприятий, как представляется, возможна на основе скорректированной модели оценки стоимости капитальных финансовых активов⁶⁷⁶. Проиллюстрируем данную возможность на примере отдельных отраслей российской экономики.

Для целей мониторинга финансовой стабильности предлагается ввести показатель *добавленной рентабельности*, апеллирующий к концепции экономической добавленной стоимости⁶⁷⁷ и представлений финансовой науки о критериях краха бизнеса⁶⁷⁸. В целях исследования данный показатель будет рассчитываться по *авторской методике* как разность скорректированной рентабельности инвестированного капитала и ее минимально допустимого уровня, который будет задан на уровне средневзвешенной стоимости капитала:

⁶⁷⁵ См., например: Львова Н. А. Финансовая диагностика российских предприятий с применением модели Альтмана для развитых и формирующихся рынков.

⁶⁷⁶ Львова Н. А. Методология оценки добавленной рентабельности в целях мониторинга финансовой стабильности. С. 39.

⁶⁷⁷ Stewart B. G., III. Op. cit.

⁶⁷⁸ Altman E., Hotchkiss E. Op. cit. P. 4.

$$AROI = ROI_{adj} - WACC \quad (5.3)$$

где: AROI – добавленная рентабельность;

ROI_{adj} – скорректированная рентабельность инвестированного капитала (скорректированная рентабельность инвестиций);

WACC – средневзвешенная стоимость капитала.

Оценка добавленной рентабельности предприятий должна осуществляться с учетом следующих основных альтернатив (Рисунок 5.8).

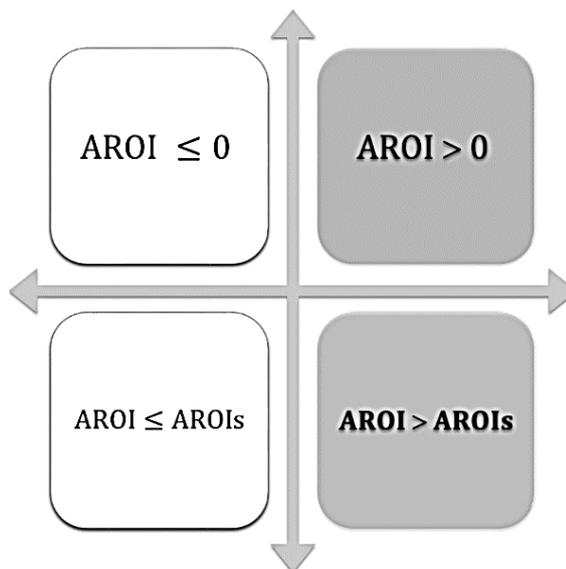


Рисунок 5.8 – Матрица альтернатив оценки добавленной рентабельности⁶⁷⁹

Дефицит добавленной рентабельности ($AROI \leq 0$) необходимо, с нашей точки зрения, рассматривать как прямую угрозу финансовой стабильности предприятия, фактически отражающую крах бизнеса, который проявляется в неспособности обслуживания капитала, инвестированного в финансово-хозяйственную деятельность. Дополнительным направлением анализа добавленной рентабельности на микроуровне выступает сравнительный анализ в контексте отрасли. В данном случае недостаточный уровень рентабельности ($AROI \leq AROI_s$) свидетельствует об отсутствии конкурентных преимуществ предприятия в отношении эффективного управления финансами. В дополнение, запас прочности предприятия по добавленной рентабельности может быть проанализирован не только в абсолютном, но и в относительном выражении:

⁶⁷⁹ Сост. автором.

$$SM_{\text{AROI}} = \frac{\text{AROI}_S - \text{AROI}}{\text{AROI}_S} \quad (5.4)$$

где: SM_{AROI} – запас прочности по добавленной рентабельности;

AROI_S – среднеотраслевое значение добавленной рентабельности;

AROI – добавленная рентабельность анализируемого предприятия.

Обратимся к методике оценке добавленной рентабельности для целей мониторинга финансовой стабильности. В этой связи в первую очередь отметим, что корректировки в формуле рентабельности инвестированного капитала будут касаться оценки чистой операционной прибыли, которую предлагается рассчитывать, во-первых, с учетом всех доходов, доступных для обслуживания капитала предприятий; во-вторых, без учета совокупного налога на прибыль, а не только той его части, которая касается операционного финансового результата, как это предусмотрено традиционными методиками расчета⁶⁸⁰:

$$\text{ROI}_{\text{adj}} = \frac{\text{NOPLAT}_{\text{adj}}}{C} \quad (5.5)$$

где: ROI_{adj} – скорректированная рентабельность инвестиций;

$\text{NOPLAT}_{\text{adj}}$ – скорректированная чистая операционная прибыль;

C – инвестированный капитал.

$$\text{NOPLAT}_{\text{adj}} = \text{OP} + I_{\text{non-op}} - T \quad (5.6)$$

где: OP – операционная прибыль;

$I_{\text{non-op}}$ – прочие доходы;

T – совокупный налог на прибыль.

Для оценки отраслевых фронтиров добавленной рентабельности необходимо обосновать методику расчета средневзвешенной стоимости капитала по отрасли ($WACC_s$). Логика оценки стоимости собственного капитала может быть представлена следующим образом:

$$r_{e_dom} = r_{e_dev_adj} + \Delta_{e_dom} \quad (5.7)$$

где: r_{e_dom} – стоимость собственного капитала российских предприятий;

⁶⁸⁰ Иванов В.В., Цытович Н.Н. Указ. соч. С. 122 – 126.

$r_{e_dev_adj}$ – стоимость собственного капитала на развитом рынке, скорректированная с поправкой на отраслевую специфику российских предприятий;

Δ_{e_dom} – надбавка за страновой риск.

Поскольку стоимость собственного капитала для анализируемой отрасли на российском рынке имеет специфику, которая не исчерпывается поправкой на страновой риск, следует ввести дополнительно корректировку, для которой предлагается адаптировать модель Роберта Хамады⁶⁸¹:

$$r_{e_dev_adj} = r_{rf_dev} + \beta_{lev_dom} * (r_{m_dev} - r_{rf_dev}) \quad (5.8)$$

где: β_{lev_dom} – рычаговая бета, скорректированная с поправкой на отраслевую специфику российских предприятий;

r_{rf_dev} – безрисковая ставка для развитого рынка;

r_{m_dev} – среднерыночная ставка для развитого рынка.

$$\beta_{lev_dom} = \beta_{unlev_dev} * (1 + (1 - t) * D_s / E_s) \quad (5.9)$$

где: β_{unlev_dev} – безрычаговая бета для развитого рынка,⁶⁸²

t – ставка налога на прибыль для российских предприятий;

D_s / E_s – коэффициент «долг / собственный капитал» для анализируемой отрасли на российском рынке.

В целях обеспечения сопоставимости данных при расчете ставки на заемный капитал следует, с нашей точки зрения, также ориентироваться на долгосрочную статистику развитого рынка, скорректированную с учетом странового риска. В этом случае, помимо премий за страновой риск, потребуются исторические сведения о безрисковых ставках, средних премиях на акционерный капитал и спредах корпоративной доходности. Общую логику оценки стоимости заемного капитала российских предприятий можно проиллюстрировать формулой:

$$r_{d_dom} = r_{e_dev_adj} - \Delta_{e_dev} + \Delta_{e_dom} \quad (5.10.1)$$

⁶⁸¹ Hamada R.S. The effect of the firm's capital structure on the systematic risk of common stocks // Journal of Finance. 1972. Vol. 27. № 2. P. 435 – 452.

⁶⁸² В данном случае нами использовался принцип адаптации модели Хомада, который применяется в оценке стоимости капитала частных компаний. См.: Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов; Пер. с англ. 9-е изд., перераб. и доп. М.: Альпина Паблишер, 2016. С. 918.

$$r_{d_dom} = r_{e_dom} - \Delta_{e_dev} \quad (5.10.2)$$

где: r_{d_dom} – стоимость заемного капитала российских предприятий;

$r_{e_dev_adj}$ – стоимость собственного капитала на развитом рынке, скорректированная с поправкой на отраслевую специфику российских предприятий;

Δ_{e_dev} – рисковая премия на собственный капитал по отношению к стоимости заемного капитала на развитом рынке.

Δ_{e_dom} – надбавка за страновой риск.

На Рисунке 5.9 представлены ранжированные среднеотраслевые значения добавленной рентабельности российских организаций по отдельным видам экономической деятельности, рассчитанные по авторской методике⁶⁸³.



Рисунок 5.9 – Добавленная рентабельность российских организаций, средние значения за период с 2013 по 2015 г.⁶⁸⁴

⁶⁸³ Без учета субъектов малого предпринимательства, но для сравнения включая финансовые организации.

⁶⁸⁴ Сост. автором по данным ЦБСД; Implied Equity Risk Premiums - United States. URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histimpl.xls> (дата обращения: 12.12.2016); Risk Premiums for Other Markets. URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/ctryprem13.xls> (дата обращения: 12.12.2016); <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/ctryprem14.xls> (дата обращения: 12.12.2016); <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem16.xls> (дата обращения: 12.12.2016); Total Beta By Industry Sector. URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/totalbeta14.xls> (дата обращения: 12.12.2016);

Как видно из диаграммы, российские организации в среднем характеризуются положительным значением добавленной рентабельности. Исключение составляет деятельность железнодорожного транспорта. В 2015 г. средняя добавленная рентабельность по выборке (без учета финансовых организаций) увеличилась почти на 6 процентных пунктов, что в первом приближении позитивно характеризует перспективы финансовой стабильности корпоративного сектора российской экономики. Примечательно, что оценка добавленной рентабельности без учета прочих доходов обеспечивает кардинально другой результат: в этом случае в основном отмечается дефицит добавленной рентабельности, за исключением организаций целлюлозно-бумажной промышленности, металлургии и электроэнергетики. Таким образом, вопрос о составе доходов, принимаемых к расчету для целей мониторинга финансовой стабильности, является чрезвычайно важным и, с нашей точки зрения, должен быть решен предложенным способом.

Развивая логику обоснования методических подходов к мониторингу финансовой стабильности предприятий, основанную на методологии корпоративной финансовой диагностики, следует обратиться к трактовкам банкротства, которые, безусловно, не ограничиваются исключительно финансовыми аспектами данного явления. Многослойная трактовка корпоративного банкротства с позиции взаимосвязанных и взаимодополняющих представлений позволяет интегрировать оценку релевантных финансовых индикаторов в комплексную методологию мониторинга финансовой стабильности. В этой связи отметим, что, наряду с экономическими трактовками банкротства, широко используются юридические, а также организационные, напрямую взаимосвязанные с концепцией жизненного цикла организаций⁶⁸⁵, что позволяет

<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/betas14.xls> (дата обращения: 12.12.2016);
<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/totalbeta.xls> (дата обращения: 12.12.2016); Damodaran A. Equity risk premiums (ERP): determinants, estimation and implications – the 2015 edition. P. 94; 96. New York University – Stern School of Business, 2015. URL: <https://ssrn.com/abstract=2581517> (дата обращения: 12.12.2016).

⁶⁸⁵ Cp: Daily C.M. Bankruptcy in strategic studies: past and promise // Journal of Management. 1994. Vol. 2. №2. P. 269 – 279.

говорить, как минимум, о двух дополнительных направлениях комплексного мониторинга финансовой стабильности. Раскроем содержание и логику оценки соответствующих нефинансовых индикаторов (Рисунок 5.10), обратив особое внимание на рекомендации по мониторингу финансовой стабильности российских предприятий.



Рисунок 5.10 – Ключевые направления мониторинга финансовой стабильности предприятий (комплексная методология)⁶⁸⁶

Так, что касается мониторинга *юридических признаков банкротства*, следует учитывать требования отечественного законодательства. Речь, прежде всего, идет об основном признаке банкротства предприятий – неплатежеспособности, которая в общем случае констатируется по факту наличия просроченной от трех месяцев задолженности⁶⁸⁷. Агрегированные сведения о неплатежеспособных организациях публикуются Высшим арбитражным судом и Федеральной Налоговой службой Российской Федерации. В частности, доступна статистика о результатах

⁶⁸⁶ Сост. автором.

⁶⁸⁷ П. 2 ст. 3; п. 2 ст. 6 Федерального закона РФ от 26.11.2002 №127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)».

конкурсных процессов и о динамике корпоративных банкротств. Данные сведения, как представляется, являются важным дополнением к выводам, полученным по итогам реализации финансового направления мониторинга.

Отметим, что статистика и аналитика по данному направлению мониторинга формируется разнообразными институтами финансовой информации. Так, сообщения о введении судебных процедур банкротства в обязательном порядке публикуются в специальном издании, а также по решению собрания или комитета кредиторов – в иных средствах массовой информации⁶⁸⁸. Важным информационным ресурсом, востребованным в целях *углубленной оценки* финансовой стабильности российских предприятий, является Единый федеральный реестр сведений о банкротстве⁶⁸⁹, позволяющий аккумулировать сведения о неплатежеспособных должниках по категориям организаций, с учетом результатов диагностики преднамеренного банкротства⁶⁹⁰ и пр. Сведения о расчетно-платежной дисциплине формально платежеспособных предприятий агрегируются в информационно-аналитических системах. Особым значением в этом отношении характеризуется система добровольного раскрытия информации о дебиторской задолженности предприятий «СПАРК – Мониторинг платежей»⁶⁹¹.

Следующее направление мониторинга финансовой стабильности предприятий относится к *оценке организационных признаков банкротства*, содержание которых можно подробно детализировать в контексте корпоративного жизненного цикла. Принимая во внимание ключевые параметры движения по кривой жизненного цикла, уместно рассматривать индикаторы, отражающие динамику объемных характеристик бизнеса (объем продаж, размер активов и собственного капитала), наряду с рыночными ожиданиями в отношении данных характеристик. В качестве признаков финансовой нестабильности следует, с нашей

⁶⁸⁸ О несостоятельности (банкротстве): федер. закон Рос. Федерации 26 окт. 2002 г. № 127-ФЗ. П. 1, 7 ст. 28.

⁶⁸⁹ См. подробнее: ст. 28 Федерального закона РФ от 26.11.2002 №127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)».

⁶⁹⁰ Отметим, что статистика криминальных банкротств регулярно публикуется МВД России. URL: <https://xn--b1aew.xn--p1ai/Deljatelnost/statistics> (дата обращения: 12.12.2016). Возможности углубленного мониторинга в данном направлении расширяются за счет специализированных ресурсов, освещающих судебную практику Российской Федерации. В этом отношении следует отметить открытую информационно-справочную систему: «Судебные и нормативные акты РФ (СудАкт)». URL: <http://sudact.ru/> (дата обращения: 12.12.2016).

⁶⁹¹ СПАРК – Мониторинг платежей. URL: <http://group.interfax.ru/payments/> (дата обращения: 12.12.2016).

точки зрения, учитывать: резкое сжатие объемов бизнеса, тенденцию к снижению соответствующих объемных характеристик, ухудшение рыночных ожиданий в отношении оборота и (или) размера анализируемых предприятий.

Отдельного внимания требуют методические подходы к формированию *аналитической преамбулы*, в которой, по мнению автора, должны быть представлены пререквизиты финансовой стабильности российских предприятий. В отличие от публичных компаний, в существенной степени зависимых от состояния финансовой системы в целом и фондового рынка в частности, пререквизиты финансовой стабильности для корпоративного сектора в целом предлагается подразделять по традиционному принципу. В этом отношении еще раз подчеркнем, что лишь незначительная часть отечественных компаний обладает полноценным публичным статусом. Следовательно, речь должна идти о *внешних и внутренних факторах финансовой стабильности*.

В условиях формирующихся рынков *внешние факторы* имеют чрезвычайно высокое значение с позиции угроз финансовой стабильности предприятий. Развитие методологии с учетом данного обстоятельства, как представляется, повысит *информационную полезность* мониторинга. В данном случае востребован инструментарий макро- и мезоэкономического анализа. Однако, с позиции структурно-функциональных финансов, особое внимание следует также уделять *институциональным условиям* финансовой стабильности корпоративного сектора, которые в существенной степени касаются специфики антикризисного регулирования экономики.

Методология мониторинга *внутренних факторов* финансовой стабильности российских предприятий, согласно данной логике, должна апеллировать к таким специфическим аспектам, как масштаб и социально-экономический статус бизнеса, реализация инвестиционных проектов с государственным участием, получение адресной антикризисной поддержки и пр. Отметим, что высокое значение крупного масштаба и особого статуса бизнеса, наряду с наличием исключительных предпочтений, с позиции обеспечения финансовой стабильности российских

предприятий, неоднократно подтверждалось эмпирическими исследованиями⁶⁹². Уместным дополнением к данному блоку может выступать мониторинг качества корпоративного управления, в рамках которого следует акцентировать результаты оценки интенсивности конфликта интересов стейкхолдеров. Эффективные методические решения в этом случае возможны с применением опросных методов (интервьюирование и анкетирование).

Обобщение результатов мониторинга финансовой стабильности, как неоднократно отмечалось ранее, возможно с применением сводных показателей. Однако, учитывая особенности комплексной методологии, еще раз акцентируем внимание на том, что нефинансовое направление мониторинга должно рассматриваться в качестве дополнительного, а к использованию сводных показателей, агрегирующих результаты качественной и количественной оценки, необходимо относиться с должной степенью осмотрительности. Добавим, что сводные показатели в этом случае не смогут обновляться с той регулярностью, как это возможно, например, для предложенных индексов финансовой стабильности, что снижает информационную полезность соответствующих сведений.

Подытожим вышесказанное. Методология мониторинга финансовой стабильности предприятий рассматривается нами в контексте актуальных методических подходов к мониторингу финансовых систем. В этой связи финансовая стабильность исследуется как одна из ключевых характеристик финансовых систем, успешное функционирование которых, в свою очередь, выступает существенным фактором долгосрочного экономического роста и равномерной аккумуляции благосостояния общества. Таким образом, развитие методологии мониторинга финансовой стабильности корпоративного сектора позиционируется как актуальное и востребованное направление финансовых исследований, требуя последовательного обоснования соответствующей методологии. С этих позиций, автором конкретизированы объекты мониторинга

⁶⁹² См., например: Доклад об экономике России. 2012. № 27. С. 34. URL: <http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/document/rer-27-march2012-rus.pdf> (дата обращения: 12.12.2016); Аналитический доклад «Среднесрочный прогноз развития финансовой системы (2012 – 2015 гг.)» / Колл. авторов под рук. проф. Миркина Я. М. М.: Финансовый университет при Правительстве РФ, 2010. С. 93; Апевалова Е., Радыгин А. Указ. соч. С. 109 – 113; Бобылева А. З., Львова О. А. Указ. соч. С. 56 – 62.

финансовой стабильности, что потребовало обобщения подходов к трактовке финансовых систем, которые было предложено подразделить на три вида: системно-функциональный, системно-структурный и функционально-структурный. Аргументировано, что в целях развития методологии мониторинга финансовой стабильности предприятий целесообразно руководствоваться функционально-структурным подходом, синтезирующим неоклассические, институциональные и поведенческие аспекты финансовой науки. Таким образом, предложено использовать мультифасетную концепцию финансовой стабильности, согласно которой состояние корпоративного сектора имеет особое и немаловажное значение. Отмечено, что структура финансовой системы влияет на характеристики финансовой стабильности. Кроме того, существенное внимание при формировании системы сравнительных критериев необходимо уделять уровню финансового развития экономических территорий. В частности, мониторинг финансовой стабильности российских предприятий, целесообразно осуществлять с учетом специфики функционирования формирующихся финансовых систем.

Показано, что авторская концепция финансовой стабильности предприятий может быть имплементирована к целям макроэкономических исследований, с учетом методической предпосылки о том, что мониторинг финансовой стабильности является одним из важнейших направлений мониторинга финансовых систем. В этой связи исследована концепция сравнительной оценки финансовых систем. В результате, сформулированы требования к базовым показателям, которые, по мнению автора, должны обеспечивать возможность формирования полезной финансовой информации и, следовательно, быть достоверными, уместными, сопоставимыми, проверяемыми, своевременными и понятными. Предложена матрица методических альтернатив, в соответствие с которой методика оценки финансовых систем, в том числе в отношении финансовой стабильности предприятий, может быть комплексной или финансовой, а также предусматривающей или не предусматривающей обобщение результатов с применением сводного показателя. С учетом оценки применения альтернативных методических подходов, сделан вывод о том, что в целях создания полезной

финансовой информации предпочтение следует отдавать количественным показателям, что, однако, не исключает целесообразность оценки качественных показателей, которая, однако, должна выступать дополнением к результатам количественного анализа. Причем обобщение полученных результатов с применением сводных комплексных оценок нежелательно, поскольку данный подход вступает в противоречие с требованием достоверности.

Отдельного внимания, с нашей точки зрения, требует методика мониторинга финансовой стабильности публичных предприятий, в рамках которой предлагается интегрировать представления об инвестиционном анализе в методологию корпоративной финансовой диагностики. В частности, ключевые факторы финансовой несостоятельности предприятий, обладающих публичным статусом, предлагается подразделять на рыночные и специфические. Мониторинг рыночных факторов в этом случае не должен, на наш взгляд, ограничиваться индикаторами функционирования финансового рынка: следует анализировать более широкий спектр пререквизитов финансовой стабильности. Методические подходы к мониторингу специфических факторов финансовой стабильности, в свою очередь, требует развития с применением концепции корпоративной финансовой диагностики. Целесообразно, с нашей точки зрения, чтобы оценка специфических факторов базировалась на эмпирических моделях прогнозирования банкротства. Востребованным направлением дальнейших исследований в этой области выступает разработка индексов финансовой стабильности публичных предприятий. В этом отношении предлагается использовать модели прогнозирования банкротства, что согласуется с методологией оценки финансовой стабильности предприятий.

Методика мониторинга финансовой стабильности российских предприятий должна быть, с нашей точки зрения, сфокусирована на финансовых индикаторах, позволяющих оценить ключевые косвенные признаки финансовой несостоятельности. В развитие традиционного инструментария финансовой диагностики автором предлагается методика оценки добавленной рентабельности, адаптированная к задачам мониторинга финансовой стабильности предприятий в

условиях формирующегося рынка. Финансовое направление мониторинга с различной степенью детализации может быть дополнено оценкой нефинансовых индикаторов, отражающих юридические и организационные признаки угроз финансовой стабильности корпоративного сектора. В прикладном аспекте методика мониторинга может быть решена как совокупность двух направлений оценки: финансового и нефинансового. Кроме того, предполагается, что мониторинг ключевых индикаторов финансовой стабильности, предваряется оценкой конъюнктуры функционирования наблюдаемых предприятий – внешних и внутренних факторов финансовой стабильности.

В заключение следует затронуть вопрос оптимального уровня детализации методики. Как показывают исследования в области поведенческих финансов, более значительный массив информации далеко не всегда является залогом более эффективных инвестиционных решений⁶⁹³. Данное утверждение, на наш взгляд, в полной мере справедливо и в отношении мониторинга финансовой стабильности предприятий, по результатам которого должна быть обеспечена полезная, а, следовательно, достоверная и уместная финансовая информация, качество которой может быть повышено за счет сопоставимости, проверяемости, своевременности и понятности, однако отнюдь не избыточности соответствующих сведений.

⁶⁹³ Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. С. 199.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Формирование методологии научного исследования финансовой стабильности предприятий в контексте корпоративной финансовой диагностики и мониторинга финансовых систем апеллирует к такому основополагающему вопросу, как содержание финансовой стабильности, которая интерпретируется автором с учетом научных представлений о стабильности социально-экономических систем и, прежде всего, о кризисах и жизненных циклах предприятий. Аргументировано, что в целях диссертационного исследования необходима единая непротиворечивая концепция финансовой стабильности предприятий, предпосылки формирования которой предопределены высоким значением корпоративного сектора в обеспечении стабильности финансовых систем, в том числе в странах с формирующимся рынком. В то же время методология мониторинга финансовой стабильности предприятий должна быть гармонизирована с представлениями о функционировании финансовых систем. Решение поставленных задач требует конкретизации концептуального восприятия и магистрального методического подхода к оценке финансовой стабильности.

С учетом результатов теоретического анализа, раскрыто два ключевых взаимодополняющих подхода к трактовке финансовой стабильности: статический и динамический, корреспондирующие с выявленными трактовками кризиса. Статическая стабильность ассоциируется с неизменностью. В данном контексте предлагается аналогия с возможностью сохранять равновесие в неподвижном состоянии, что, в нашем представлении, более точно соответствует термину «устойчивость». Таким образом, финансовая устойчивость предприятия рассматривается автором в достаточно традиционном смысле, который апеллирует к задаче достижения целевой структуры финансирования. Динамическая стабильность воспринимается в контексте развития, приобретая, тем самым, дополнительное временное измерение и, следовательно, более глубокое значение. Стабильность в таком понимании можно, по мнению автора, уподобить возможности сохранять равновесие во время движения. Другое уместное сравнение, позволяющее интегрировать понятие стабильности в концепцию

корпоративного жизненного цикла, касается гомеостаза, по аналогии с которым стабильность предприятия предполагает способность реабилитироваться после кризиса. Последовательно развивая предложенную дихотомичную концепцию, приходим к выводу о том, что статическая финансовая стабильность допускает возможность моделирования условного эталонного финансового состояния. Динамическая, напротив, не может быть описана однозначным и исчерпывающим способом. Так, организм предприятия на разных этапах жизни будет функционировать по-разному, демонстрируя разные финансовые состояния, отвечающие критериям относительной финансовой стабильности.

Нереалистичность одновариантного выбора наилучших параметров функционирования социально-экономических систем, предполагает, с нашей точки зрения, что фокус научных исследований финансовой стабильности предприятий должен быть смещен к апофатическому (отрицающему) подходу, в соответствии с которым финансовую стабильность мы предлагаем определять от обратного, в противопоставлении кризисному финансовому состоянию. Абсолютную финансовую нестабильность предприятий, в свою очередь, предложено рассматривать как финансовую несостоятельность. Таким образом, исследование финансовой несостоятельности позволит конкретизировать концепцию финансовой стабильности. Кроме того, *апофатическая концепция финансовой стабильности* обеспечит возможность выявить ключевые факторы финансовой стабильности предприятий с учетом механизма корпоративного банкротства и методологии прогнозирования финансовой несостоятельности.

В этой связи также аргументируется, что наилучшим образом задаче оценки финансовой стабильности предприятий отвечает *корпоративная финансовая диагностика*, специфика которой заключается в ориентации на распознавание признаков финансовых затруднений, включая признаки финансовой несостоятельности, а также в допущении о наличии жизненного цикла предприятия. Полученные выводы актуализируют исследование методологии оценки финансовой стабильности предприятий с учетом особенностей корпоративной финансовой диагностики. Причем приоритетное значение в данном

случае имеет инструментарий прогнозирования финансовой несостоятельности как полной противоположности абсолютной финансовой стабильности, наличие которой, в отличие от первой, является лишь теоретическим допущением. Авторская концепция финансовой несостоятельности предприятий, сформулированная с акцентом на сложившиеся, однако несистематизированные представления финансовой науки, позиционируется как один из важнейших аспектов экономического взгляда на природу отношений в сфере несостоятельности. Банкротство (финансовую несостоятельность) в рамках данной концепции предлагается рассматривать как особое финансовое состояние предприятия, взаимосвязанное, но необъединяемое по смыслу с такими характеристиками, как дефолт или финансовые затруднения.

Содержание финансовой несостоятельности предприятий, по мнению автора, раскрывается через призму абсолютной неплатежеспособности, которая является формализуемой антитезой такому условному аналитическому ориентиру, как абсолютная финансовая стабильность. Продемонстрировано, что последовательная интерпретация абсолютной неплатежеспособности позволяет сформулировать прямые признаки финансовой несостоятельности предприятий и, тем самым, важнейшие аналитические критерии финансовой стабильности. В этой связи отмечается, что абсолютная неплатежеспособность предприятий зачастую отождествляется с неоплатностью. Однако доказывается, что, корректнее апеллировать к мнению рынка о дальнейших перспективах бизнеса, что отвечает специфике современного института несостоятельности. С этих позиций, формулировка прямых признаков финансовой несостоятельности, которая корреспондирует с оценкой стоимости предприятия при альтернативных допущениях о прекращении или продолжении бизнеса, является, безусловно, предпочтительной. В развитие представлений финансовой науки о содержании корпоративного банкротства, обоснована *методология оценки финансовой стабильности предприятий с применением инструментария прогнозирования финансовой несостоятельности*, в том числе систематизированы основные методические подходы в этом отношении.

Исследование данных методических подходов позволило выявить ключевые вопросы, ответы на которые формируют каркас методологии оценки финансовой стабильности предприятий, предопределяя направления дальнейших научных исследований в этой области. Первый основополагающий вопрос касается характера анализируемых показателей, второй – относится к виду аналитической модели, третий – основан на допущении о потенциальной возможности оценки финансовой несостоятельности. Аргументировано, что методические подходы, реализующие ответы на первые два вопроса, являются лишь относительно альтернативными, поэтому наибольший интерес в целях развития дальнейших научных исследований по данной проблематике имеет третий вопрос, при решении которого предлагается разграничить аналитический и эвристический подходы к оценке финансовой стабильности. Аналитический подход в авторской трактовке предполагает допущение о том, что ситуация финансовой несостоятельности предприятий может быть охарактеризована однозначным, условно оптимальным образом. Эвристический – корреспондирует с допущением о приемлемом варианте интерпретации финансовой несостоятельности, что отражается на методах и моделях оценки финансовой стабильности. Другими словами, в первом случае речь идет о прямых признаках банкротства предприятий, которые формализуются в теоретических моделях финансовой несостоятельности и оценки финансовой стабильности. Во втором случае – о косвенных признаках, которые в обобщенном виде присутствуют в эмпирических моделях оценки финансовой стабильности.

В развитие выявленного аналитического подхода, нами продемонстрировано два принципиальных подхода к построению *теоретических моделей* финансовой несостоятельности предприятий, которые применимы в оценке финансовой стабильности. Во-первых, формализовано допущение о том, что финансовая несостоятельность предприятия соответствует неоплатности, во-вторых, раскрыто допущение о финансовой несостоятельности предприятия в восприятии стейкхолдеров. В результате, сформированы базовые типы теоретических моделей финансовой несостоятельности предприятий. Отмечено, что первый тип теоретических моделей получил наиболее широкое применение в структурных

моделях прогнозирования банкротства. Второй – используется при обосновании решений о реорганизации бизнеса. Кроме того, представлена авторская модель, сочетающая теоретические аспекты оценки корпоративных обязательств, характерные для структурных моделей, а также углубленный подход к трактовке финансовой несостоятельности предприятий с учетом инвестиционных альтернатив, связанных с возможной ликвидацией или продолжением бизнеса. Проанализирован потенциал применения данной модели в условиях формирующегося рынка с учетом возможных ограничений, связанных с информационным обеспечением корпоративной финансовой диагностики.

Подчеркивается, что обобщение и переосмысление эмпирических моделей оценки финансовой стабильности, которые базируются на косвенных признаках финансовой несостоятельности, позволит подробнее раскрыть методологию оценки финансовой стабильности предприятий. Особое значение в этой связи, по мнению автора, имеют финансовые модели прогнозирования банкротства, которые в целом более универсальны, чем комплексные. Показано, что наиболее высоким потенциалом прикладного использования среди них обладают регрессионные учетные модели и, прежде всего, те, которые построены с применением мультипликативного дискриминантного анализа. Вместе с тем аргументировано, что комплексные модели являются более гибкими, предоставляя широкие возможности развития научных исследований финансовой стабильности предприятий в странах с формирующимся рынком.

В рамках следующего магистрального направления диссертационного исследования аргументирована *методология финансовой диагностики кризисных предприятий*, обоснованная и детализированная во взаимосвязи с особенностями современного института несостоятельности и, прежде всего, с учетом механизма корпоративного банкротства. В целях исследования институт несостоятельности рассматривается как совокупность социально-экономических отношений, возникающих в связи с неплатежеспособностью должника и дальнейшим урегулированием задолженности. Отмечено, что в современных системах несостоятельности банкротство предприятий представляет своеобразную форму

долговой амнистии. В то же время кризисное предприятие потенциально может быть реабилитировано. Таким образом, оценка потенциала финансовой стабильности кризисных предприятий имеет немаловажное значение. Востребованы и дальнейшие научные исследования в данной области с учетом методологии оценки финансовой стабильности предприятий и специфики корпоративного банкротства, в том числе в странах с формирующимся рынком.

Механизм корпоративного банкротства, с нашей точки зрения, задает основные направления финансовой диагностики кризисных предприятий, испытывающих повышенную вероятность финансовой несостоятельности. В этой связи раскрыто содержание ключевых признаков корпоративного банкротства, показана их взаимосвязь. В результате, сделан вывод о том, что методология финансовой диагностики кризисных предприятий должна быть декомпозирована по двум важнейшим направлениям: диагностика неплатежеспособности и оценка потенциала финансовой стабильности (реабилитационного потенциала) неплатежеспособного предприятия. В этой связи критически переосмысливаются и адаптируются методические подходы к оценке платежеспособности предприятий. Доказывается релевантность традиционной трактовки платежеспособности предприятий, корреспондирующей с допущением о непрерывности деятельности и с критерием неплатежеспособности. Отмечается взаимосвязь принципа естественного хеджирования бизнес-риска и традиционных показателей платежеспособности. Предлагаются рекомендации по формированию системы сравнительных критериев с учетом механизма корпоративного банкротства и отраслевой специфики бизнеса.

Подчеркивается, что решение о реабилитации бизнеса в системах несостоятельности, основанных на признаке неплатежеспособности, в финансовом смысле не является строго формализованным. С учетом данного вывода, разрабатывается *итерационная методика оценки реабилитационного потенциала неплатежеспособных предприятий*. Первый этап оценки апеллирует к прямым признакам финансовой несостоятельности и, таким образом, осуществляется с применением гибридной теоретической модели оценки финансовой стабильности,

позволяющей оценить наличие (отсутствие) резерва восстановления платежеспособности должника. Специфика предложенной модели заключается в ограничении срока оценки периодом реабилитационных процедур, а также в особенностях моделирования возвратного потока в условиях неплатежеспособности. Неотрицательное значение резерва восстановления платежеспособности предлагается рассматривать как необходимое условие реабилитации бизнеса, позволяющие перейти ко второму этапу диагностики, который ориентирован на косвенные признаки финансовой несостоятельности.

Ключевые косвенные признаки финансовой несостоятельности предприятий, выявленные с учетом результатов теоретического анализа эмпирических моделей прогнозирования банкротства, адаптированы к специфике аналитической задачи и особенностям развития кризисной ситуации. В этой связи вводится принцип иерархии признаков, в соответствии с которым целесообразность и содержание каждого последующего этапа диагностики определяется результатами предыдущего. В качестве приоритетных признаков предлагается рассматривать неплатежеспособность и чрезмерный бизнес-риск, которые отражают неспособность кризисного предприятия погашать задолженность. Вывод об отсутствии критической ситуации в данном отношении позволяет обратиться к диагностике следующей группы признаков – неоплатности и нерентабельности, характеризующих обеспеченность средств, привлеченных должником, при допущениях о ликвидации и продолжении бизнеса.

Формирование методологии научных исследований финансовой стабильности предприятий требует обоснования концепции преднамеренного банкротства, а также переосмысления и модернизации методологии финансовой диагностики данной неправомерной деятельности. В контексте решения поставленной задачи сформулирована *концепция преднамеренного банкротства предприятий*, основанная на широкой трактовке института несостоятельности, который включает, и легальную, и теневую стороны. Отмечено, что в сфере несостоятельности теневые отношения тесно переплетены с легальными, и развитые страны здесь не исключение, но в странах с формирующимся рынком

проблематика исследования преднамеренных банкротств как специфической угрозы финансовой стабильности предприятий закономерно актуальнее. Предпосылки преднамеренного банкротства предприятий, которое анализируется в русле экономической концепции, напрямую обусловлены спецификой современного института несостоятельности, в котором возможность долговой амнистии в условиях неплатежеспособности сочетается с принципом юридической самостоятельности и, следовательно, имущественной обособленности

В результате, приоритетным финансовым признаком преднамеренного банкротства предприятий выступает неоплатность, что должно учитываться в финансовой диагностике. Вместе с тем преднамеренное банкротство, безусловно, не ограничивается финансовыми отношениями, поэтому его предложено рассматривать как совокупность механизма, финансового механизма и финансовой схемы, объединенных по иерархическому принципу. С учетом определяющего значения признака неоплатности, финансовый механизм преднамеренного банкротства предприятий может быть декомпозирован с применением балансовой модели (при допущении о максимизации отрицательного значения чистых активов) и другими способами, в том числе в зависимости от предполагаемых перспектив бизнеса. В развитие научных представлений в данной области сформулированы и раскрыты базовые подходы, востребованные в классификации финансовых схем преднамеренного банкротства.

Авторская концепция преднамеренного банкротства предприятий может быть адаптирована к задачам дальнейших фундаментальных и прикладных исследований. В частности, нами представлена *модернизированная методология финансовой диагностики преднамеренного банкротства* с акцентом на его российские особенности. Рекомендации по финансовой диагностике преднамеренного банкротства предприятий структурированы по двум основным направлениям: анализ финансовой отчетности должника и диагностика финансовой схемы соответствующей неправомерной деятельности, направленной на создание и аккумуляцию неоплатности. Кроме того, отмечается значимость предварительного этапа диагностики, по итогам которого должен быть

сформулирован вывод о характере изменений финансового состояния предприятия в контексте условий исследуемого бизнеса. Подчеркнем, что анализ финансовой отчетности должника рассматривается как вспомогательный этап диагностики. Наиболее востребованным методическим подходом в этом отношении, с нашей точки зрения, является структурно-динамический анализ отчетных показателей с применением адаптированной модели роста бизнеса. Примечательно, что изменения, наблюдаемые в финансовой отчетности должника, зачастую вступают в явное противоречие с принципом экономической целесообразности, получая отчетливое отражение в нарушении желаемых структурно-динамических характеристик финансового состояния предприятия. Однако эти изменения далеко не всегда синхронизированы с финансовым механизмом преднамеренного банкротства, что во многом объясняется признаком скрытности. Поэтому классификация финансовых схем преднамеренного банкротства предприятий, а также обобщение и систематизация соответствующих признаков представляются в данном случае важнейшим условием эффективной финансовой диагностики и предметом востребованных научных исследований.

Выводы по вышеперечисленным направлениям диссертационного исследования, адаптированные к особенностям оценки финансовых систем, позволяют обосновать *методологию мониторинга финансовой стабильности корпоративного сектора (предприятий)*, предполагая оригинальную логику развития фундаментальных и прикладных исследований в этой области. Подчеркнем, что мониторинг финансовой стабильности предприятий позиционируется нами как одно из важнейших направлений мониторинга финансовых систем. Аргументируется, что в целях развития методологии мониторинга финансовой стабильности предприятий целесообразно руководствоваться функционально-структурным подходом к трактовке финансовой системы. Таким образом, аргументируется мультифасетная концепция финансовой стабильности, согласно которой, в частности, корпоративный сектор подлежит не менее пристальному вниманию, чем финансовый. Кроме того, учитывается, что структура финансовой системы влияет на характеристики

финансовой стабильности, тогда как уровень финансового развития во многом предопределяет выбор сравнительных критериев. Таким образом, классификация финансовых систем востребована при обосновании методологии мониторинга финансовой стабильности корпоративного сектора.

В соответствии с концепцией сравнительной оценки финансовых систем, сформулированы требования к базовым показателям финансовой стабильности предприятий, которые, по мнению автора, должны обеспечивать возможность формирования полезной финансовой информации. Кроме того, предложена и проанализирована матрица методических альтернатив оценки финансовых систем в отношении выбора базовых показателей и представления полученных результатов. На примере оценок российской финансовой системы доказываем, что в целях обеспечения полезной финансовой информации приоритетны количественные показатели финансовой стабильности. Вместе с тем не исключается целесообразность применения качественных показателей, которые, однако, должны выступать дополнением к результатам количественного анализа. Показано, что применение сводных комплексных оценок финансовой стабильности нежелательно, поскольку данный методический подход вступает в противоречие с требованием достоверности.

С учетом вышесказанного, обоснованы рекомендации по мониторингу финансовой стабильности предприятий, обладающих публичным статусом. Данные рекомендации основаны на представлениях о ценовом риске, интегрированных в методологию корпоративной финансовой диагностики. В этой связи ключевые факторы финансовой несостоятельности публичных предприятий предлагается подразделять на рыночные и специфические. Представляется, что мониторинг рыночных факторов в данном случае не должен ограничиваться индикаторами функционирования финансового рынка, апеллируя к институциональным, экономическим и финансовым пререквизитам финансовой стабильности. Мониторинг специфических факторов, в свою очередь, требует модернизации с применением эмпирических моделей прогнозирования банкротства. Востребованным направлением научных исследований публичных

предприятий представляется разработка индексов финансовой стабильности: предлагаются альтернативные модели индексов, основанные на теоретической и эмпирической моделях прогнозирования финансовой несостоятельности. Поднимается вопрос о потенциале применения предложенных моделей с учетом возможных аналитических ограничений в странах с формирующимся рынком.

Обобщая полученные результаты исследования, мы обращаемся к *рекомендациям по мониторингу финансовой стабильности российских предприятий* и в этой связи, прежде всего, к финансовым индикаторам, позволяющим оценить ключевые косвенные признаки финансовой несостоятельности. В этом отношении, в частности, разрабатывается и апробируется методика оценки добавленной рентабельности. Финансовое направление мониторинга, по мнению автора, с различной степенью детализации может быть дополнено оценкой нефинансовых индикаторов, отражающих юридические и организационные признаки угроз финансовой стабильности. В прикладном аспекте методику мониторинга, с нашей точки зрения, уместно структурировать по двум направлениям: финансовому и нефинансовому. Кроме того, целесообразно, чтобы основная часть мониторинга, содержащая оценку ключевых индикаторов финансовой стабильности, предварялась аналитической преамбулой, содержащей вводные сведения, касающиеся конъюнктуры функционирования предприятий – внешних и внутренних факторов финансовой стабильности. Представляется, что адаптация концепции корпоративной финансовой диагностики к задачам оценки финансовых систем является одним из важнейших условий формирования методологии фундаментальных и прикладных исследований финансовой стабильности предприятий, обеспечивая новые траектории развития научных представлений в этой области.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- 1) Абрамишвили, Н. Р. Динамическая модель оценки платежеспособности должника: к вопросу разработки стандартов финансового анализа для арбитражных управляющих / Н. Р. Абрамишвили, Н. А. Львова // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2015. – № 38. – С. 30–41.
- 2) Абрамишвили, Н. Р. Финансовая диагностика инновационных компаний: методический аспект / Н. Р. Абрамишвили, Н. А. Львова // Проблемы современной экономики. – 2013. – № 2. – С. 164–168.
- 3) Адизес, И. Управление жизненным циклом корпорации / И. Адизес / Пер. с англ. под научн. ред. А. Г. Сеферяна. – СПб.: Питер, 2007. – 383 с.
- 4) Аналитический доклад «Среднесрочный прогноз развития финансовой системы (2012 – 2015 гг.)» / Колл. авторов под рук. проф. Миркина Я. М. – М.: Финансовый университет при Правительстве РФ, 2010. – 558 с.
- 5) Андреева, Т. Е. Организационные изменения: сравнительный анализ основных концепций / Т. Е. Андреева // Вестник Санкт-Петербургского университета. – Серия 8: Менеджмент. – 2004. – № 2. – С. 33–49.
- 6) Ансофф, И. Стратегическое управление / И. Ансофф: Сокр. пер. с англ. / Науч. ред. и авт. предисл. Л. И. Евенко. – М.: Экономика, 1989. – 312 с.
- 7) Апевалова, Е. А. Банкротства в двухтысячные годы: от инструмента рейдеров к политике «двойного стандарта» / Е. А. Апевалова, А. Д. Радыгин // Экономическая политика. – 2009. – № 4. – С. 91–124.
- 8) Аргенти, Дж. Признаки надвигающейся неплатежеспособности / Дж. Аргенти / Руководство по кредитному менеджменту: Пер. с англ. / Под ред. Б. Эдвардса. – 3-е изд. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 464 с.
- 9) Арзякова, И. В. Диагностика преднамеренного банкротства на основе анализа деяний с повышенным риском / И. В. Арзякова // Эффективное антикризисное управление. – 2011. – № 3. – С. 62–67.
- 10) Базулин, Ю. В. Двойственная природа денег: русская экономическая мысль на рубеже XIX–XX веков: монография / Ю. В. Базулин; отв. ред. Н. В. Колпакова. – СПб.: Русская симфония, 2005. – 328 с.

- 11) Барсукова, С. Ю. Неформальная экономика: понятие, история изучения, исследовательские подходы / С. Ю. Барсукова // Социологические исследования. – 2012. – № 2. – С. 31–39.
- 12) Барсукова, С. Ю. Эссе о неформальной экономике, или 16 оттенков серого / С. Ю. Барсукова. – М.: Изд. дом Высшей школы экономики, 2015. – 216 с.
- 13) Беккин, Р. И. Исламская модель беспроцентной экономики и современность / Р. И. Беккин // Вестник Санкт-Петербургского университета. – Серия 5: Экономика. – 2007. – № 2. – С. 79–89.
- 14) Бернштейн, Л. Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация / Л. Бернштейн. – Пер. с англ. / Научн. ред. перевода чл.-корр. РАН И. И. Елисеева. – Гл. ред. серии проф. Я. В. Соколов. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 624 с.
- 15) Бернштейн, П. Фундаментальные идеи финансового мира: Эволюция / П. Бернштейн; пер. с англ. 2-е изд. – М.: Альпина Паблишер, 2015. – 247 с.
- 16) Бешенов, С. Гипотеза финансовой нестабильности Хаймона Мински и долгового кризис в Греции / С. Бешенов, И. Розмаинский // Вопросы экономики. – 2015. – № 11. – С. 120–143.
- 17) Бештоев, М. И. Тенденции развития института банкротства: движение от репрессии – к реабилитации должника / М. И. Бештоев // Эффективное антикризисное управление. – 2015. – № 5. – С. 62–75.
- 18) Биологический словарь [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://bio-slovar.ru/idx.php/106/1380/article/>
- 19) Бланк, И. А. Финансовый менеджмент: Учебный курс / И. А. Бланк. – 2-е изд., перераб. и доп. – К.: Эльга, Ника-Центр, 2004. – 656 с.
- 20) Бобылев, С. Н. Вызовы кризиса: как измерять устойчивость развития? / С. Н. Бобылев, Н. В. Зубаревич, С. В. Соловьева // Вопросы экономики. – 2015. – № 1. – С. 147–160.
- 21) Бобылева, А. З. Модернизация института банкротства как ключевой фактор повышения эффективности рыночной экономики / А. З. Бобылева // Вестник МГУ. – Серия 21: Управление (государство и общество). – 2010. – № 3. – С. 39–60.

- 22) Бобылева, А. З. О концепции проведения арбитражным управляющим анализа финансово-экономического состояния должника / А. З. Бобылева, Е. Н. Жаворонкова, О. А. Львова, М. Г. Холина // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2015. – № 10. – С. 71–79.
- 23) Бобылева, А. З. Проект федерального стандарта проведения арбитражным управляющим анализа финансового состояния должника / А. З. Бобылева // Эффективное антикризисное управление. – 2016. – № 2. – С. 43–47.
- 24) Бобылева, А. З. Формирование системы стабилизационных и антикризисных мер на федеральном и региональном уровне в современной России / А. З. Бобылева, О. А. Львова // Государственное управление. – Электронный вестник. – 2016. – № 58. – С. 54–82.
- 25) Богданов, А. А. Тектология: (Всеобщая организационная наука). – В 2-х кн.: Кн. 2 / Редкол. Л. И. Абалкин (отв. ред.) и др. / Отд-ние экономики АН СССР. Ин-т экономики АН СССР. – М.: Экономика, 1989. – 351 с.
- 26) Боди, З. Финансы / З. Боди, Р. Мертон: пер. с англ. – М.: ООО «И. Д. Вильямс», 2007. – 592 с.
- 27) Боди, Ц. Инвестиции: Учебник / Ц. Боди, А. Кейн, А. Дж. Маркус / пер. с англ. Е. Мельник. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2013. – 993.
- 28) Болдырева, Н. Б. Кризис на фондовом рынке: сущность и формы проявления в российской экономике / Н. Б. Болдырева, А. А. Парфенов // Вестник Тюменского государственного университета. Социально-экономические и правовые исследования. – 2014. – № 11. – С. 78–85.
- 29) Болдырева, Н. Б. Ранняя диагностика кризисных явлений на фондовом рынке / Н. Б. Болдырева, А. А. Парфенов // Деньги и кредит. – 2015. – № 8. – С. 71–74.
- 30) Болдырева, Н. Б. Система индикаторов кризисных явлений на российском фондовом рынке: динамика и опережающие свойства / Н. Б. Болдырева, А. А. Парфенов // Известия Уральского государственного экономического университета. – 2013. – № 3-4. – С. 52–60.
- 31) Большой толковый словарь русского языка / Гл. ред. С. А. Кузнецов. – СПб.: Норинт, 2004. – 1536 с.

- 32) Большой энциклопедический словарь. – 2-е изд, перераб. и доп. – М.: Большая Российская энциклопедия, СПб: Норинт, 2004. – 1456 с.
- 33) Борисов, Ю. Долги наши тяжкие: проблема банкротства физических лиц / Ю. Борисов // Слияния и поглощения. – 2003. – № 2. – С. 78–79.
- 34) Бородкин, К. В. Комплексные методы финансовой диагностики: монография / К. В. Бородкин / Под науч. ред. А. Н. Гавриловой. – Воронеж: Тип. ВГУ, 2002. – 183 с.
- 35) Браславская, М. Охота на «недоимца» или захват собственности через процедуры банкротства / М. Браславская // Слияния и поглощения. – 2004. – № 7-8. – С. 37–41.
- 36) Бригхем, Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент / Ю. Бригхем, Л. Гапенски. – Полный курс: В 2-х т. / Пер. с англ. под ред. В.В. Ковалева. – СПб.: Институт «Экономическая школа», 2004. – Т. 1, 2. – XXX + 497 с.; 669 с.
- 37) Бурлачков, В. Турбулентность экономических процессов: теоретические аспекты / В. Бурлачков // Вопросы экономики. – 2009. – № 11. – С. 90–97.
- 38) Валдайцев, С. В. Денежные потоки в оценке и управлении стоимостью компании / С. В. Валдайцев // Вестник Санкт-Петербургского университета. – Серия 5: Экономика. – 2009. – № 3. – С. 105–123.
- 39) Ван Хорн, Дж. К. Основы финансового менеджмента / Дж. К. Ван Хорн, Дж. М. Вахович мл. – 12-е изд.: Пер. с англ. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2008. – 1232 с.
- 40) Витрянский, В. В. Реформа не состоялась? / В. В. Витрянский // Экономика и жизнь. – 2002. – № 28. – С. 2–3.
- 41) Волженкин, Б. В. Преступления в сфере экономической деятельности (экономические преступления) / Б. В. Волженкин. – 2-е изд. – СПб.: Изд-во «Юридический центр Пресс», 2002. – 641 с.
- 42) Волынский, В. Ю., Лебедева Р.Г. Современное состояние теории и практики оценки финансовой устойчивости предприятия / В. Ю. Волынский, Р. Г. Лебедева // Сборник научных трудов вузов России «Проблемы экономики, финансов и управления производством». – 2012. – № 31. – С. 12–16.

- 43) Воронова, Н. С. Актуальные вопросы корпоративных финансов: диагностика эмитентов / Н. С. Воронова, И. А. Дарушин, Н. А. Львова; отв. ред. Н. С. Воронова. – СПб.: НПК «РОСТ», 2012. – 142 с.
- 44) Временные правила проверки арбитражным управляющим наличия признаков фиктивного и преднамеренного банкротства [Электронный ресурс]: [утв. постановлением Правительства Рос. Федерации от 27 дек. 2004 г. № 855]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=51004&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.2931085102197375#0>.
- 45) Выборова, Е. Н. Финансовая диагностика на уровне субъекта хозяйствования / Е. Н. Выборова [Электронный ресурс] // Проблемы современной экономики. – 2004. – № 3. – Режим доступа: <http://www.m-economy.ru/art.php?nArtId=488>
- 46) Выборова, Е. Н. Финансовая диагностика: вопросы методологии / Е. Н. Выборова // Вестника Санкт-Петербургского университета. – Серия 5: Экономика. – 2004. – № 4. С. 100–114.
- 47) Галкина, Е. В. Финансовая диагностика: понятие, область применения, принципиальная структура методического аппарата / Е. В. Галкина // Вестник ОрелГИЭТ. – 2010. – № 4. – С. 5–11.
- 48) Гамбаров, Г. М. Методы построения сводных показателей / Г. М. Гамбаров / Пантина И. В., Гамбаров Г. М., Павшок О. В., Мусаева М. У., Моисеев С. Р., Снегова Е. А., Марков К. В. Макропруденциальная политика // Деньги и кредит. – 2013. – № 9. – С. 58–60.
- 49) Гладков, И. В. Формирование и развитие обеспечения системы финансовой устойчивости предприятий / И. В. Гладков. – Дисс. ... докт. экон. наук: 08.00.10. – М., 2015. – 353 с.
- 50) Глухова, Е. В. Концепция жизненных циклов: необходимо ли ее понимание и применение финансистами на российском рынке / Е. В. Глухова // Корпоративные финансы. – 2007. – № 4. – С. 111–117.
- 51) Год освобождения / Толкование Библии [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://otveti.org/tolkovanie-biblii/vtorozakonie/15/>.

- 52) Годовой Отчет Банка России за 2014 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.cbr.ru/publ/god/ar_2014.pdf
- 53) Головачев, В. Банкротство по заказу: интервью Т. Трефиловой / В. Головачев // Труд. – 23.08.2001. – Режим доступа: http://www.trud.ru/article/23-08-2001/28767_bankrotstvo_po_zakazu/print.
- 54) Головин, М. Ю. Взаимодействие финансовых систем стран СНГ / М. Ю. Головин. – СПб.: Алтейя, 2010. – 224 с.
- 55) Гордеева, О. Е. Исламская финансовая система / О. Е. Гордеева, Н. А. Львова // Вестник СПбГУ. – Серия 5: Экономика. – 2009. – № 3. – С. 124–133.
- 56) Гражданский кодекс Российской Федерации (часть вторая) [Электронный ресурс]: [федер. Закон Рос. Федерации от 26 янв. 1996 г. № 14-ФЗ: принят Гос. Думой 22 дек. 1995 г.: по состоянию на 12 дек. 2016 г.]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=198256&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.5094092421446241#0>.
- 57) Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) [Электронный ресурс]: [федер. Закон Рос. Федерации от 30 ноябр. 1994 г. № 51-ФЗ: принят Гос. Думой 21 окт. 1994 г.: по состоянию на 12 дек. 2016 г.]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=209986&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.13468402303245863#0>.
- 58) Графский, В. Г. Пятикнижие Моисея в истории права и правоведения / В. Г. Графский / Философия права пятикнижия / под ред. А. А. Гусейнова, Е. Б. Рашковского; сост. П. Д. Баренбойм: сборник статей. – М.: Издательство «ЛУМ», 2012. – С. 31–46 (576 с.).
- 59) Грачев, А. В. Финансовая устойчивость предприятия: критерии и методы оценки в рыночной экономике: учебное пособие / А. В. Грачев. – 3-е изд., перераб. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2010. – 400 с.
- 60) Гречишкин, А. Лжебанкротство / А. Гречишкин, В. Плотников // Хозяйство и право. – 1999. – № 12. – С. 40–47.
- 61) Григорьев, Л. Теория цикла под ударом кризиса / Л. Григорьев, А. Иващенко // Вопросы экономики. – 2010. – № 10. – С. 1–25.

- 62) Грицаюк, О. Ю., Пряжникова Ю.А. Инфраструктура финансового рынка / О. Ю. Грицаюк, Ю. А. Пряжникова // Деньги и кредит. – 2013. – № 12. – С. 66–68.
- 63) Давыдова, Г. В. Методика количественной оценки риска банкротства предприятия / Г. В. Давыдова, А. Ю. Беликов // Управление риском. – 1999. – № 3. – С. 13–20.
- 64) Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран: пер. с англ. – 9-е изд., перераб. и доп. – М.: Альпина Паблишер, 2016. – 1316 с.
- 65) Дамодаран, А. Стратегический риск-менеджмент: принципы и методики / А. Дамодаран: пер. с англ. – М.: ООО «Вильямс», 2010. – 496 с.
- 66) Данилова, Ю. А. Моделирование прогнозирования банкротства предприятий обрабатывающего производства / Ю. А. Данилова // Аудит и финансовый анализ. – 2011. – № 1. – С. 107–113.
- 67) Дарушин, И. А. Оценка эффективности российского финансового рынка непараметрическим методом / И. А. Дарушин, Н. А. Львова // Финансы и кредит. – 2014. – № 48. – С. 14–24.
- 68) Дарушин, И. А. Российские эмитенты: вызовы формирующегося рынка / И. А. Дарушин, Н. А. Львова // Финансы и кредит. – 2014. – № 10. – С. 42–50.
- 69) Декрет ВЦИК и СНК РСФСР от 28 ноябр. 1927 г. № 123 // Собр. узаконений РСФСР. – 1927. – Ст. 830.
- 70) Доклад об экономике России [Электронный ресурс]. – 2012. – № 27. – Режим доступа: <http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/document/rer-27-march2012-rus.pdf> .
- 71) Доклады по вопросам глобальной финансовой стабильности (Global Financial Stability Reports, GFSR) [Электронный ресурс]. – Washington, DC: The International Monetary Fund. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/index.htm> .
- 72) Дроздова, Н. П. Экономическая политика государства и формирование инвестиционного климата: опыт России конца XIX – начала XX вв. / Н. П. Дроздова, И. Г. Кормилицына. – Научный доклад № 8 (R)–2010. – СПб.: ВШМ СПбГУ, 2010. – 62 с.

- 73) Евсюкова, М. А. Финансовая диагностика в условиях антикризисного управления / М. А. Евсюкова // Учет и статистика. – 2005. – № 7. – С. 149–154.
- 74) Егоров, В. Н. Концепция антикризисного управления промышленным предприятием в процедурах банкротства / В. Н. Егоров, М. В. Чернова // Финансы и кредит. – 2013. – № 24. – С.58–67.
- 75) Единый федеральный реестр сведений о банкротстве [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://bankrot.fedresurs.ru> .
- 76) Ендовицкий, Д. А. Методика внешнего анализа инвестиционной привлекательности организации – эмитента ценных бумаг / Д. А. Ендовицкий, В. А. Бабушкин // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2008. – № 4. – С 62–68.
- 77) Ендовицкий, Д. А. Методика внешнего анализа инвестиционной привлекательности организации – эмитента ценных бумаг / Д. А. Ендовицкий, В. А. Бабушкин // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2008. – № 5. – С 84–88.
- 78) Ермолаев, Е. А. Теоретические аспекты определения понятия «финансовая система» / Е. А. Ермолаев, Ю. С. Завьялов // Деньги и кредит. – 2014. – № 7. – С. 63–72.
- 79) Жданов, В. Ю. Модель диагностики риска банкротства предприятий авиационно-промышленного комплекса / В. Ю. Жданов, О. А. Афанасьева // Корпоративные финансы. – 2011. – № 4. – С. 77–89.
- 80) Жукова, Т. В. Структура собственности на финансовом рынке в странах с неоконтинентальной моделью / Т. В. Жукова // Финансы и кредит. – 2015. – № 35. – С. 2–11.
- 81) Зайцева, О. П. Антикризисный менеджмент в российской фирме / О. П. Зайцева // Аваль. (Сибирская финансовая школа). – 1998. – № 11-12. – С. 66–73.
- 82) Зайцева, О. П. Оценка несостоятельности организации на основе финансовой (бухгалтерской) отчетности (на примере предприятий авиатранспорта) /

- О. П. Зайцева, А. И. Савина // Сибирская финансовая школа. – 2005. – № 4. – С. 27–34.
- 83) Зайцева, О. П. Эволюция подходов к диагностике банкротства (в свете воззрений профессора Р. М. Гусейнова) / О. П. Зайцева // Сибирская финансовая школа. – 2016. – № 3. – С. 3–8.
- 84) Законы вавилонского царя Хаммурапи [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.hist.msu.ru/ER/Text/hammurap.htm>
- 85) Законы об отдельных годах / Толкование Библии [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://otveti.org/tolkovanie-biblii/levit/25/>
- 86) Зубов, В. «Белые слоны» российской экономики: на что государство тратит деньги / В. Зубов, В. Иноземцев [Электронный ресурс] // РБК. – 31 авг. 2015. – Режим доступа: <http://www.rbc.ru/opinions/economics/31/08/2015/55e446e69a79477cb07ce9b2>.
- 87) Зубов, В. Суррогатная инвестиционная система / В. Зубов, В. Иноземцев // Вопросы экономики. – 2015. – № 3. – С. 76–86.
- 88) Иванов, В. В. Внешние источники финансирования российских предприятий / В. В. Иванов, Н. В. Бушуева // Вестник Санкт-Петербургского университета. – Серия 5: Экономика. – 2007. – № 1. – С. 96–107.
- 89) Иванов, В. В. Корпоративное финансовое планирование / В. В. Иванов, Н. Н. Цытович. – СПб.: БАН, Нестор-история, 2009. – 332 с.
- 90) Иванов, В. В. Развитие инфраструктуры финансового рынка Российской Федерации / В. В. Иванов, Р. К. Нурмухаметов // Проблемы современной экономики. – 2013. – № 4. – С. 206–209.
- 91) Иванов, В. В. Российские особенности мирового финансового кризиса // Вестник Санкт-Петербургского университета. – Серия 5: Экономика. – 2009. – № 2. – С. 3 – 11.
- 92) Иванов, В. В. Теория и практика заемного финансирования предприятий / В. В. Иванов, А. А. Алексашина // Финансовый мир. Вып. 5 / Под ред. В. В. Иванова и Е. А. Почиковской. – М.: Проспект, 2014. – С. 92–100.

- 93) Иванов, В. В. Финансовая система: сущность, подсистемы, сферы, звенья / Финансы: учебник / С. А. Белозеров, Г. М. Бродский, С. Г. Горбушина [и др.]; отв. ред. В. В. Ковалев. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Проспект, 2014. – С. 20–27.
- 94) Иванов, В. В. Функционирование финансовых рынков: организационно-правовые аспекты / В. В. Иванов // Проблемы теории и практики управления. – 2014. – № 6. – С. 73–79.
- 95) Ивашковская, И. В. Жизненный цикл организации и агрегированный показатель роста / И. В. Ивашковская, Д. О. Янгель // Корпоративные финансы. – 2007. – № 4. – С. 97–110.
- 96) Ивашковская, И. В. Становление корпорации в контексте жизненного цикла организации / И. В. Ивашковская, Г. Н. Константинов, С. Р. Филонович // Российский журнал менеджмента. – 2004. – № 4. – С. 19–34.
- 97) Измалков, С. Теория экономических механизмов (Нобелевская премия по экономике 2007 г.) / С. Измалков, К. Сонин, М. Юдкевич // Вопросы экономики. – 2008. – № 1. – С. 4–26.
- 98) Институт банкротства: становление, проблемы, направления реформирования / Радыгин А. Д. (рук. авт. колл.), Гонтмахер А. Е., Кузык М. Г., Межероупс И. В. [и др.]. – М.: ИЭПП, 2005. – 432 с.
- 99) Информационные агентства, аккредитованные на проведение действий по раскрытию информации о ценных бумагах и об иных финансовых инструментах [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.cbr.ru/finmarkets/print.aspx?file=files/issue/inf_openers_2.htm&pid=issue&sid=itm_59705.
- 100) Информация о связанных сторонах [Электронный ресурс]: [положение по бухгалтерскому учету (ПБУ 11/2008): утв. приказом Минфина России от 29 апр. 2008 г. № 48н; по состоянию на 12 дек. 2016 г.]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=179208&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.9320819017233191#0>.
- 101) Информация об аффилированных лицах [Электронный ресурс]: [положение по бухгалтерскому учету (ПБУ 11/2000): утв. приказом Минфина России от 13 янв.

2000 г. № 5н: по состоянию на 12 дек. 2016 г. (утратило силу)]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=31504&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.10072510634556386#0> .

102) Калиниченко, Е. А. Защита должника при несостоятельности (банкротстве) в Великобритании, США, Германии, Франции и России / Е. А. Калиниченко // Вестник ВАС. – 2000. – № 9. – С. 114–124.

103) Кальварский, Г. В. Становление института банкротства в России / Г. В. Кальварский // Вестник Санкт-Петербургского университета. – Серия 5: Экономика. – 2006. – № 3. – С. 81–89.

104) Кальварский, Г. В. Финансовая диагностика кризисного предприятия / Г. В. Кальварский, Н. А. Львова // Эффективное антикризисное управление. – 2012. – № 3. – С. 94–103.

105) Кальварский, Г. В. Финансовая диагностика преднамеренного банкротства / Г. В. Кальварский, Н. А. Львова // Эффективное антикризисное управление. – 2013. – № 4. – С. 50–59.

106) Канаев, А. В. Исторические корни устойчивого банкинга / А. В. Канаев, О. А. Канаева // Финансы и кредит. – 2015. – № 6. – С. 16–26.

107) Карелина, С. А. Механизм правового регулирования отношений несостоятельности / С. А. Карелина. – М.: Волтерс Клувер, 2008.

108) Квинт, В. Глобальный формирующийся рынок – влияние на стратегию России и стратегическое развитие российских компаний / В. Квинт // Эффективное антикризисное управление. – 2012. – № 3. – С. 50–61.

109) Квинт, В. Стратегическое управление и экономика на глобальном формирующемся рынке / В. Квинт. – М.: Бизнес Атлас, 2012. – 627 с.

110) Ключевский, В. О. Краткое пособие по русской истории / В. О. Ключевский. – М.: Рассвет, 1992. – 192 с.

111) Ключников, И. К. Экономическая наука и финансовый кризис / И. К. Ключников, О. А. Молчанова // Экономика и управление. – 2012. – № 3. – С. 18–24.

- 112) Ковалев, В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика: монография / В. В. Ковалев. – М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2007. – 1016 с.
- 113) Ковалев, В. В., Ковалев Вит. В. Финансовая отчетность и ее анализ (основы балансоведения): учеб. пособие / В. В. Ковалев, Вит. В. Ковалев. – М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2007. – 432 с.
- 114) Кован, С. Е. Проблемы развития реабилитационного потенциала института банкротства / С. Е. Кован // Эффективное антикризисное управление. – 2014. – № 2. – С. 64–75.
- 115) Кован, С. Е. Системные проблемы банкротства в России / С. Е. Кован, Н. В. Коцюба, А. Н. Ряховская // Эффективное антикризисное управление. – 2014. – № 4. – С. 56–63.
- 116) Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях [Электронный документ]: [федер. закон Рос. Федерации от 30 дек. 2001 г. № 195-ФЗ: принят Гос. Думой 20 дек. 2001 г.; одобрен Советом Федерации 26 дек. 2001 г.; по состоянию на 12 дек. 2016 г.]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=210056&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.10277279927495919#0> .
- 117) Коласс, Б. Управление финансовой деятельностью предприятия: проблемы, концепции и методы: учебное пособие / Б. Коласс: пер. с фр. под ред. Я. В. Соколова. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1997. – 576 с.
- 118) Колб, Б. И. Состав преступления и понятие банкротства / Б. И. Колб // Законность. – 1998. – № 1. – С. 47.
- 119) Колышкин А. В. Прогнозирование развития банкротства в современной России / А. В. Колышкин: Дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.05. – М.: РГБ, 2003 (Из фондов Российской государственной библиотеки). – 130 с.
- 120) Комментарий к Гражданскому кодексу Российской Федерации части первой: Постатейный / Авт. колл. Г. Е. Авилов, В. В. Безбах, М. И. Брагинский [и др.]; Отв. ред. О. Н. Садилов. – 3-е изд., испр., доп. и перераб. с использованием судебно-арбитражной практики. – М.: Юридическая фирма «Контракт»; Инфра-М, 2007. – Режим доступа: http://www.pravo.vuzlib.org/book_z1861_page_11.html .

- 121) Конт-Спонвиль, А. Философский словарь / А. Конт-Спонвиль: пер. с фр. Е. В. Головиной. – М.: Этерна, 2012. – 752 с.
- 122) Концептуальные основы финансовой отчетности [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.minfin.ru/ru/performance/accounting/mej_standart_fo/docs/
- 123) Кормилицына, И. Г. Финансовая стабильность: сущность, факторы, индикаторы / И. Г. Кормилицына // Финансы и кредит. – 2011. – № 35. – С. 44–54.
- 124) Короткова, М. В. Вопросы повышения финансовой устойчивости промышленных предприятий акционерного типа / М. В. Короткова, С. О. Никитина // Симбирский научный вестник. – 2011. – №4. – С. 141–145.
- 125) Кочетков, Е. П. Финансово-экономическая устойчивость: теоретические аспекты оценки и управления / Е. П. Кочетков // Эффективное антикризисное управление. – 2011. – № 2. – С. 116–120.
- 126) Кочетков, Е. П. Финансово-экономический анализ промышленной организации в системе антикризисного управления: сущность и особенности / Е. П. Кочетков // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2014. – № 25. – С. 50–63.
- 127) Кочетков, Е. П. Формирование механизма и методики разработки плана восстановления платежеспособности организации как фактор повышения эффективности функционирования института банкротства в России / Е. П. Кочетков // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2015. – № 17. – С. 11–26.
- 128) Кошеварова, Э. Р. Экономическое поведение хозяйствующих субъектов: антология подходов / Э. Р. Кошеварова // Проблемы современной экономики. – 2008. – № 3. – С. 140–144.
- 129) Кравцов, Н. А. Концепция институтов и институциональных изменений Дугласа Норта: глазами теоретика права / Н. А. Кравцов // TERRA ECONOMICUS (Экономический вестник Ростовского государственного университета). – 2009. – № 1. – С. 136–141.
- 130) Кравченко, Е. Половина банкротств в России «заказаны» конкурентами: интервью руководителя ФСФО России Трефиловой Т. И. / Е. Кравченко,

А. Тихонов [Электронный ресурс] // Известия. – 24 дек. 2003. – Режим доступа: <http://izvestia.ru/news/2852844>

131) Крутин, Ю. В. Оценка финансовой устойчивости промышленного предприятия / Ю. В. Крутин // Вестник Удмуртского университета. – 2012. – Вып. 2-2. – С. 82–84.

132) Круш, З. А. Анализ взаимосвязи глубины кризиса и опасности банкротства предприятий / З. А. Круш, Л. В. Лущикова // Экономический анализ: теория и практика. – 2008. – № 21. – С. 39–43.

133) Кувалин, Д. Б. Российские предприятия в конце 2013 г.: реакция на вступление в ВТО и снижение темпов экономического роста / Д. Б. Кувалин, А. К. Моисеев // Проблемы прогнозирования. – 2014. – № 3. – С. 115–130.

134) Кувалин, Д. Б. Российские предприятия в конце 2014 г.: адаптация к кризисным явлениям в национальной экономике и взгляды на последствия экономических санкций / Д. Б. Кувалин, А. К. Моисеев // Проблемы прогнозирования. – 2015. – № 3. – С. 128–145.

135) Куран, Т. Исламская экономическая мысль и исламская экономика / Т. Куран // Христианство и Ислам об экономике / Под ред. М. А. Румянцева, Д. Е. Раскова. – СПб., 2008. – С. 279–304.

136) Кутер, М. И. Институт несостоятельности в России: исторический аспект / М. И. Кутер, Д. В. Луговской, Р. А. Тхагапсо // Экономический анализ: теория и практика. – 2008. – № 3. – С. 2–10.

137) Лавизина, О. В. Некоторые аспекты управления жизненным циклом организации, понимаемой как социальная система / О. В. Лавизина // Менеджмент в России и за рубежом. – 2003. – № 5. – С. 47–60.

138) Латышева, Е. В. Сущность и содержание финансовой диагностики предприятия / Е. В. Латышева // Социальная политика и социология. – 2010. – № 6. – С. 139–141.

139) Лобанова, М. А. Финансовая стабильность / М. А. Лобанова / Моисеев С. Р., Лобанова М. А. Концепция макропруденциальной политики // Деньги и кредит. – 2013. – № 7. – С. 5–6.

- 140) Ловенштейн, Р. Когда гений терпит поражение. Взлет и падение компании Long-Term Capital Investment, или как один небольшой банк создал дыру в 1 триллион долларов / Р. Ловенштейн / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2006. – 416 с.
- 141) Лукасевич, И. Я. Анализ денежных потоков как инструмент принятия решений в бизнесе / И. Я. Лукасевич // Финансы. – 2016. – № 7. – С. 47–51.
- 142) Лукасевич, И. Я. Применение показателей добавленной стоимости при оценке инвестиционных проектов // Экономика. Налоги. Право. – 2013. – № 3. – С. 72–79.
- 143) Львова, Н. А. Банкротство как вызов экономической безопасности российских предприятий / Н. А. Львова, Г. В. Кальварский // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. – 2016. – № 1. – С. 89–97.
- 144) Львова, Н. А. Банкротство фирмы в представлениях финансовой науки / Н. А. Львова // Финансы и бизнес. – 2012. – № 1. – С. 127–134.
- 145) Львова, Н. А. Концепция сравнительной оценки финансовых систем / Н. А. Львова // Актуальные проблемы экономики. – 2016. – № 6. – С. 308–316.
- 146) Львова, Н. А. Методология оценки добавленной рентабельности в целях мониторинга финансовой стабильности / Н. А. Львова // Экономика и экологический менеджмент. – 2016. – № 3. – С. 36–41.
- 147) Львова, Н. А. Особенности исламского налогообложения в условиях современной финансовой системы / Н. А. Львова, Н. В. Покровская // Финансы и кредит. – 2015. – № 8. – С. 31–40.
- 148) Львова, Н. А. Особенности финансового анализа в условиях неплатежеспособности / Н. А. Львова, М. С. Семенова // Финансовый мир. Вып. 5 / Под ред. В. В. Иванова и Е. А. Почиковской. – М.: Проспект, 2014. – С. 119–122.
- 149) Львова, Н. А. Потенциал субъективного фактора в финансовых исследованиях / Н. А. Львова / Устойчивое развитие: общество и экономика: Материалы III Международной научно-практической конференции «Устойчивое развитие: общество и экономика» 20-23 апреля 2016 г. / Ред. колл.: О. Л. Маргания, С. А. Белозеров [и др.]. – СПб.: Скифия-принт, 2016. – С. 460 – 461.

- 150) Львова, Н. А. Преднамеренное банкротство российских предприятий: особенности финансовой диагностики в условиях конкурсного процесса / Н. А. Львова // Финансы. Деньги. Инвестиции. – 2014. – № 2. – С. 21–28.
- 151) Львова, Н. А. Преднамеренное банкротство: экономическое содержание и финансовый механизм / Н. А. Львова // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 5: «Экономика». – 2006. – № 3. – С. 90–100.
- 152) Львова, Н. А. Роль проф. Я. В. Соколова в концепции корпоративной финансовой диагностики / Н. А. Львова / Бухгалтерский учет: взгляд из прошлого в будущее. – Тезисы докладов Международной научной конференции II Соколовские чтения / Под ред. В. В. Ковалева, В. Я. Соколова, Д. А. Львовой. – С. 442–445.
- 153) Львова, Н. А. Сущность и признаки банкротства фирмы / Н. А. Львова // Финансовый мир. Вып. 4 / Под ред. В. В. Иванова и А. В. Канаева. – М.: Проспект, 2013. – С. 170–178.
- 154) Львова, Н. А. Теория и практика банкротства российских предприятий / Н. А. Львова, Н. С. Лесникова // Финансовый мир. Вып. 5 / под ред. В. В. Иванова и Е. А. Почиковской. – М.: Проспект, 2014. – С. 110–118.
- 155) Львова, Н. А. Феномен кризиса в представлениях экономической науки: ожидаемая закономерность или непредсказуемый шок? / Н. А. Львова, Н. С. Семенович // Финансы и кредит. – 2015. – № 21. – С. 29 – 30.
- 156) Львова, Н. А. Финансовая диагностика предприятия / Н. А. Львова / Под ред. В. В. Иванова. – М.: Проспект, 2015. – 304 с.
- 157) Львова, Н. А. Финансовая диагностика российских предприятий с применением модели Альтмана для развитых и формирующихся рынков / Н. А. Львова // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2015. – № 7. – С. 37–45.
- 158) Львова, Н. Признаки несостоятельности в российском законодательстве о банкротстве / Н. Львова // Юрист и бухгалтер. – 2003. – № 1. – С. 73–76.
- 159) Львова, Н. А. Особенности финансовой диагностики российских эмитентов // Экономика и управление. – 2014. – № 7. – С. 54–58.

- 160) Лялин, В. А. Российский рынок ценных бумаг: основные этапы и тенденции развития / В. А. Лялин // Проблемы современной экономики. – 2012. – № 2. – С. 182–186.
- 161) Малышев, К. И. Исторический очерк конкурсного процесса. Сочинение Кронида Малышева / К. И. Малышев. – СПб.: тип. т-ва «Общественная польза», 1871. – 460 с.
- 162) Манушин, Д. В. Новый взгляд на понятие «кризис» / Д. В. Манушин // Экономический анализ: теория и практика. – 2013. – № 15. – С. 17–24.
- 163) Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 7 «Финансовые инструменты: раскрытие информации», введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 25.11.2011 № 160н.
- 164) Методика оценки надежности российских предприятий на основании официальных данных консолидированного баланса и прочей косвенной информации, разработанная авторским коллективом под руководством Валдайцева С. В. при участии специалистов Информационно-консультационного центра Санкт-Петербургской торгово-промышленной палаты, 2004 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://nwsa.ru/spec/method/rus_pr.
- 165) Методические рекомендации по проведению финансово-экономической экспертизы, назначенной в ходе предварительного следствия, судебного разбирательства уголовных дел, возбужденных по признакам преступления, предусмотренного статьей 196 УК РФ; Методические рекомендации для специалистов, привлекаемых к участию в процессуальных действиях в порядке, установленном УПК РФ, при проверке следователем сообщения о преступлении, предусмотренном статьей 196 УК РФ [Электронный документ]: [утв. приказом Минэкономразвития РФ от 5 февр. 2009 г. № 35]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=87979&fld=134&dst=100008,0&rnd=0.9145750023768859#0> .
- 166) Методические рекомендации ФСДН по проведению экспертизы о наличии (отсутствии) признаков фиктивного или преднамеренного банкротства [Электронный документ]: [утв. распоряжением ФСДН России от 8 окт. 1999 г.

- № 33-р (утратили силу)]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=25758&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.5091577298064573#0> .
- 167) Методологический комментарий к платежному балансу Российской Федерации [Электронный ресурс]. – Банк России. – 6 с. – Режим доступа: https://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/bop/meth_com_bop.pdf .
- 168) Миркин, Я. М. «Финансовая глубина» экономики и капитализация рынка акций / Я. М. Миркин // Рынок ценных бумаг. – 2002. – № 2. – С. 9–11.
- 169) Миркин, Я. М. Мировая финансовая система 2020–2030 / Я. М. Миркин. – М.: МГУ-ВЦ РАН, 2010 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.mirkin.ru/index.php?option=com_content&task=view&id=1837&Itemid=270 .
- 170) Михалев, И. Ю. Криминальное банкротство / И. Ю. Михалев. – СПб.: Юридический центр Пресс, 2001. – 217 с.
- 171) Моисеев, С. Р. Макропруденциальная политика / С. Р. Моисеев / Моисеев С. Р., Лобанова М. А. Концепция макропруденциальной политики // Деньги и кредит. – 2013. – № 7. – С. 46–47.
- 172) Моисеев, С. Р. Обзор финансовой стабильности / С. Р. Моисеев / Пантина И. В., Гамбаров Г. М., Павшок О. В., Мусаева М. У., Моисеев С. Р., Снегова Е. А., Марков К. В. Макропруденциальная политика // Деньги и кредит. – 2013. – № 9. – С. 69.
- 173) Найденов, Н. Д. Инструменты повышения финансовой устойчивости предприятия в условиях его банкротства / Н. Д. Найденов, А. В. Румянцев, Л. Г. Лиханова: монография. – Сыктывкар, 2006. – 248 с.
- 174) Найт, Ф. Х. Риск, неопределенность и прибыль / Ф. Х. Найт [Электронный ресурс]. – М.: Дело, 2003. – Режим доступа: <http://www.bibliotekar.ru/biznes-47/9.htm>
- 175) Национальный рейтинг состояния инвестиционного климата в субъектах РФ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://asi.ru/investclimate/rating/> .
- 176) Негашев, Е. В. Аналитическое моделирование финансового состояния компании: монография / Е. В. Негашев. – М.: ИНФРА-М, 2014. – 186 с.

- 177) Некоторые подходы к разработке системы индикаторов мониторинга финансовой стабильности / Дробышевский С.М. (рук. авт. коллектива) [и др.]. – М.: ИЭПП, 2006. – 305 с.: ил.
- 178) Новая философская энциклопедия [Электронный ресурс]. В 4 т. / Ин-т философии РАН; Нац. обществ.-науч. фонд; Предс. научно-ред. совета В. С. Степин. – 2-е изд., испр. и доп. – М.: Мысль, 2010. – Режим доступа: <http://iph.ras.ru/elib/2200.html>
- 179) Норт, Д. К. Институты и экономический рост: историческое введение / Д. К. Норт // THESIS. – 1993. – Вып. 2. – С. 69–91.
- 180) Норт, Д. Насилие и социальные порядки. Концептуальные рамки для интерпретации письменной истории человечества / Д. Норт, Д. Уоллис, Б. Вайнгаст / Пер. с англ. Д. Узланера, М. Маркова, Д. Раскова, А. Расковой. – М.: Изд. Института Гайдара, 2013. – 480 с.
- 181) О бухгалтерском учете [Электронный ресурс]: [федер. закон Рос. Федерации от 06 дек. 2011 г. № 402-ФЗ: принят Гос. Думой 22 ноябр. 2011 г.; одобр. Советом Федерации 29 ноябр. 2011 г.: по состоянию на 12 дек. 2016 г.]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=198265&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.37614499479690267#0> .
- 182) О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации [Электронный ресурс]: [федер. закон Рос. Федерации от 28 апр. 2009 г. № 73-ФЗ: принят Гос. Думой 17 апр. 2009 г.; одобр. Советом Федерации 22 апр. 2009 г.: по состоянию на 12 дек. 2016 г.]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=173458&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.31279224298992503#0> .
- 183) О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации [Электронный ресурс]: [федер. закон Рос. Федерации от 29 июня 2015 г. № 186-ФЗ: принят Гос. Думой 10 июня 2015 г.; одобр. Советом Федерации 24 июня 2015 г.]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=181861&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.37597073088361554#0> .

184) О некоторых мерах по реализации законодательства о банкротстве [Электронный ресурс]: [постановление Правительства Рос. Федерации от 20 мая 1994 г. № 498: по состоянию на 12 дек. 2016 г. (утратило силу)]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=39034&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.754024166712584#0> .

185) О несостоятельности (банкротстве) предприятий [Электронный ресурс]: [закон Рос. Федерации от 19 ноябр. 1992 г. № 3929-1 (утратил силу)]. – Режим доступа:

<http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=1250&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.22838233308232403#0> .

186) О несостоятельности (банкротстве) [Электронный ресурс]: [федер. закон Рос. Федерации 26 окт. 2002 г. № 127-ФЗ: принят Гос. Думой 27 сент. 2002 г.; одобрен Советом Федерации 16 окт. 2002 г.: по состоянию на 12 дек. 2016 г.]. – Режим доступа:

<http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=201197&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.6200816476968594#0> .

187) О несостоятельности (банкротстве) [Электронный ресурс]: [федер. закон Рос. Федерации от 08 янв. 1998 г. № 6-ФЗ: принят Гос. Думой 10 дек. 1997 г.; одобрен Советом Федерации 24 дек. 1997 г.: по состоянию на 12 дек. 2016 г. (утратил силу)].

– Режим доступа:
<http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=36045&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.21557202047928614#0> .

188) О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг [Электронный ресурс]: [положение Банка России от 30 дек. 2014 г. № 454-П: по состоянию на 12 дек. 2016 г.]. – Режим доступа:
<http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=199484&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.05168532040726692#0> .

189) Обзоры финансовой стабильности Центрального Банка Российской Федерации [Электронный ресурс]. – Режим доступа:
http://www.cbr.ru/publ/?PrId=stability&pid=fin_stab&sid=ITM_31265 .

- 190) Ожегов, С. И. Толковый словарь русского языка / С. И. Ожегов, Н. Ю. Шведова [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ozhegov.com/> .
- 191) Основные понятия системы национальных счетов [Электронный ресурс] // Методологические положения по статистике. Вып. 1, 2, 3, 4, 5. – Росстат. – Режим доступа: http://www.gks.ru/bgd/free/B99_10/IssWWW.exe/Stg/d000/i000310r.htm .
- 192) Отчеты о глобальной конкурентоспособности (The Global Competitiveness Reports, GCR) [Электронный ресурс]. – Geneva: The World Economic Forum. – Режим доступа: <https://www.weforum.org/reports> .
- 193) Отчеты по финансовому развитию (The Financial Development Reports, FDR) [Электронный ресурс]. – Geneva, NY: World Economic Forum. – Режим доступа: <https://www.weforum.org/reports> .
- 194) Палий, В. Ф. Международные стандарты учета и финансовой отчетности: учебник / В. Ф. Палий. – 3-е изд., испр. и доп. – М.: ИНФРА-М, 2008. – 512 с.
- 195) Парфенов, А. А. Совершенствование методики диагностики кризисных явлений на российском фондовом рынке: диссертация ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Парфенов А. А. – Екатеринбург: Институт экономики УрО РАН – ФГБУН, 2015. – 227 с.
- 196) Пачоли, Л. Трактат о счетах и записях / Л. Пачоли [Электронный ресурс]: научное электронное издание / пер. и ред. проф. М. И. Кутера. – Майкоп: ЭЛИТ, 2015. – 305 с.
- 197) Погореленко, Н. П. Стабильность банковской системы как совокупность стабильностей отдельных микроситуаций в ее функционировании и развитии / Н. П. Погореленко // Актуальные проблемы экономики. – 2015. – № 3. – С. 345–356.
- 198) Погостинская, Н. Н. «Золотое правило» управления предприятием / Н. Н. Погостинская, Ю. А. Погостинский // Ученые записки Международного банковского института. – 2014. – № 8-1. – С. 242–251.
- 199) Погостинская, Н. Н. «Золотое правило» финансовой устойчивости предприятия / Н. Н. Погостинская, Ю. А. Погостинский // Ученые записки Международного банковского института. – 2014. – № 7. – С. 154–169.

- 200) Погостинская, Н. Н. Инновационный подход к оценке финансовой устойчивости предприятия / Н. Н. Погостинская, Ю. А. Погостинский, Г. А. Павлюк // Финансы. Деньги. Инвестиции. – 2013. – № 1. – С. 10–16.
- 201) Подлазов, В. А. Теория самоорганизованной критичности – наука о сложности / В. А. Подлазов [Электронный ресурс] // Будущее прикладной математики: лекции для молодых исследователей. – РАН. Ин-т прикладной математики им. М.В. Келдыша. – М.: Эдиториал УРСС, 2005. – Режим доступа: <https://mipt.ru/students/organization/mezhpr/archiv/mezhpred2/podlazov.pdf> .
- 202) Показатели финансовой устойчивости. Руководство по составлению. – Вашингтон: Международный Валютный Фонд, 2007.
- 203) Покровский, И. А. Основные проблемы гражданского права / И. А. Покровский [Электронный ресурс]. – Изд. 4-е, испр. – М.: Статут, 2003. – Режим доступа: <http://civil.consultant.ru/elib/books/23/>
- 204) Попондопуло, В. Ф. Закон «О несостоятельности (банкротстве)»: общая характеристика, комментарии / В. Ф. Попондопуло / Федеральный закон № 6-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» от 08.01.1998 (комментарии к закону). – СПб.: ТОО ТК «Петрополис», 1998. – 152 с.
- 205) Правила проведения финансового анализа для арбитражных управляющих [Электронный ресурс]: [утв. постановлением Правительства Рос. Федерации от 25 июня 2003 г. № 367]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=42901&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.03466146830399075#0> .
- 206) Пятов, М. Л. Анализ платежеспособности: предлагаемые методы / М. Л. Пятов [Электронный ресурс] // БУХ 1С. – 2011. – № 10. – Режим доступа: <http://buh.ru/articles/documents/14832/> .
- 207) Пятов, М. Л. Бухгалтерский учет и оформление договоров: практическое пособие / М. Л. Пятов. – М.: ПБОЮЛ Гриженко Е.М., 2000. – 224 с.
- 208) Пятов, М. Л. Оценка платежеспособности: терминология и показатели / М. Л. Пятов [Электронный ресурс] // БУХ 1С. – 2012. – № 4. – Режим доступа: <http://buh.ru/articles/documents/14919/> .

- 209) Пятов, М. Л. Принцип имущественной обособленности / М. Л. Пятов // БУХ 1С. – 2007. – № 5. – Режим доступа: <http://www.buh.ru/document-1076/>.
- 210) Пятов, М. Л. Теории баланса и их значение для практики / М. Л. Пятов [Электронный ресурс] // БУХ 1С. – 2006. – № 6. – Режим доступа: <http://buh.ru/articles/documents/13892/>.
- 211) Пятов, М. Л. Эволюция методологии бухгалтерского учета в рамках балансовой модели фирмы / М. Л. Пятов // Вестник Санкт-Петербургского университета. – Серия 5: Экономика. – 2014. – № 4. – С. 56–75.
- 212) Радаев, В. В. Теневая экономика в России: изменение контуров / В. В. Радаев // Pro et Contra. – 2004. – Т. 4. – № 1. – С. 5–24.
- 213) Радыгин, А. Реформирование унитарных предприятий в российской экономике: отраслевой и региональный аспекты / А. Радыгин, Г. Мальгинов, Ю. Симачев, А. Гонтмахер, А. Газетов, М. Шилкин. – М.: ИЭПП, 2004. – 284 с.
- 214) Раевич, С. И. О проекте декрета о несостоятельности / С. И. Раевич // Советское право. – 1924. – № 3. – С. 86.
- 215) Разрешение неплатежеспособности / Ведение бизнеса 2016 [Электронный ресурс]. – Всемирный банк. – Режим доступа: <http://russian.doingbusiness.org/data/exploretopics/resolving-insolvency#close;>
<http://russian.doingbusiness.org/methodology/resolving-insolvency>
- 216) Рейтинг стран / Doing Business [Электронный ресурс]. – Всемирный Банк. – Режим доступа: <http://russian.doingbusiness.org/rankings>
- 217) Романовский, М. В. Антикризисная диагностика: содержание и проблемы применения в российской федерации в современных условиях / М. В. Романовский, М. В. Утевская, А. А. Баркар // Сибирская финансовая школа: Аваль. – 2015. – № 6. – С. 3–7.
- 218) Романовский, М. В. Глобальный кризис и проблемы обеспечения устойчивости национальной финансовой системы / М. В. Романовский // Сибирская финансовая школа. – 2012. – № 4. С. 14–21.

- 219) Романовский, М. В. Факторы обеспечения устойчивости национальной финансовой системы / М. В. Романовский // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. – 2012. – № 3. – С. 15–26.
- 220) Романовский, М. В. Финансовая система и финансовая безопасность России / М. В. Романовский, Н. Г. Иванова // Балтийский экономический журнал. – 2009. – № 2. – С. 19–30.
- 221) Российский обзор экономических преступлений за 2014 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.pwc.ru/ru/ceo-survey/assets/crime_survey_2014.pdf.
- 222) Россия в цифрах, 2016: крат. стат. сб. [Электронный ресурс]. – М.: Росстат, 2016. – Режим доступа: http://www.gks.ru/bgd/regl/b16_11/IssWWW.exe/Stg/d02/24-17.doc.
- 223) Рубцов, Б. Б. Глобальные финансовые рынки: масштабы, структура, регулирование / Б. Б. Рубцов // Век глобализации. – 2011. – № 2. – С. 73–98.
- 224) Рубцов, Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.
- 225) Рубцов, Б. Б. Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики / Б. Б. Рубцов [Электронный ресурс]. – 2006. – Режим доступа: www.mirkin.ru/_docs/Rub_evolfin.pdf.
- 226) Румянцева, Е. Е. Нравственные законы экономики / Е. Е. Румянцева. – М.: ИНФРА-М, 2009. – 96 с.
- 227) Рыгин, В. Е. Модель оценки риска банкротства предприятий металлургической отрасли / В. Е. Рыгин // Вестник Южно-Российского Государственного Технического Университета. – 2013. – № 5. – С. 84–90.
- 228) Ряховская, А. Н., Кован С.Е. Трансформация антикризисного управления в современных экономических условиях / А. Н. Ряховская, С. Е. Кован // Эффективное антикризисное управление. – 2013. – № 5. – С. 62–73.
- 229) Савицкая, Г. В. Экономический анализ: учебник / Г. В. Савицкая. – 11-е изд., испр. и доп. – М.: Новое знание, 2005. – 651 с.

- 230) Савчук, В. П. Финансовая диагностика предприятия как система поддержки управленческих решений // Корпоративный менеджмент. 2007 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.cfin.ru/finanalysis/finance_diagnostics.shtml
- 231) Самоторова, А. Преступление без наказания / А. Самоторова [Электронный ресурс] // Новые известия. – 9 июня. 2004. – Режим доступа: <http://www.newizv.ru/economics/2004-06-09/7206-prestuplenie-bez-nakazaniya.html> .
- 232) Сапир, Ж. Новые подходы теории индивидуальных предпочтений и ее следствия / Ж. Сапир // Экономический журнал ВШЭ. – 2005. – № 3. – С. 325–360.
- 233) Сведения ВАС РФ о рассмотрении арбитражными судами Российской Федерации дел о несостоятельности (банкротстве) в 2010–2013 гг. / Рассмотрение дел о несостоятельности (банкротстве) в 2010–2013 гг. [Электронный ресурс]. – Высший Арбитражный Суд Российской Федерации. – Режим доступа: http://www.arbitr.ru/_upimg/A0397A1AFD76C6B4E3082E213B98BB5D_11.pdf .
- 234) Сведения о работе по государственной регистрации юридических лиц по состоянию на 01.01.2016; 01.01.2015; 01.01.2014 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.nalog.ru/rn78/related_activities/statistics_and_analytics/regstats/ .
- 235) Свойство несостоятельности / Энциклопедия Брокгауза Ф. А. и Ефрона И. А. (1890–1916) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.brocgaus.ru/text/089/720.htm> .
- 236) Семенов А. В. Этимологический словарь русского языка / А. В. Семенов [Электронный ресурс]. – М.: ЮНВЕС, 2003. – Режим доступа: <http://evartist.narod.ru/text15/014.htm> .
- 237) Семенович, Н. С. Многообразие представлений о природе кризиса в экономической науке / Н. С. Семенович // Экономика и предпринимательство. – 2014. – № 12 (ч. 3). – С. 109–114.
- 238) Слепов, В. А. О теории экономических механизмов / В. А. Слепов, В. К. Бурлачков, К. В. Ордов // Финансы и кредит. – 2011. – № 24. – С. 2–8.
- 239) Современные финансовые рынки: монография для магистрантов, обучающихся по программам направления «Финансы и кредит» / [В. В. Иванов и др.]; под ред. В. В. Иванова. – М.: Издательство Проспект, 2016. – 576 с.

- 240) Соколов, Б. И. Институты финансовой информации / Б. И. Соколов // Финансы и кредит. – 2013. – № 31. – С. 2–16.
- 241) Соколов, Б. И. Система институтов финансовой информации / Б. И. Соколов // Проблемы современной экономики. – 2013. – № 3. – С. 232–237.
- 242) Соколов, М. О некоторых способах «вывода» активов с предприятия / М. Соколов // Слияния и поглощения. – 2003. – № 9. – С. 66–71.
- 243) Соколов, Я. В. Бухгалтерский учет для руководителя / Я. В. Соколов, М. Л. Пятов: учеб.-практ. пособие. – 3-е изд. перераб. и доп. – М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2005. – 232 с.
- 244) Соколов, Я. В. Диагностика финансовой деятельности предприятия / Я. В. Соколов [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.iteam.ru/publications/finances/section_29/article_2949 .
- 245) Соколов, Я. В. Послесловие: Эффективное управление финансами – ключ к успеху / Я. В. Соколов, Т. О. Терентьева / Коласс Б. Управление финансовой деятельностью предприятия. Проблемы, концепции и методы: учебное пособие. – Пер. с франц. под ред. проф. Я. В. Соколова. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1997. – С. 546–564.
- 246) Соколова, Н. А. Анализ ликвидности предприятия / Н. А. Соколова // Бухгалтерский учет. – 2010. – № 5. – С. 101–106.
- 247) Состояние преступности в России за январь – декабрь 2015 г. [Электронный ресурс]. – М.: МВД РФ. – Режим доступа: <https://мвд.рф/folder/101762/item/7087734/> .
- 248) СПАРК – Мониторинг платежей [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://group.interfax.ru/payments/> .
- 249) Спирин, Ю. Половина банкротств – криминальные / Ю. Спирин [Электронный документ] // Известия. – 29 янв. 2004. – Режим доступа: <http://izvestia.ru/news/286356> .
- 250) Справка ВАС РФ о рассмотрении арбитражными судами Российской Федерации дел о несостоятельности (банкротстве) в 2008–2012 гг. / Рассмотрение дел о несостоятельности (банкротстве) в 2008–2012 гг. [Электронный ресурс]. –

Высший Арбитражный Суд Российской Федерации. – Режим доступа: http://www.arbitr.ru/_upimg/CB8A592FB7F601A714D0C3D5E1C3F00A_8.pdf.

251) Столбов, М. И. Финансовый рынок и экономический рост: контуры проблемы / М. И. Столбов. – М.: Научная книга, 2008. – 201 с.

252) Судебная экспертиза [Электронный ресурс]. – Центр финансовых расследований при Финансовом университете при Правительстве Российской Федерации. – Режим доступа: <http://www.cfrf.ru/uslugi/sudekspertiza.html>.

253) Таблица III / Хрестоматия по истории Древнего мира. – Т. III. Рим [Электронный ресурс] / Под ред. акад. В. В. Струве. – М., 1953. – С. 21 – 33. Сверено и дополнено примечаниями по «Хрестоматии по истории Древнего Рима», под ред. д. и. н. С. Л. Утченко. – М., 1962, С. 62–72. – Режим доступа: <http://ancientrome.ru/ius/i.htm?a=1446588975>

254) Талеб, Н. Н. Черный лебедь. Под знаком непредсказуемости / Н. Н. Талеб / Пер. с англ. В. Сонькин, А. Бердичевский, М. Костионова, О. Попов. – М.: КоЛибри, 2009. – 526 с.

255) Телюкина, М. В. Комментарий к Федеральному закону от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» (постатейный) / М. В. Телюкина [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=CMB;n=5264>.

256) Теория антикризисного управления предприятием: учебное пособие / С. Е. Кован, Л. П. Мокрова, А. Н. Ряховская. – М.: КНОРУС, 2009.

257) Теплова, Т. В. Два контура интересов в аналитике финансового здоровья компании / Т. В. Теплова // Управление корпоративными финансами. – 2012. – № 5. – С. 254–267

258) Теплова, Т. В. Инновации в финансовой аналитике / Т. В. Теплова, А. Н. Рассказова // Мир. – 2012. – № 12. – С. 54–60.

259) Теплова, Т. В. Работа на заемном капитале. Оптимум долговой нагрузки компании: от теоретических концепций к практическим модельным обоснованиям (Часть 1) / Т. В. Теплова // Управление корпоративными финансами. – 2013. – № 4. – С. 198–208.

- 260) Теплова, Т. В. Работа на заемном капитале. Оптимум долговой нагрузки компании: от теоретических концепций к практическим модельным обоснованиям (Часть 2) / Т. В. Теплова, А. А. Геталова // Управление корпоративными финансами. – 2013. – № 5. – С. 262–279.
- 261) Тимербулатов, А. Преднамеренное банкротство / А. Тимербулатов // Законность. – 2000. – № 2. – С. 13.
- 262) Ткачев, В. Н. Термины банкротство и несостоятельность: сущность и соотношение / В. Н. Ткачев [Электронный ресурс] // Адвокат. – 2003. – № 3. – Режим доступа: <http://www.lawmix.ru/comm/4127/>.
- 263) Толпегина, О. А. Анализ отечественной практики применения процедур банкротства / О. А. Толпегина // Эффективное антикризисное управление. – 2013. – № 5. – С. 86–97.
- 264) Толпегина, О. А. Эволюция комплексного формирования финансовой диагностики в прогнозировании банкротства: синергетический подход / О. А. Толпегина, Н. А. Мохунь // Вестник Московского университета имени С. Ю. Витте. – Серия 1: Экономика и управление. – 2014. – № 2. – С. 19–25.
- 265) Толстой, Л. Н. Анна Каренина / Л. Н. Толстой. – Роман в восьми частях. – Куйбышев: Куйбышевское книжное изд-во, 1955.
- 266) Тонких, А. С. Моделирование экономического роста предприятия: предпосылки разработки альтернативных моделей / А. С. Тонких, А. С. Остальцев, И. С. Остальцев [Электронный ресурс] // Управление экономическими системами: Электронный научный журнал. – 2012. – № 9. – Режим доступа: <http://uecs.ru/logistika/item/1566-2012-09-27-08-26-02>.
- 267) Тонких, А. С. Соблюдение баланса интересов как ключевой фактор роста рыночной стоимости предприятия / А. С. Тонких, А. В. Ионов [Электронный ресурс] // Электронный журнал «Корпоративные финансы». – 2009. – № 3. – Режим доступа: [http://cfjournal.hse.ru/2009--3%20\(11\)/26552975.html](http://cfjournal.hse.ru/2009--3%20(11)/26552975.html).
- 268) Трененков, Е. М. Диагностика в антикризисном управлении / Е. М. Трененков, С. А. Двенидова [Электронный ресурс] // Менеджмент в России и за рубежом. – 2002. – № 1. – <http://www.mevriz.ru/articles/2002/1/1013.html>.

- 269) Трунин, П. В. Мониторинг финансовой стабильности в развивающихся экономиках (на примере России) / П. В. Трунин, М. В. Каменских. – М.: ИЭПП, 2007. – 106 с. : ил.
- 270) Тупчиенко, В. А. Ключевые теории экономического цикла / В. А. Тупчиенко, М. К. Кривцова // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2014. – № 3. – С. 2–12.
- 271) Тюнин, В. И. Уголовное законодательство и экономическая деятельность (история и современность) / В. И. Тюнин. – СПб, 2000. – 215 с.
- 272) Уголовный кодекс Российской Федерации [Электронный ресурс]: [федер. закон Рос. Федерации от 13 июня 1996 г. № 63-ФЗ: принят Гос. Думой 24 мая 1996 г.; одобр. Советом Федерации 5 июня 1996 г.: по состоянию на 12 дек. 2016 г.]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=209092&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.4792023869880657#0> .
- 273) Улмер, Р. Эффективная кризисная коммуникация / Р. Улмер, Т. Селлнау, М. Сиджер. – Пер. с англ. – Харьков: Изд-во Гуманитарный центр (Науменко А. А.), 2011. – 268 с.
- 274) Управление изменениями и развитием организации: хрестоматия / Пер. с англ. под ред. Г. В. Широковой; Высшая школа менеджмента СПбГУ. – СПб.: Изд-во «Высшая школа менеджмента», 2009. – xxiv + 496 с.
- 275) Учетная политика организации [Электронный ресурс]: [положение по бухгалтерскому учету (ПБУ 1/2008): утв. приказом Минфина России от 6 окт. 2008 г. № 106н: по состоянию на 12 дек. 2016 г.]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=179205&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.4262681899751817#0> .
- 276) Ушаков, Д. Н. Большой толковый словарь русского языка / Д. Н. Ушаков [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ushakovdictionary.ru/>.
- 277) Ушанов, П. В. Антикризисное управление как новая парадигма управления / П. В. Ушанов // Эффективное антикризисное управление. – 2010. – № 1. – С. 66–79.

- 278) Ушанов, П. В. Роль человеческого фактора в формировании рисков деструктивного развития жизненного цикла предприятия / П. В. Ушанов // Эффективное антикризисное управление. – 2011. – № 3. – С. 80–85.
- 279) Федорова, Е. А. Модели прогнозирования банкротства: особенности российских предприятий / Е. А. Федорова, Е. В. Гиленко, С. Е. Довженко // Проблемы прогнозирования. – 2013. – № 2. – С. 85–92.
- 280) Федорова, Е. А. Прогнозирование финансовых кризисов с помощью экономических индикаторов в странах СНГ / Е. А. Федорова, И. Я. Лукасевич // Проблемы прогнозирования. 2012. № 2. С. 112–122.
- 281) Федорова, Е. Прогнозирование финансовых кризисов с помощью индикаторов: особенности развивающихся стран / Е. Федорова, И. Лукасевич // Вопросы экономики. 2011. № 12. С. 35–45.
- 282) Феррис, К. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении / К. Феррис, Б. Пешеро. – Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2003. – 256 с.
- 283) Фетисов, В. Д. Теневые финансовые потоки в рыночной экономике / В. Д. Фетисов, Т. В. Фетисова // Вестник Санкт-Петербургского университета. – Серия 5: Экономика. – 2005. – № 1. – С. 92–100.
- 284) Филонович, С. Р. Использование моделей жизненного цикла организации в процессе организационной диагностики / С. Р. Филонович // Социологические исследования. – 2005. – № 4. – С. 53–64.
- 285) Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / Под ред. Я. М. Миркина. – М.: Магистр, 2014. – 496 с.
- 286) Финкельштейн, Г. М. Финансовые схемы формирования подконтрольной кредиторской задолженности / Г. М. Финкельштейн, В. Ю. Пронюшкина // Слияния и поглощения. – 2003. – № 3. – С. 48–51.
- 287) Фойницкий, И. Я. Курс уголовного права. Часть особенная. Посягательства личные и имущественные / И. Я. Фойницкий. – 4-е изд. – СПб.: Типография М. М. Стасюлевича, 1901. – 433 с.

- 288) Фомин, Я. А. Диагностика кризисного состояния предприятия. – М.: Финансово-промышленная академия, 2004. – 61 с.
- 289) Френкель, А. А. Как определить тенденции развития российской экономики? / А. А. Френкель, Я. В. Сергиенко, Н. Н. Волкова, О. Н. Матвеева // Вестник Финансового университета. 2016. Т. 20. № 5. С. 94–104.
- 290) Фуфаев, В. В. Экономические ценозы организаций / В. В. Фуфаев [Электронный ресурс]. – М.-Абакан: Центр системных исследований, 2006. – Режим доступа: <http://www.kudrinbi.ru/public/5115/index.htm>
- 291) Хансон, Дж. А. Глобализация и национальные финансовые системы / Дж. А. Хансон, П. Хонохан, Дж. Маджони. – Пер. с англ. – М.: Весь мир, 2005. – 320 с.
- 292) Хелферт, Э. Техника финансового анализа / Э. Хелферт. – 10-е изд. – Пер. с англ. – СПб: Питер, 2003. – 640 с.
- 293) Цветков, В. А. Циклы и кризисы: теоретико-методологический аспект / В. А. Цветков. – М.; СПб.: Нестор-История, 2013. – 504 с.
- 294) Центральная база статистических данных (ЦБСД) [Электронный ресурс]. – Росстат. – Режим доступа: <http://cbsd.gks.ru> .
- 295) Церенов, Ц. Новая уголовная ответственность за банкротство / Ц. Церенов, Д. Скрипичников, Е. Раицкая [Электронный ресурс] // Консультант. – 2004. – № 21. –
– Режим доступа:
<http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=РВИ;n=51436> .
- 296) Черненко, В. А. Макроэкономический аспект финансового регулирования экономики / В. А. Черненко, Т. В. Румянцева // Журнал правовых и экономических исследований. – 2016. – № 2. – С. 196–202.
- 297) Чернова, М. В. Аудит и анализ при банкротстве: теория и практика / М. В. Чернова: монография. – М.: ИНФРА-М, 2014. – 218 с. + Доп. Материалы [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.znanium.com> .
- 298) Чернова, М. В. Банкротство в жизненном цикле организации: эмпирическое исследование / М. В. Чернова // Экономический анализ: теория и практика. – 2009. – № 10. – С. 11–14.

- 299) Чернова, М. В. Фиктивное и преднамеренное банкротство: признаки и способы осуществления / М. В. Чернова // Предпринимательское право. – 2011. – № 4. – С. 12–17.
- 300) Чиркова, Е. В. История капитала от «Синдбада-морехода» до «Вишневого сада». Экономический путеводитель по мировой литературе / Е. В. Чиркова. – М.: Кейс, 2011. – 320 с.
- 301) Шарп, У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александр, Дж. Бейли. – Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2003. – 1028 с.
- 302) Швецов, Ю. Г. К вопросу о соотношении понятий «ликвидность» и «платежеспособность предприятия» / Ю. Г. Швецов, Т. В. Сабельфельд // Финансы. – 2009. – № 7. – С. 59–61.
- 303) Швецов, Ю. Г. Теория диагностики финансовой несостоятельности предприятий / Ю. Г. Швецов, Т. В. Сабельфельд // Проблемы учета и финансов. – 2014. – № 2. – С. 19–25.
- 304) Шевченко, Л. М. Комплексная оценка устойчивости национальной финансовой системы / Л. М. Шевченко // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2013. – № 45. – С. 23–31.
- 305) Шевченко, Л. М. Содержание и проблемы устойчивости национальной финансовой системы / Л. М. Шевченко // Финансы и кредит. – 2012. – № 24. – С. 29–34.
- 306) Шеремет, А. Д. Комплексный анализ показателей устойчивого развития предприятия / А. Д. Шеремет // Экономический анализ: теория и практика. – 2014. – № 45. – С. 2–10.
- 307) Шершеневич, Г. Ф. Конкурсное право / Г. Ф. Шершеневич. – 2-е изд. – Казань: Типография императорского университета, 1898. – 498 с.
- 308) Шершеневич, Г. Ф. Римское право / Курс торгового права / Г. Ф. Шершеневич [Электронный ресурс]. – Т. IV: Торговый процесс. Конкурсный процесс. – М.: Статут, 2003 (Классика российской цивилистики). – Режим доступа: http://library.brstu.ru/static/bd/klassika_ros_civilizac/Elib/1020.html .

- 309) Широкова Г. В. Жизненные циклы российских предпринимательских фирм: методология исследования и основные стадии: автореф. диссертации ... доктора экономических наук: 08.00.05. СПб, 2010. – 45 с.
- 310) Широкова, Г. В. Жизненный цикл организации: эмпирические исследования и теоретические подходы / Г. В. Широкова // Российский журнал менеджмента. – 2007. – Том 5. – № 3. – С. 85–90.
- 311) Шихвердиев, А. Вывод активов акционерных обществ в зеркале корпоративного управления / А. Шихвердиев, Н. Басманов // Хозяйство и право. – 2002. – № 7. – С. 79–84.
- 312) Экспертиза преднамеренного (фиктивного) банкротства [Электронный ресурс]. – Центр судебных экспертиз. – Режим доступа: <http://sud-expertiza.ru/ekspertiza-bankrotstva/>.
- 313) Энциклопедический словарь / Брокгауз Ф. А., Ефрон И. А., ред. И. Е. Андреевский. – СПб.: Семеновская типография, 1890–1905. – П/т. 31.
- 314) Энциклопедический словарь / Брокгауз Ф. А., Ефрон И. А., ред. И. Е. Андреевский. – СПб.: Семеновская типография, 1890–1905. – П/т. 57.
- 315) Энциклопедический словарь / Брокгауз Ф. А., Ефрон И. А., ред. И. Е. Андреевский. – СПб.: Семеновская типография, 1890–1905. – П/т. 5.
- 316) Энциклопедия Брокгауза Ф. А. и Ефрона И. А. (1890 – 1916) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.brocgaus.ru/text/035/674.htm>.
- 317) Abramishvili, N. R. Prediction of debtor solvency: developing bankruptcy framework in Russia / N. R. Abramishvili, N. A. Lvova, V. V. Ivanov, N. S. Voronova // Innovation management and education excellence vision 2020: from regional development sustainability to global economic growth. – The 27th IBIMA conference proceedings. – 2016. – P. 362–370.
- 318) Adizes, C. I. Organizational passages: diagnosing and treating life cycle problems in organization / C. I. Adizes // Organizational Dynamics. – 1979. – Vol. 9. – P. 3–25.
- 319) Agarwal, V. Comparing the performance of market-based and accounting-based bankruptcy prediction models / V. Agarwal, R. J. Taffler // Journal of Banking and Finance. – 2008. – Vol. 32. – № 8. – P. 1541–1551.

- 320) Agarwal, V. Twenty-five years of the Taffler z-score model: does it really have predictive ability / V. Agarwal, R. J. Taffler // *Accounting and Business Research*. – 2007. – Vol. 37. – № 4. – P. 285–300.
- 321) Agostini, M. Accounting fraud, business failure and creative auditing: a micro-analysis of the strange case of Sunbeam Corp. / M. Agostini, G. Favero. – WP № 12/2012. – Venice: Università Ca' Foscari Venezia, 2013. – 37 p.
- 322) Alawode, A. What is financial stability? / A. Alawode, M. Al Sadek // *Financial Stability Papers Series*. – 2008. – № 1. – P. 6–13.
- 323) Allen, F. Competition and financial stability / F. Allen, D. Gale // *Journal of Money, Credit, and Banking*. – 2004. – Vol. 36. – № 3. – P. 453–480.
- 324) Allen, F. Monetary policy, systemic risk and financial stability – the end of being neglect / F. Allen [Электронный ресурс] // *Symposium on Financial Stability and the Role of Central Banks Deutsche Bundesbank*. – 27 February 2014. – Режим доступа: http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Topics/2014_02_27_symposium_presentation_allen.pdf?__blob=publicationFile .
- 325) Altman, E. An emerging market credit scoring system for corporate bonds / E. Altman // *Emerging Markets Review*. – 2005. – № 6. – P. 311–323.
- 326) Altman, E. Are historically based default and recovery models in the high-yield and distressed debt markets still relevant in today's credit environment? / E. I. Altman. – New York University Salomon Center Stern School of Business Special Report, 2006.
- 327) Altman, E. Business failure classification models: an international survey / E. Altman, P. Narayanan / Choi F. D. S. *International finance and accounting handbook*. – 3rd ed. – New York: John Wiley & Sons, 2003. – P. 273 – 322.
- 328) Altman, E. Corporate distress prediction models in a turbulent economic and Basel II environment / E. Altman [Электронный ресурс]. – September, 2002. – Режим доступа: <http://hdl.handle.net/2451/26496>.
- 329) Altman, E. Corporate financial distress and bankruptcy / E. Altman, E. Hotchkiss. – 3rd ed. – Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons. 2006. –xiv + 354 p.

- 330) Altman, E. Corporate financial distress. A complete guide to predicting, avoiding, and dealing with bankruptcy / E. Altman. – New York: John Wiley & Sons, 1983. –xxvii + 368 p.
- 331) Altman, E. Distressed firm and bankruptcy prediction in an international context: a review and empirical analysis of Altman's Z-score model / E. Altman, M. Iwanicz-Drozdowska, A. Suvas [Электронный ресурс] / The safety of the financial system. From idiosyncratic to systemic risk. – Proceedings of the 7th International Risk Management Conference. – 2014. – Режим доступа: <http://people.stern.nyu.edu/ealtman/IRMC2014ZMODELpaper1.pdf>.
- 332) Altman, E. Emerging markets corporate bonds: A scoring system / E. Altman, J. Hartzell, M. Peck. – NY: Salomon Brothers Inc. 1995.
- 333) Altman, E. Financial ratios, discriminant analysis, and the prediction of corporate bankruptcy / E. Altman // The Journal of Finance. – 1968. – September. – P. 594–595.
- 334) Altman, E. Managing a return to financial health / E. Altman, J. LaFleur // Journal of Business Strategy. –1981. – June – P. 31–38.
- 335) Altman, E. Revising credit scoring models in a Basel 2 environment / E. Altman [Электронный ресурс]. – 2002. – Режим доступа: <http://archive.nyu.edu/bitstream/2451/26485/2/02-41.pdf> .
- ³³⁶⁾ Anderson, R. Risk appetite and Risk Tolerance / R. Anderson [Электронный ресурс]. – A guidance paper from the Institute of Risk Management. – The Institute of Risk Management, 2011. – Режим доступа: <http://www.theirm.org/publications/documents/IRMRiskAppetiteFullweb.pdf> .
- 337) Annual country classification consultation. S&P Dow Jones Indices. June 2016 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [file:///C:/Users/Ilea/Downloads/20160602-spdji-country-classification-consultation%20\(1\).pdf/](file:///C:/Users/Ilea/Downloads/20160602-spdji-country-classification-consultation%20(1).pdf/) .
- 338) Arbel, A. The relationship between risk of default and return of equity: an empirical investigation / A. Arbel, R. Kolodny, J. Lakonishok // The Journal of Financial and Quantitate Analysis. – 1977. – Vol. 12. – № 4. – P. 615–625.
- 339) Argenti, J. Corporate collapse. The causes and symptoms / J. Argenti. – London, McGraw- Hill, 1976. – 193 p.

- 340) Baird, D. The end of bankruptcy / D. Baird, R. Rasmussen [Электронный ресурс]. – John M. Olin Law & Economics Working Paper № 173. 12/02. – 2012. – Режим доступа: http://www.law.uchicago.edu/files/files/173.dgb_bankruptcy.end_.pdf.
- 341) Bak, P. Self-organized criticality: an explanation of 1/f-noise / P. Bak, C. Tang, K. Wiesenfeld // *Physical Review Letters*. – 1987. – Vol. 59. – № 4. – P. 381–384.
- 342) Baker, H. K. Behavioral finance: investors, corporations, and markets / H. Baker, J. R. Nofsinger. – Hoboken, New Jersey: JohnWiley & Sons, Inc., 2010. – ix + 757 p.
- 343) Baubeau, P. Determinants of national financial systems: the role of historical events / P. Baubeau, A. Ögren / *Convergence and divergence of national financial systems: evidence from the gold standards, 1871–1971*. – London: Pickering & Chatto (Publishers) Limited, 2010. – P. 127–143.
- 344) Beaver, W. H. Financial ratios as predictors of failure / W. H. Beaver // *Journal of Accounting Research. Empirical Research in Accounting: Selected Studies*. – 1966. – Vol. 4. – P. 71–111.
- 345) Beaver, W. H. Have financial statements become less informative? Evidence from the ability of financial ratios to predict bankruptcy / W. H. Beaver, M.F. McNichols, Jung-Wu Rhie // *Review of Accounting Studies*. – 2005. – Vol. 10. – № 1. – P. 93–122.
- 346) Beck, T. Financial institutions and markets across countries and over time – data and analysis / T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine [Электронный ресурс]. – Policy Research Working Paper Series 4943. – Washington, DC: The World Bank, 2009. – Режим доступа: http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2009/06/16/000158349_20090616091230/Rendered/PDF/WPS4943.pdf .
- 347) Beck, T. Islamic vs. conventional banking: business model, efficiency and stability / T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, O. Merrouche [Электронный ресурс]. – WB Policy Research Working Paper № 5446. – 2010. – Режим доступа: http://econ.worldbank.org/ex107ternal/default/main?pagePK=64165259&theSitePK=469372&piPK=64165421&menuPK=64166093&entityID=000158349_20101018092550.

- 348) Begley, J. Bankruptcy classification errors in the 1980s: an empirical analysis of Altman's and Ohlson's models / J. Begley, J. Ming, S. Watts [Электронный ресурс] // *Review of Accounting Studies*. – 1996. – Vol. 1. – № 4. – P. 267–284.
- 349) Benito, A. Stylised facts on UK corporate financial health: evidence from micro-data / A. Benito, G. Vlieghe // *Financial Stability Review*. – June 2000. – P. 83–93.
- 350) Bharath, S. Forecasting default with KMV-Merton model / S. Bharath, T. Shumway [Электронный ресурс]. – AFA 2006 Boston Meetings Paper. – Режим доступа: <http://ssrn.com/abstract=637342> .
- 351) Bodie, Z. Design of financial systems: towards a synthesis of function and structure / Z. Bodie, R. C. Merton // *Journal of investment management*. – 2005. – Vol. 3. – № 1. – P. 1–23.
- 352) Bodie, Z. *Financial Economics* / Z. Bodie, R. C. Merton, D. L. Cleeton. – 2nd ed. – Upper Saddle River, New Jersey: Pearson Prentice Hall, 2009. – xxvii + 500 p.
- 353) Boyd, J. H. Risk, regulation, and bank holding company expansion into nonbanking / J. H. Boyd, S. L. Graham // *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*. – 1986. – № 10. – P. 2–17.
- 354) Brainard, W. C. Pitfalls in financial model building / W. C. Brainard, J. Tobin // *The American Economic Review*. – Papers and Proceedings of the Eightieth Annual Meeting of the American Economic Association. – 1968. – Vol. 58. – № 2. – P. 99–122.
- 355) Chesser, D. Predicting loan noncompliance / D. Chesser // *The Journal of Commercial Bank Lending*. – 1974. – August. – P. 28–38.
- 356) Čihák, M. Benchmarking financial systems around the world / M. Čihák, A. Demirgüç-Kunt, E. Feyen, R. Levine. – Policy Research Working Paper 6175. – Washington, DC: The World Bank Financial and Private Sector Development Vice Presidency & Development Economics Vice Presidency, 2012. – 58 p.
- 357) Čihák, M., Hesse H. Islamic banks and financial stability: an empirical analysis / M. Čihák, H. Hesse // *Journal of Financial Services Research*. – December 2010. – Vol. 38. – Iss. 2. – P. 95–113.

- 358) Coelho, L. Does the market know better? The case of strategic vs. non-strategic bankruptcies / L. Coelho, J. Kose, R. Taffler [Электронный ресурс]. – 2011. – Режим доступа: <http://ssrn.com/abstract=1787197>.
- 359) Constâncio, V. Financial stability – measurement and policy / V. Constâncio [Электронный ресурс]. – The Speech by the Vice-President of the ECB at the Conference of Financial stability: methodological advances and policy issues. – Frankfurt am Main. – 14 June 2012. – Режим доступа: http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120614_1.en.html .
- 360) Contingent claims analysis approach / Global financial stability report (GFSR). – April 2014. – Washington, DC: The International Monetary Fund. – P. 111–113.
- 361) Criminal referrals by the United States Trustee Program fiscal year 2015 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.justice.gov/ust/file/criminal_report_fy2015.pdf/download .
- 362) Crosbie, P. J. Modeling default risk / P. J. Crosbie, J. R. Bohn [Электронный ресурс]. – Moody's KMV. 2002. – Режим доступа: http://www.creditrisk.ru/publications/files_attached/modeling_default_risk.pdf .
- 363) D&B Country Risk Services [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.dnbcountryrisk.com> .
- 364) Daily, C. M. Bankruptcy in strategic studies: past and promise / C. M. Daily // Journal of Management. – 1994. – Vol. 2. – № 2. – P. 263–295.
- 365) Damodaran, A. Equity risk premiums (ERP): determinants, estimation and implications – the 2015 edition / Damodaran A. – New York University – Stern School of Business, 2015. – 120 p. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://ssrn.com/abstract=2581517> .
- 366) Damodaran, A. Risk taking: a corporate governance perspective / A. Damodaran, M. Garvey, O. Roggi. – Washington, DC: Corporate Governance Unit IFC, The World Bank Group. – June 2012. – 60 p.
- 367) Darushin, I. A. The Russian stock market: is it still efficient? / I. A. Darushin, N. A. Lvova, V. V. Ivanov, N. S. Voronova // Innovation management and education

excellence vision 2020: from regional development sustainability to global economic growth. – The 27th IBIMA conference proceedings, 2016. – P. 818–828.

368) Darushin, I., Lvova N. Weak-form efficiency: testing the Russian stock market / I. Darushin, N. Lvova // Global business & economic anthology (GBEA). – 2015. – Vol. I. – P. 283–292.

369) Delaney, K. J. Strategic bankruptcy – how corporations and creditors use Chapter 11 to their advantage / K. J. Delaney. – Berkeley: University of California Press, 1998. – xiv + 213 p.

370) Djankov, S. Debt enforcement around the world / S. Djankov, O. Hart, C. McLiesh, A. Shleifer // Journal of Political Economy. – 2008. – Vol. 116. – №. 6. – P. 1105–1149.

371) Doing Business 2016. Russian Federation [Электронный ресурс]. – Washington, DC: The World Bank. – Режим доступа: <http://www.doingbusiness.org/~media/giawb/doing%20business/documents/profiles/country/RUS.pdf>.

372) Economist Intelligence Unit [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://store.eiu.com>.

373) Eisdorfer, A. Innovate to Survive: The effect of technology competition on corporate bankruptcy / A. Eisdorfer, P.-H. Hsu // FMAI – Financial Management. – 2011. – Vol. 40. – № 4. – P. 1087–1117.

374) Emigh, R. The power of negative thinking: the use of negative case methodology in the development of sociological theory / R. Emigh // Theory and Society. – 1997. – № 26. – P. 649–684.

375) Euromoney Country Risk [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.euromoneycountryrisk.com>.

376) Fabozzi, F. J. Bond markets, analysis and strategies / F. J. Fabozzi. – 6th ed. – Upper Saddle River, New Jersey: Pearson Prentice Hall, 2006. – 760 p.

377) Falkenstein, E. RiskCalc™ for private companies: Moody's default model / E. Falkenstein [Электронный ресурс]. – May 2000. – Режим доступа: http://www.creditrisk.ru/publications/files_attached/Moodys_Default_Model.pdf.

- 378) Financial Soundness Indicators and the IMF [Электронный ресурс]. – Washington, DC: The International Monetary Fund. – November 2015. – Режим доступа: <https://www.imf.org/external/np/sta/fsi/eng/fsi.htm> .
- 379) Financial Soundness Indicators, FSIs [Электронный ресурс]. – Washington, DC: The International Monetary Fund. – Режим доступа: <http://data.imf.org/?sk=9F855EAE-C765-405E-9C9A-A9DC2C1FEE47> .
- 380) Financial Stability Papers [Электронный ресурс]. – London: The Bank of England. – Режим доступа: <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Pages/fpc/fspapers/default.aspx> .
- 381) Fisher, I. The debt-deflation theory of Great Depression / I. Fisher // *Econometrica*. – 1933. – Vol. 1 (October). – P. 337–357.
- 382) FitzPatrick, P. J. A comparison of the ratios of successful industrial enterprises with those of failed companies / P. J. FitzPatrick // *Certified Public Accountant*. – 1932. – October. – P. 598–605; November. – P. 656–662; December. – P. 727–731.
- 383) Freeman, E. R. Strategic management: a stakeholder approach / E. R. Freeman. – New York: Cambridge University Press, 2010. – xii + 276 p.
- 384) FTSE annual country classification review [Электронный ресурс]. – London: FTSE. – September 2016. – Режим доступа: URL: http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE-Country-Classification-Update_latest.pdf.
- 385) FTSE Glossary [Электронный ресурс]. – London: FTSE. – Режим доступа: http://www.ftse.com/Research_and_Publications/FTSE_Glossary.jsp .
- 386) Gambacorta, L. Financial structure and growth / L. Gambacorta, J. Yang, K. Tsatsaronis // *BIS Quarterly Review*. 2014. – P. 21–35.
- 387) Gapen, M. T. The contingent claims approach to corporate vulnerability analysis: estimating default risk and economywide risk transfer / M. T. Gapen, D. F. Gray, C. H. Lim, Y. Xiao / *Corporate restructuring. Lessons from experience*. – Ed. M. Pomerleano, W. Shaw. – Washington, DC: The International Bank for Reconstruction and Development, The World Bank, 2005. – P. 261–300.

- 388) Global Economic Crime Survey 2016 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.pwc.com/gx/en/services/advisory/consulting/forensics/economic-crime-survey.html> .
- 389) Global financial development report 2013: rethinking the role of the state in finance. – Washington, DC: The World Bank, 2013. – xx + 194 p.
- 390) Global financial development report 2014: financial inclusion. – Washington, DC: The World Bank, 2014. – xviii + 203 p.
- 391) Global financial development report 2015/2016: long-term finance. – Washington, DC: The World Bank, 2016. – xviii + 189 p.
- 392) Greiner, L. Evolution and revolution as organizations grow / L. Greiner // Harvard Business Review. – 1972. – Vol. 50. – № 4. – P. 37–46.
- 393) Hamada, R. S. The effect of the firm's capital structure on the systematic risk of common stocks / R. S. Hamada // Journal of Finance. – 1972. – Vol. 27. – № 2. – P. 435–452.
- 394) Handbook on securities statistics / International Monetary Fund, Bank for International Settlements, European Central Bank. – Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2015. – xvii + 152 p.
- 395) Hermann, C. F. Some consequences of crisis which limit the viability of organization / C. F. Hermann // Administrative science. – 1963. – № 8. – P. 61–82.
- 396) Higgins, R. C. Analysis for financial management / R. C. Higgins. – 10th ed. – New-York: McGraw-Hill, 2012. – xv + 459 p.
- 397) Hillegeist, S. Assessing the probability of bankruptcy / S. Hillegeist, E. Keating, D. Cram, K. Lundstedt // Review of Accounting Studies. – 2004. – Vol. 9. – № 1. – P. 5–34.
- 398) History of KMV [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.moodysanalytics.com/About-Us/History/KMV-History> .
- 399) Huebscher, R. The market valuation Q-uestion / R. Huebscher [Электронный ресурс] // Advisor Perspectives. – March 31, 2009. – Режим доступа: http://www.advisorperspectives.com/newsletters09/pdfs/The_Market_Valuation_Q-uestion.pdf .

- 400) Implied Equity Risk Premiums – United States [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histimpl.xls> .
- 401) Instability / Oxford dictionaries [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://en.oxforddictionaries.com/definition/instability> .
- 402) Jackson, R. H. G. The performance of insolvency prediction and credit risk models in the UK: A comparative study / R. H. G. Jackson, A. Wood // *The British Accounting Review*. – 2013. – Vol. 45. – P. 183–202.
- 403) Jensen, M. C. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure / M. C. Jensen, W. H. Meckling // *Journal of Financial Economics*. – 1976. Vol. 3. – № 4. – P. 305–360.
- 404) Jung, J. Samuelson's dictum and the stock market / J. Jung, R. Shiller // *Economic Inquiry*. – 2005. – Vol. 43. – № 5. – P. 221–228.
- 405) Kadens, E. The Pitkin affair: a study of fraud in early English bankruptcy / E. Kadens // *American Bankruptcy Law Journal*. – 2010. – Vol. 84. – P. 485–486.
- 406) Kahneman, D. Prospect theory: an analysis of decision under risk / D. Kahneman, A. Tversky // *Econometrica*. – 1979. – Vol. 47. – P. 263–291.
- 407) Kydland, F., Prescott E. Time to build and aggregate fluctuations / F. Kydland, E. Prescott // *Econometrica*. – 1982. – Vol. 50. – № 6. – P. 1345–1370.
- 408) Levine, R. Finance, growth and the poor / R. Levine [Электронный ресурс] / *Financial Development Report 2008*. – Geneva: The World Economic Forum, 2008. – Режим доступа: <https://members.weforum.org/pdf/financialdevelopmentreport/2008.pdf>.
- 409) Lund, S. Financial globalization: retreat or reset? / S. Lund, T. Daruvala, R. Dobbs, P. Härle, J.-H. Kwek, R. Falcón [Электронный документ] // *Global capital markets*. – McKinsey Global Institute, 2013. – Режим доступа: http://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/dotcom/Insights%20and%20pubs/MGI/Research/Financial%20Markets/Financial%20globalization/MGI_Financial_globalization_Full_report_Mar2013.ashx .
- 410) Lvova, N. A. The attitude to Islamic taxation in Russia: does financial ethics matter? / N. A. Lvova, N. V. Pokrovskaja, V. V. Ivanov // *Innovation management and*

- education excellence vision 2020: from regional development sustainability to global economic growth. – The 27th IBIMA conference proceedings. – 2016. – P. 294–304.
- 411) Mercer, C. Z. The adjusted capital asset pricing model for developing capitalization rates: an extension of previous build-up methodologies based upon the capital asset pricing model / C. Z. Mercer // *Business valuation review*. – 1989. – Vol. 8. – № 4. – P. 147–156.
- 412) Merton, R. On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates / R. Merton // *Journal of Finance*. – 1974. – Vol. 29. – P. 449–470.
- 413) Merwin, C. L. Financing small corporations in five manufacturing industries, 1926–36 / C. L. Merwin. – New York: National Bureau of Economic Research, 1942.
- 414) Miller, M. H. The Modigliani-Miller propositions after thirty years / M. H. Miller // *Journal of Economic Perspectives*. – 1988. – Vol. 2. – № 4. – P. 99–120.
- 415) Mishkin, F. Global financial instability: framework, events, issues / F. Mishkin // *Journal of Economic Perspectives*. – 1999. – Vol. 13. – № 4. – P. 3–20.
- 416) Modigliani, F. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction / F. Modigliani, M. H. Miller // *American Economic Review*. – 1963. – Vol. 53. – № 3. – P. 433–443.
- 417) Moody's Analytics в России [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.moodyanalytics.com/Regional/Russia>.
- 418) North, D. C. The role of institutions in economic development / D. C. North. – UNECE discussion papers series. – № 2003.2. – October 2003. – 10 p.
- 419) Oet, M. V. Financial stress index: a lens for supervising the financial system / M. V. Oet, T. Bianco, D. Gramlich, S. Ong. – Working paper № 12-37. – The Federal Reserve Bank of Cleveland, 2012. – 54 p.
- 420) Ohlson, J. A. Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy / J. A. Ohlson // *Journal of Accounting Research*. – 1980. – Vol. 18. – № 1. – P. 109–131.
- 421) Oxford Dictionaries [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.oxforddictionaries.com/definition/learner/stability>.
- 422) Palepu, K. G. Business analysis and valuation. IFRS Edition / K. G. Palepu, P. M. Healy, V. L. Bernard, E. Peek. – London: Thomson Learning, 2007. – xvi + 788 p.

- 423) Perold, A. The capital asset pricing model / A. Perold // *Journal of Economic Perspectives*. – 2004. – Vol. 18. – № 3. – P. 3–24.
- 424) Rappaport, A. Creating shareholder value. A guide for managers and investors / A. Rappaport. – Revised and updated. – New York: the Free Press, 1998. – xviii + 205 p.
- 425) Reuttner, I. The financial development index 2012: stalled recovery – in search of growth / I. Reuttner, T. Glass [Электронный ресурс] / *Financial Development Report 2012*. – Geneva: World Economic Forum, 2012. – Режим доступа: http://www3.weforum.org/docs/WEF_FinancialDevelopmentReport_2012.pdf .
- 426) Risk Premiums for Other Markets [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/ctryprem13.xls>; <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/ctryprem14.xls>; <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem16.xls> .
- 427) Robinson, J. A. Crisis [Электронный ресурс] / *International Encyclopedia of the Social Sciences*. – 1968. – Режим доступа: <http://www.encyclopedia.com/topic/Crisis.aspx> .
- 428) Rosendale, W. M. Credit department methods / W. M. Rosendale // *Bankers' Magazine*. – 1908. – P. 183–184.
- 429) S&P Dow Jones Indices announces country classification consultation results. December 2016 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <file:///C:/Users/Ilea/Downloads/20161215-spdji-country-classification-consultation-results.pdf> .
- 430) Sahel, B. Financial stability analysis using aggregated data / B. Sahel, J. Vesala // *Marrying the macro- and micro-prudential dimensions of financial stability*. – 2001. – Vol. 1. – P. 160–185.
- 431) Schendel, D. Corporate turnaround strategies: a study of profit decline and recovery / D. Schendel, G. R. Patton, J. Riggs // *Journal of General Management*. – 1976. – Vol. 3. – № 3. – P. 3–11.
- 432) Shiller, R. From efficient markets theory to behavioral finance / R. Shiller // *Journal of economic perspectives*. – 2003. – Vol. 17. – № 1. – P. 83–104.

- 433) Smaga, P. Assessing Involvement of Central Banks in Financial Stability / P. Smaga [Электронный ресурс]. – 2013. – 64 p. – Режим доступа: http://www.centerforfinancialstability.org/research/Assessing_052313.pdf .
- 434) Smets, F. Financial stability and monetary policy: how closely interlinked? / F. Smets // *Sveriges Riksbank Economic Review*. – 2013. – Vol. 3. – P. 121–159.
- 435) Stewart, B. G. III. The quest for value / B. G. Stewart, III. – New York: Harper Business, 1991. – 800 p.
- 436) Stewart, B. G., III. Best-practice EVA. The definitive guide to measuring and maximizing shareholder value / B. G. Stewart, III. – Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons. 2013. – xviii + 330 p.
- 437) Stovall, S. Standard & Poor's guide to sector investing / S. Stovall. – McGraw-Hill, 1995. – 253 p.
- 438) Taffler, R. J. Empirical models for the monitoring of UK corporations / R. J. Taffler // *Journal of Banking and Finance*. – 1984. – № 8. – P. 199–227.
- 439) Taffler, R. J. The assessment of company solvency and performance using a statistical model / R. J. Taffler // *Accounting and Business Research*. – 1983. – Vol. 13. – № 52. – P. 295–308.
- 440) Tagkalakis, A. O. Financial stability indicators and public debt developments / A. O. Tagkalakis // *The Quarterly Review of Economics and Finance*. – 2014. – Vol. 54. – P. 158–179.
- 441) Thaler, R. Quasi rational economics / R. Thaler. – New York: Russel Sage Foundation, 1994. – xxii + 371 p.
- 442) The Global Slavery Index 2013 [Электронный ресурс]. – Walk Free Foundation. – Режим доступа: <http://www.globalslaveryindex.org/> .
- 443) The little data book on financial development 2014. – Washington, DC: The World Bank, 2015. – vi + 224 p.
- 444) The little data book on financial development 2015/2016. – Washington, DC: The World Bank, 2016. – vi + 224 p.

- 445) The U. S. trustee program's efforts to prevent bankruptcy fraud and abuse. – U.S. Department of Justice Office of the Inspector General Audit Division Audit Report 03-17, 2003. – x + 107 p.
- 446) Total Beta By Industry Sector [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/totalbeta14.xls>;
<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/betas14.xls>;
<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/totalbeta.xls>
- 447) Tversky, A. Judgment under uncertainty: heuristics and biases / A. Tversky, D. Kahneman // *Science, New Series*. – 1974. – Vol. 185. – № 4157. – P. 1124–1131.
- 448) Vishwanath, S. R. Investment management: a modern guide to security analysis and stock selection / S. R. Vishvanath, C. Krishnamurti. – Berlin: Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2009. – xv + 634 p.
- 449) Weinberg, N. Default-risk bookies / N. Wenberg [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.forbes.com/global/1998/1102/0116060a.html> .
- 450) Whiteley, P. L. The influence of certain prior conditions upon learning / P. L. Whiteley, G. Blankfort // *Journal of Experimental Psychology (APA)*. – 1933. – № 16. – P. 843–851.
- 451) Wilcox, J. W. A simple theory of financial ratios as predictors of failure / J. W. Wilcox. – Working Paper № 495-70. – Alfred P. Sloan School of Management. – 1970. – 12 p.
- 452) Winakor, A. Changes in financial structure of unsuccessful industrial companies / A. Winakor, R. F. Smith // *Bureau of Business Research*. – 1935. – Bulletin № 51. – Urbana: University of Illinois Press.
- 453) WTO International Trade Statistics 2015 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.wto.int/english/res_e/statis_e/its2015_e/its2015_e.pdf .
- 454) Yates, J. Graphs as a managerial tool: a case study of DuPont's use of graphs, 1904–1949 / J. Yates. – Working Paper № 1524-84. – Alfred P. Sloan School of Management. – 1984. – 40 p. +8 (App.).

455) Zmijewski, M. E. Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models / M. E. Zmijewski // Journal of Accounting Research. – 1984. – Vol. 22. – P. 59–82.

СПИСОК ИЛЛЮСТРАТИВНОГО МАТЕРИАЛА

Рисунок 1.1 – Диапазон изменений финансового состояния предприятия в контексте корпоративной финансовой диагностики.....	22
Рисунок 1.2 – Логика исследования корпоративных кризисов.....	35
Рисунок 1.3 – Логика исследования корпоративного жизненного цикла.....	45
Рисунок 1.4 – Цикл агентских проблем предприятия.....	51
Рисунок 1.5 – Цикл временной ценности денежных средств предприятия.....	55
Рисунок 1.6 – Многообразие трактовок финансовой стабильности.....	62
Рисунок 1.7 – Взаимосвязь представлений о финансовой устойчивости и финансовом равновесии предприятия.....	68
Рисунок 2.1 – Характеристика финансовых затруднений предприятия в контексте финансовой диагностики банкротства.....	80
Рисунок 2.2 – Характеристика дефолта предприятия в контексте финансовой диагностики банкротства.....	82
Рисунок 2.3 – Соотношение прекративших деятельность и зарегистрированных коммерческих организаций в Российской Федерации с 2002 по 2015 г., %.....	86
Рисунок 2.4 – Основные методические подходы к оценке финансовой стабильности предприятий.....	93
Рисунок 2.5 – Собственный капитал как резерв прочности предприятия.....	96
Рисунок 2.6 – BSM-концепция оценки корпоративных обязательств...	99
Рисунок 2.7 – Оценка расстояния до банкротства в моделях KMV-Мерттона.....	102
Рисунок 2.8 – Оценка расстояния до банкротства с применением метода капитализации чистой прибыли.....	107

Рисунок 2.9 – Оценка расстояния до банкротства с применением метода капитализации чистой операционной прибыли.....	109
Рисунок 2.10 – Эволюция мультипликативных дискриминантных моделей Э. Альтмана.....	116
Рисунок 2.11 – Эквиваленты рейтингов облигаций для значений EM-счета.....	118
Рисунок 2.12 – Динамика Z''-счета российских организаций по видам экономической деятельности, 2011 – 2013 гг.	123
Рисунок 2.13 – Оценка Z''-счета российских организаций по видам экономической деятельности, 2013 г.	124
Рисунок 2.14 – Количество ликвидированных российских организаций, 2013 – 2015 гг., ед.	125
Рисунок 2.15 – Сальдированный финансовый результат российских организаций по видам экономической деятельности, 2013 – 2014 гг., трлн руб.	125
Рисунок 2.16 – Агрегированная методика оценки A-счета.....	127
Рисунок 3.1 – Иллюстрация механизма приближения кризисного предприятия к банкротству на примере кучи песка.....	153
Рисунок 3.2 – Взаимосвязь признаков финансовой несостоятельности (банкротства) предприятия.....	163
Рисунок 3.3 – Трактовки рабочего капитала предприятия во взаимосвязи с принципом естественного хеджирования бизнес-риска...	165
Рисунок 3.4 – Взаимосвязь производственного, финансового и операционного циклов (на примере промышленного предприятия).....	169
Рисунок 3.5 – Среднее значение коэффициента текущей ликвидности российских организаций за период с 2006 по 2015 г.	171
Рисунок 3.6 – Размах вариации коэффициента текущей ликвидности российских организаций за период с 2006 по 2015 г.	172
Рисунок 3.7 – Матрица альтернатив уровня платежеспособности кризисного предприятия.....	180

Рисунок 3.8 – Матрица альтернатив уровня бизнес-риска кризисного предприятия.....	181
Рисунок 3.9 – Результаты оценки реабилитационного потенциала кризисного предприятия с учетом возможности обслуживать долговые обязательства.....	182
Рисунок 3.10 – Результаты оценки реабилитационного потенциала кризисного предприятия с учетом обеспеченности привлеченных средств.....	185
Рисунок 4.1 – Виды криминального банкротства российских предприятий.....	200
Рисунок 4.2 – Взаимосвязь механизма, финансового механизма и финансовой схемы преднамеренного банкротства предприятий.....	206
Рисунок 4.3 – Реализация финансового механизма преднамеренного банкротства в контексте балансовой модели предприятия.....	209
Рисунок 4.4 – Влияние цели преднамеренного банкротства на финансовую схему его осуществления.....	219
Рисунок 4.5 – Динамика чистых активов предприятия-должника с наличием резкого спада в процедурах банкротства, тыс. руб.	230
Рисунок 4.6 – Модель структурно-динамического анализа финансовой отчетности должника в целях финансовой диагностики преднамеренного банкротства.....	233
Рисунок 5.1 – Ключевые элементы концепции сравнительной оценки финансовых систем.....	256
Рисунок 5.2 – Матрица методических альтернатив в отношении базовых показателей и представления результатов оценки финансовых систем.....	259
Рисунок 5.3 – Позиции России, Бразилии, Индии и Китая в глобальном рейтинге финансового развития, 2012 г.	261
Рисунок 5.4 – Декомпозиция индексов финансового развития России, Бразилии, Индии и Китая, 2012 г.	262

Рисунок 5.5 – Позиции России, Бразилии, Индии и Китая в глобальном рейтинге финансового развития, 2013 г.	263
Рисунок 5.6 – Декомпозиция индексов конкурентоспособности финансовых систем России, Бразилии, Индии и Китая, 2013 г.	264
Рисунок 5.7 – Концептуальная модель мониторинга финансовых систем по методологии Всемирного банка.....	267
Рисунок 5.8 – Матрица альтернатив оценки добавленной рентабельности.....	290
Рисунок 5.9 – Добавленная рентабельность российских организаций, средние значения за период с 2013 по 2015 г.	293
Рисунок 5.10 – Ключевые направления мониторинга финансовой стабильности предприятий (комплексная методология).....	295
Таблица 1.1 – Признаки кризисной ситуации по Винеру-Кану.....	32
Таблица 1.2 – Трактовки финансовой устойчивости предприятий в российской литературе.....	67
Таблица 2.1 – Обобщенная сравнительная оценка современных систем разрешения неплатежеспособности.....	105
Таблица 2.2 – Индикаторы финансовой несостоятельности предприятий в модели У. Бивера.....	113
Таблица 3.1 – Оценка уровня развития национальной системы разрешения неплатежеспособности по методологии Всемирного банка.....	143
Таблица 3.2 – Сравнительная оценка систем разрешения неплатежеспособности России и стран-участниц ОЭСР по методологии Всемирного банка, 2016 г.	145
Таблица 3.3 – Сведения о рассмотрении арбитражными судами РФ дел о несостоятельности (банкротстве), 2008–2013 гг.	146
Таблица 3.4 – Сведения о проведении оздоровительных процедур в отношении российских организаций, 2008–2013 гг.	147

Таблица 3.5 – Аналитическая таблица для целей финансовой диагностики кризисных предприятий с применением отраслевой статистики.....	173
Таблица 4.1 – Динамика отдельных показателей платежеспособности предприятия-должника с наличием выбросов в процедуре наблюдения.....	229
Таблица 5.1 – Экономические и институциональные пререквизиты финансовой стабильности публичных компаний.....	277

Приложение 1

Финансовая диагностика неплатежеспособного предприятия с признаками преднамеренного банкротства

Общество с ограниченной ответственностью «АТ-РЕНТ» (далее также – Должник) зарегистрировано в МИФНС России № 15 по Санкт-Петербургу. Создание общества было зарегистрировано 23.10.1998 г. Регистрационной палатой Администрации Санкт-Петербурга. Основным видом деятельности является сдача внаем собственного нежилого недвижимого имущества (код по ОКВЭД 70.20.2). В качестве дополнительных видов деятельности в Выписке из ЕГРЮЛ от 17.05.2011 г. № 100352В/2011 указаны (а) производство общестроительных работ по возведению зданий (код по ОКВЭД 45.21.1); (б) управление эксплуатацией нежилого фонда (код по ОКВЭД 70.32.2)¹.

08.07.2010 г. в отношении ООО «АТ-РЕНТ» Арбитражным судом г. Санкт-Петербурга и Ленинградской области была введена процедура наблюдения по заявлению ООО «СИН» (определение Арбитражного суда г. Санкт-Петербурга и Ленинградской области от 08.07.2010 г. по делу № А56-16028/2010). На определение суда ООО «АТ-РЕНТ» подал апелляционную жалобу, поскольку «должник не уведомлялся судом о времени и месте судебного заседания»².

В результате, соответствующее определение Арбитражного суда г. Санкт-Петербурга и Ленинградской области было отменено, а наблюдение в отношении ООО «АТ-РЕНТ» было введено повторно Постановлением тринадцатого арбитражного апелляционного суда Санкт-Петербурга от 05.05.2011 г. Арбитражным управляющим ООО «АТ-РЕНТ» была назначена Дмитрина Татьяна Викторовна. Указанные сведения опубликованы в газете Коммерсант от 28.05.2011 г.

30.06.2011 г. в Арбитражный суд г. Санкт-Петербурга и Ленинградской области поступило требование кредитора Должника ООО «Пентаном» в сумме

¹ Выписка из ЕГРЮЛ от 17.05.2011 № 100352В/2011. С. 3.

² Постановление тринадцатого арбитражного апелляционного суда Санкт-Петербурга от 05.05.2011 г. по делу № А56-16028/2010. С. 2.

70 млн руб., основанное на простом векселе № 0001 от 20.05.2009 г. Требования Пентаномы были расценены арбитражным управляющим ООО «АТ-РЕНТ» и его основными кредиторами (ООО «Полярный», ООО «СИН») как необоснованные.

31.08.2011 г. в Арбитражный суд г. Санкт-Петербурга и Ленинградской области поступили возражения относительно требований ООО «Пентаном» со стороны ООО «Полярный» и ООО «СИН».

02.09.2011 г. возражение относительно данного требования было направлено в Арбитражный суд г. Санкт-Петербурга и Ленинградской области и арбитражным управляющим ООО «АТ-РЕНТ».

08.09.2011 г. арбитражным управляющим было составлено заявление об оставлении данного требования без рассмотрения по причине того, что исковое заявление подписано лицом, не имеющим права его подписывать (генеральный директор ООО «Пентаном» Герасименко Ю. Г. дисквалифицирована постановлением суда на период с 02.03.2011 по 04.04.2013 г.).

Следует отметить, что ООО «Полярный» и ООО «СИН» не только посчитали вышеуказанные требования необоснованными, но и выразили сомнения в добросовестности Должника и кредитора (ООО «Пентаном»). В частности, было выдвинуто предположение о том, что Пентаном «действовал заведомо в ущерб Должнику» «с целью создания искусственной задолженности, получения денежных средств из конкурсной массы Должника, оказания существенного влияния на решения, принимаемые общим собранием кредиторов Должника и как результат – нарушение прав других кредиторов Должника в процессе банкротства»³.

Таким образом, в целях финансовой диагностики сделки, связанные с возникновением спорных обязательств Должника перед ООО «Пентаном», требуют, с нашей точки зрения, наиболее пристального внимания, поскольку может быть поставлен вопрос о наличии признаков преднамеренного банкротства Должника.

³ Возражения кредиторов (ООО «Полярный» и ООО «СИН») относительно требования кредитора ООО «Пентаном» от 31.08.2011 по делу № А56-16028/2010. С. 3.

В качестве основных источников финансовой диагностики ООО «АТ-РЕНТ» применялись данные финансовой отчетности Должника, сведения о состоянии его денежных счетов, ответы на запросы арбитражного управляющего, копии договоров, связанных с возникновением существенных обязательств Должника, материалы третейского дела с участием Должника и другие источники, включая следующие:

1. Возражение арбитражного управляющего ООО «АТ-РЕНТ» относительно требования кредитора ООО «Пентаном» от 02.09.2011 г. по делу № А56-16028/2010.
2. Выписка из ЕГРЮЛ от 17.05.2011 г. № 100352В/2011 (содержит сведения о юридическом лице ООО «АТ-РЕНТ»).
3. Выписка из Единого государственного реестра прав на недвижимое имущество и сделок с ним о правах ООО «АТ-РЕНТ» на имеющиеся у него объекты недвижимого имущества от 06.09.2011 г. № 01/520/2011-055.
4. Заявление арбитражного управляющего ООО «АТ-РЕНТ» в Арбитражный суд г. Санкт-Петербурга и Ленинградской области об оставлении требования кредитора ООО «Пентаном» без рассмотрения от 08.09.2011 г. (с приложением копии выписки из реестра дисквалифицированных лиц № А047/1841, удостоверяющей дисквалификацию генерального директора ООО «Пентаном» Герасименко Ю. Г. на период с 02.03.2011 по 04.04.2013 г.).
5. Ответы на запросы временного управляющего ООО «АТ-РЕНТ» Дмитриной Т. В.:
 - Гостехнадзора Санкт-Петербурга от 06.06.2011 г. № 01-04/1145.
 - ЗАО «ЮниКредит Банк» от 15.09.2011 г. № 951.3-4266 (содержит сведения о состоянии счетов ООО «АТ-РЕНТ»).
 - ОАО «БАЛТИНВЕСТБАНК» от 01.07.2011 г. № 031/18522/1 (содержит сведения о выданных ООО «АТ-РЕНТ» кредитах; об исполнении в отношении Должника инкассовых поручений за период 01.01.2009 по 23.06.2011 г.).

- ОАО «БАЛТИНВЕСТБАНК» от 12.09.2011 г. № 031/24223 (содержит сведения о движении денежных средств по р/сч № 40702810500000006320 за период с 13.05.2010 по 01.09.2011 г.).
- Петербургской сбытовой компании от 08.06.2011 г. № 10171/021 (содержит Акты сверки расчетов за потребленную ООО «АТ-РЕНТ» электроэнергию на 05.05.2011 г. и на 02.06.2011 г.).
- Регионального отделения Фонда социального страхования РФ от 03.06.2011 г. № 01-11/18-27-3828 временному управляющему ООО «АТ-РЕНТ» Дмитриной Т.В. о задолженности ООО «АТ-РЕНТ» перед Фондом социального страхования РФ.
- Справка УПФР в Василеостровском районе Санкт-Петербурга от 17.06.2011 г. № 13-32/1733 о задолженности ООО «АТ-РЕНТ» перед ПФР.
- Управления Госавтоинспекции ГУВД по СПб и ЛО от 02.06.2011 г. № 12/53.
- 6. Постановление тринадцатого арбитражного апелляционного суда Санкт-Петербурга от 05.05.2011 г. по делу № А56-16028/2010.

В целях финансовой диагностики также использовались копии документов:

1. Акт приема-передачи простого векселя от 17.11.2010 г. Векселедержателем (ООО «Пентаном») Векселедателю (ООО «Меркурий»).
2. Возражения кредиторов (ООО «Полярный» и ООО «СИН») относительно требования кредитора ООО «Пентаном» от 31.08.2011 г. по делу № А56-16028/2010 с приложением следующих документов:
 - доверенности ООО «СИН» и ООО «Полярный»;
 - свидетельства направления возражений в адрес ООО «АТ-РЕНТ», ООО «Пентаном», арбитражному управляющему;
 - Постановления № 1/1/245515/17/2009 от 18.01.2010 г. о наложении ареста на денежные средства должника;
 - писем от Сберегательного банка, банка «Финансовый капитал», КМБ Банка, ЮниКредит Банка, Балтинвестбанка о состоянии счетов Должника.
3. Исковое заявление от 18.06.2010 г. от ООО «Пентаном» с приложением копий документов:

- Третейское соглашение между ООО «Пентаном», ООО «АТ-РЕНТ», ООО «Меркурий».
 - Доказательство вручения сторонам копии искового заявления.
 - Свидетельство о государственной регистрации ООО «Пентаном».
 - Устав ООО «Пентаном».
 - Выписка из ЕГРЮЛ от 24.05.2010 г. № 85754А/2010 (содержит сведения о юридическом лице ООО «Пентаном»).
 - Вексель от 20.05.2009 г. № 0001.
 - Договор купли продажи ценных бумаг от 17.06.2010 г. № 8 между ООО «Регион» и ООО «Пентаном».
 - Акт предъявления векселя к платежу от 18.06.2010 г.
 - Доверенность ООО «Пентаном».
4. Объяснения генерального директора ООО «АТ-РЕНТ» по делу № А56-16028/2010 с приложением копий документов:
- Акт сверки расчетов по состоянию на 05.09.2001 г. между ООО «Пентаном» и ООО «АТ-РЕНТ».
 - Акт сверки расчетов по состоянию на 05.09.2001 г. между ООО «Пентаном» и ООО «Меркурий».
5. Определение третейского судьи о принятии искового заявления и возбуждении исполнительного производства по делу от 18.06.2010 г. № 1-ТС.
6. Отзыв ООО «АТ-РЕНТ» на исковое заявление ООО «Пентаном» с приложением копий документов:
- свидетельства о государственной регистрации ООО «АТ-РЕНТ»;
 - распечатки с сайта nalog.ru о ООО «АТ-РЕНТ»;
 - свидетельства о государственной регистрации права от 16.02.2005 г. серия 78 АА номер 048029;
 - предварительного договора № 1-Н купли продажи нежилого помещения под отлагательным условием от 20.05.2009 г.;
 - договора купли-продажи простого векселя от 14.10.2009 г.

7. Отзыв по третейскому делу ООО «Меркурий» с приложением копий документов:

- свидетельства о государственной регистрации ООО «Меркурий»;
- устава ООО «Меркурий»;
- выписки из ЕГРЮЛ от 26.01.2010 г. № 9035 (содержит сведения о юридическом лице ООО «Меркурий»);
- доверенности ООО «Меркурий».

8. Протокол судебного заседания от 08.09.2011 г. по делу по делу № А56-16028/2010.

9. Решение третейского судьи от 25.06.2010 г. по делу № 1-ТС.

10. Требование кредитора (ООО «Пентаном») от 30.06.2011 г. по делу № А56-16028/2010.

11. Ходатайство третейскому судье от ООО «Пентаном» о возвращении подлинника простого векселя № 0001 от 20.05.2009 г. из материалов дела.

Финансовая диагностика Должника осуществлялась с учетом Правил проведения финансового анализа для арбитражных управляющих (далее – Правила финансового анализа)⁴. Значения базовых финансовых показателей, рассчитанные в соответствие с данными Правилами за анализируемый период, представлены в табл. 1, 2⁵.

Таблица 1 – Базовые финансовые показатели деятельности Должника за 2008 г. и первое полугодие 2009 г. (тыс. руб.)

Наименование показателя	1 кв. 2008	2 кв. 2008	3 кв. 2008	4 кв. 2008	1 кв. 2009	2 кв. 2009
Совокупные активы (пассивы)	53 336	77 216	77 093	73 848	73 848	73 883
Скорректированные внеоборотные активы	39 746	39 746	39 746	39 746	39 746	39 746
Оборотные активы	13 590	37 470	37 347	34 102	34 102	34 137

⁴ Утв. Постановлением Правительства РФ от 25.06.2003 г. № 367.

⁵ Сост. автором с учетом сведений, предоставленных арбитражным управляющим Должника.

Наименование показателя	1 кв. 2008	2 кв. 2008	3 кв. 2008	4 кв. 2008	1 кв. 2009	2 кв. 2009
Долгосрочная дебиторская задолженность	0	16 970	16 847	13 602	13 602	13 602
Ликвидные активы	13 590	37 470	37 347	34 102	34 102	34 137
Наиболее ликвидные оборотные активы	13 590	20 500	20 500	20 500	20 500	20 500
Собственные средства	10 112	12 243	13 744	13 176	14 612	16 390
Обязательства должника	43 224	64 973	63 349	60 672	59 236	57 493
Долгосрочные обязательства	25 243	47 243	45 464	45 464	45 464	45 464
Текущие обязательства	17 981	17 730	17 885	15 208	13 772	12 029
Выручка, принимаемая к расчету ⁶	2 729	5 252	7 698	9 926	2 079	4 582
среднемесячная выручка	910	875	855	827	693	764
чистая прибыль (убыток)	2 282	4 413	5 914	5 346	1 436	3 214

Таблица 2 – Базовые финансовые показатели деятельности Должника за второе полугодие 2009 г. – 3-й квартал 2010 г. (тыс. руб.)

Наименование показателя	3 кв. 2009	4 кв. 2009	1 кв. 2010	2 кв. 2010	3 кв. 2010
Совокупные активы (пассивы)	73 848	60 246	60 246	62 596	64 835
Скорректированные внеоборотные активы	39 746	60 246	60 246	60 246	60 246
Оборотные активы	34 102	0	0	2 350	4 589

⁶ Сведения о валовой выручке Должника отсутствуют.

Наименование показателя	3 кв. 2009	4 кв. 2009	1 кв. 2010	2 кв. 2010	3 кв. 2010
Долгосрочная дебиторская задолженность	13 602	0	0	0	0
Ликвидные активы	34 102	0	0	2 350	4 589
Наиболее ликвидные оборотные активы	20 500	0	0	2 350	4 589
Собственные средства	17 972	22 321	23 618	25 006	26 384
Обязательства должника	55 876	37 925	36 628	37 590	38 451
Долгосрочные обязательства	45 464	36 372	34 593	34 000	34 000
Текущие обязательства	10 412	1 553	2 035	3 590	4 451
Выручка, принимаемая к расчету	7 085	9 145	1 779	3 559	5 338
Среднемесячная выручка	787	762	539	593	593
Чистая прибыль (убыток)	4 796	4 036	1 297	2 685	4 063

Динамика коэффициентов платежеспособности Должника, предусмотренных Правилами финансового анализа, представлена в табл. 3.

Таблица 3 – Динамика коэффициентов платежеспособности Должника за анализируемый период⁷

Наименование показателя	1 кв. 2008	2 кв. 2008	3 кв. 2008	4 кв. 2008	1 кв. 2009	2 кв. 2009	3 кв. 2009	4 кв. 2009	1 кв. 2010	2 кв. 2010	3 кв. 2010
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,76	1,16	1,15	1,35	1,49	1,70	1,97	0,00	0,00	0,65	1,03
Коэффициент текущей ликвидности	0,76	2,11	2,09	2,24	2,48	2,84	3,28	0,00	0,00	0,65	1,03
Показатель обеспеченности обязательств должника его активами	1,23	1,19	1,22	1,22	1,25	1,29	1,32	1,59	1,64	1,67	1,69
Степень платежеспособности по текущим обязательствам	19,76	20,26	20,92	18,39	19,87	15,74	13,23	2,04	3,78	6,05	7,51

⁷ Сост. автором.

Деятельность Должника в анализируемый период характеризуется преимущественно высокими значениями коэффициентов обеспеченности обязательств активами, абсолютной и текущей ликвидности (исключение составляют четвертый квартал 2009 г. и первый квартал 2010 г., когда предприятие неликвидно). Динамика данных показателей также в основном положительна, что является благоприятной тенденцией (рис. 1).

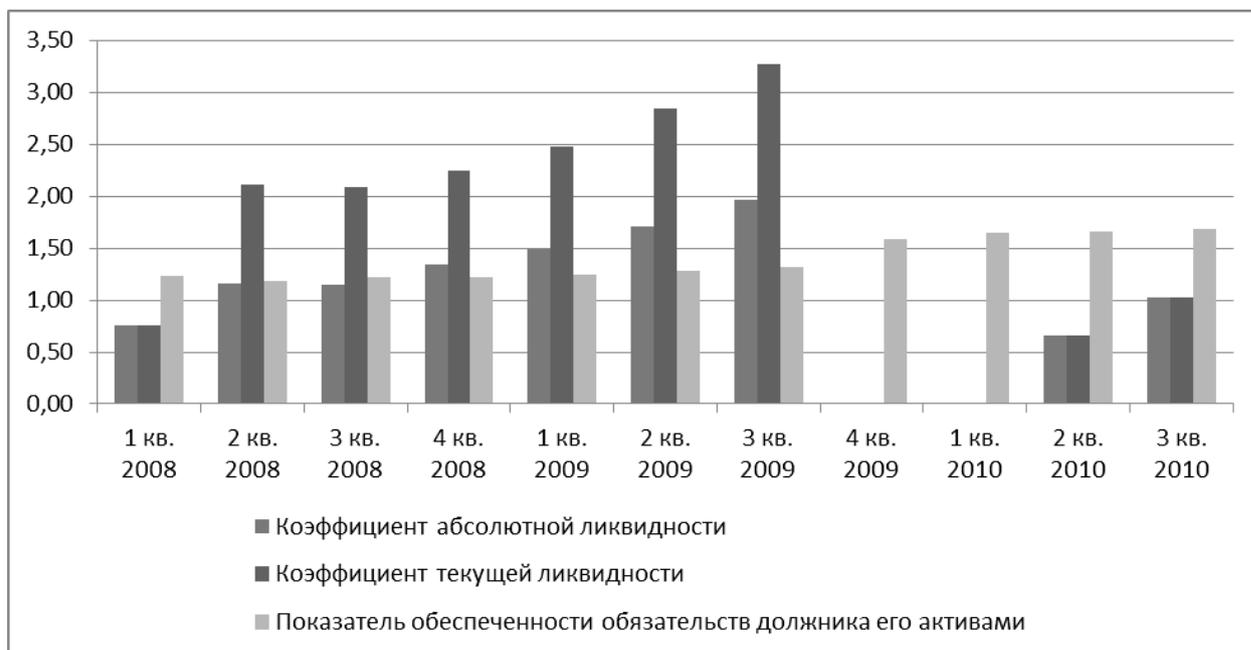


Рисунок 1 – Динамика обеспеченности обязательств активами, коэффициентов абсолютной и текущей ликвидности Должника за анализируемый период⁸

Вместе с тем, ненулевые значения коэффициента текущей ликвидности обеспечены за счет долгосрочной дебиторской задолженности и краткосрочных финансовых вложений; ненулевые значения коэффициента абсолютной ликвидности – за счет краткосрочных финансовых вложений. При этом информация о степени ликвидности, как долгосрочной дебиторской задолженности, так и финансовых вложений, к сожалению, отсутствует. Если данные активы не являлись ликвидными, финансовое состояние отмечалось неликвидностью и неплатежеспособностью еще в начале анализируемого периода. Примечательно, что сумма по статье краткосрочных финансовых

⁸ Сост. автором.

вложений Должника не меняется в течение длительного периода времени (со 2 квартала 2008 г. по 3 квартал 2009 г.), причем соответствующие доходы в финансовой отчетности не значатся. В этой связи возникают сомнения в правильности формирования данной статьи.

Несмотря на относительно высокие значения показателя обеспеченности обязательств активами, учитывая состав активов Должника, вполне вероятно, что его долги не были обеспечены собственным имуществом. Для объективной оценки соответствующего показателя следовало бы учесть реальную стоимость незавершенного строительства, дебиторской задолженности и финансовых вложений.

В течение анализируемого периода финансовое состояние Должника отмечалось низкой степенью платежеспособности по текущим обязательствам. С первого квартала 2008 г. по 3 квартал 2009 г. период возможного погашения текущей задолженности за счет выручки колеблется от 13 до более чем 20 мес., что является крайне неблагоприятным показателем. Относительно приемлемое значение показателя наблюдается в четвертом квартале 2009 г. (2,04 мес.) и первом квартале 2010 г. (3,78 мес.). В дальнейшем значение показателя увеличивается до 7,5 мес. на конец анализируемого периода (рис. 2).

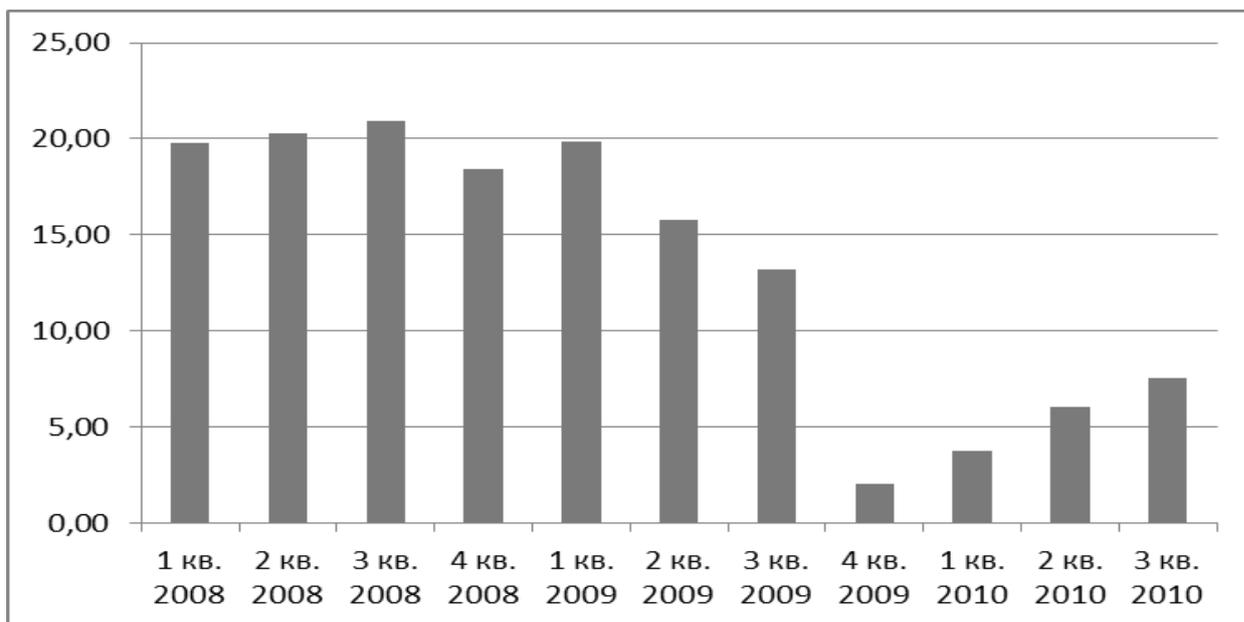


Рисунок 2 – Динамика показателя степени платежеспособности по текущим обязательствам Должника за анализируемый период, мес.⁹

Считаем нужным отметить, что расчет показателя степени платежеспособности по текущим обязательствам ведется по выручке. Учитывая, что доходы предприятия далеко не всегда совпадают с притоками денежных средств, значения данного показателя не отражают реальную платежеспособность должника. В то же время *на протяжении практически всего анализируемого периода, ООО «АТ-РЕНТ» не располагает денежными средствами, что является одним из главных финансовых признаков его неплатежеспособности.*

По данным финансовой отчетности Должника проанализирована динамика коэффициентов, отнесенных в Правилах финансового анализа к группе коэффициентов финансовой устойчивости (табл. 4):

⁹ Сост. автором.

Таблица 4 – Динамика коэффициентов финансовой устойчивости Должника за анализируемый период¹⁰

Наименование показателя	1 кв. 2008	2 кв. 2008	3 кв. 2008	4 кв. 2008	1 кв. 2009	2 кв. 2009	3 кв. 2009	4 кв. 2009	1 кв. 2010	2 кв. 2010	3 кв. 2010
Коэффициент автономии (финансовой независимости)	0,19	0,16	0,18	0,18	0,20	0,22	0,24	0,37	0,39	0,40	0,41
Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами	-2,18	-0,73	-0,70	-0,78	-0,74	-0,68	-0,64	X	X	-15,00	-7,38
Показатель отношения дебиторской задолженности к совокупным активам	0,00	0,22	0,22	0,18	0,18	0,18	0,18	0,00	0,00	0,00	0,00

¹⁰ Сост. автором.

На рис. 3, 4 показана динамика коэффициентов автономии (финансовой независимости) и обеспеченности собственными оборотными средствами Должника за исследуемый период.

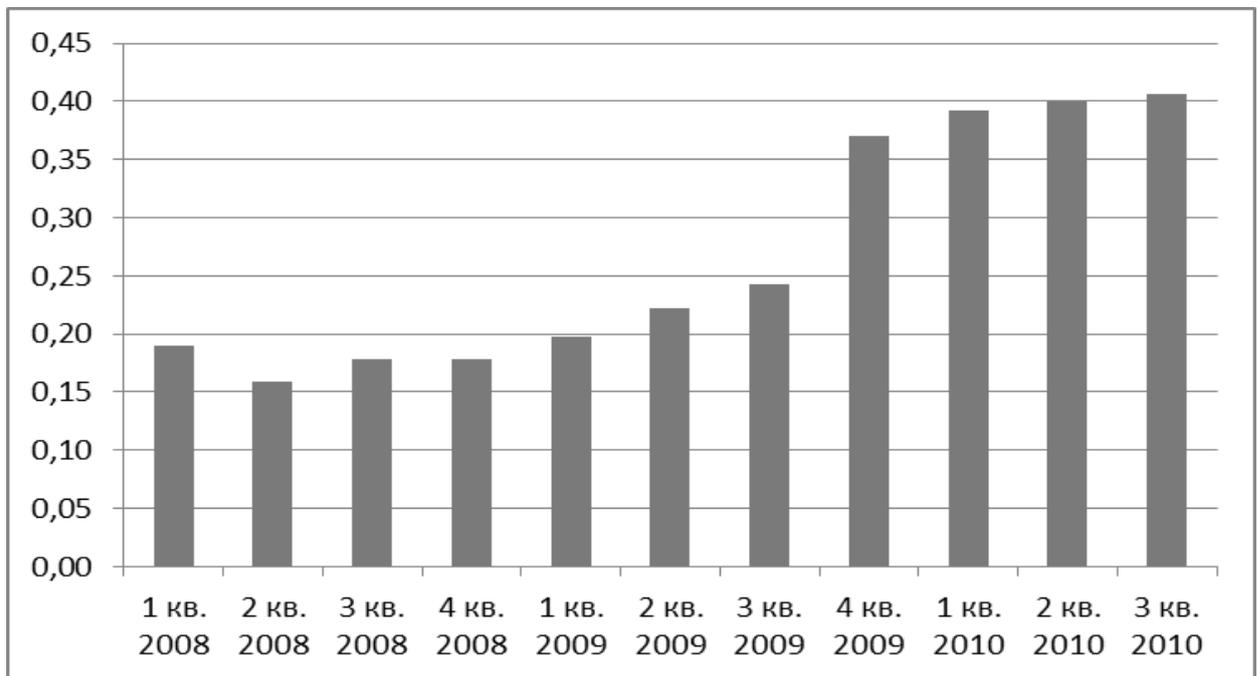


Рисунок 3 – Динамика коэффициента автономии Должника за анализируемый период¹¹

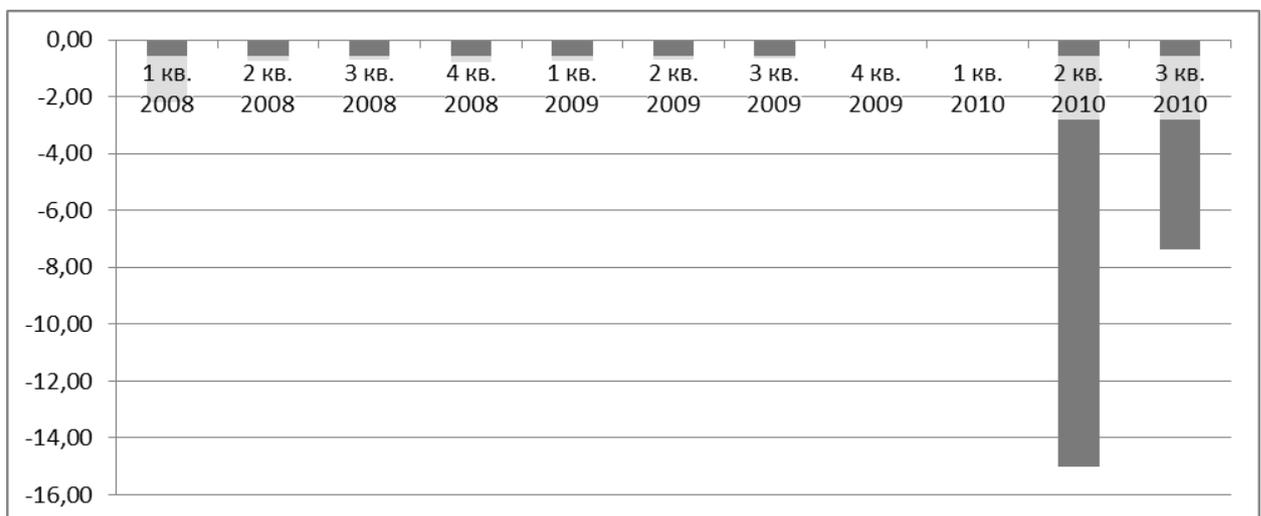


Рисунок 4 – Динамика коэффициента обеспеченности собственными оборотными средствами Должника за анализируемый период¹²

¹¹ Сост. автором.

¹² Сост. автором.

Судя по значению показателя автономии, предприятие имеет относительно высокий уровень финансовой устойчивости. При этом в отношении анализируемого коэффициента отмечается положительная динамика. В то же время в течение всего анализируемого периода (за исключением четвертого квартала 2009 г. и первого квартала 2010 г., когда у предприятия отсутствуют оборотные активы) коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами демонстрирует отрицательные значения. Это свидетельствует о неприемлемой структуре финансирования, при которой оборотные активы полностью финансируются за счет заемных средств. Дефицит собственных оборотных средств неблагоприятно отражается на текущей деятельности предприятия, отражая его повышенный финансовый риск.

Динамика отношения дебиторской задолженности к совокупным активам показана на рис. 5.

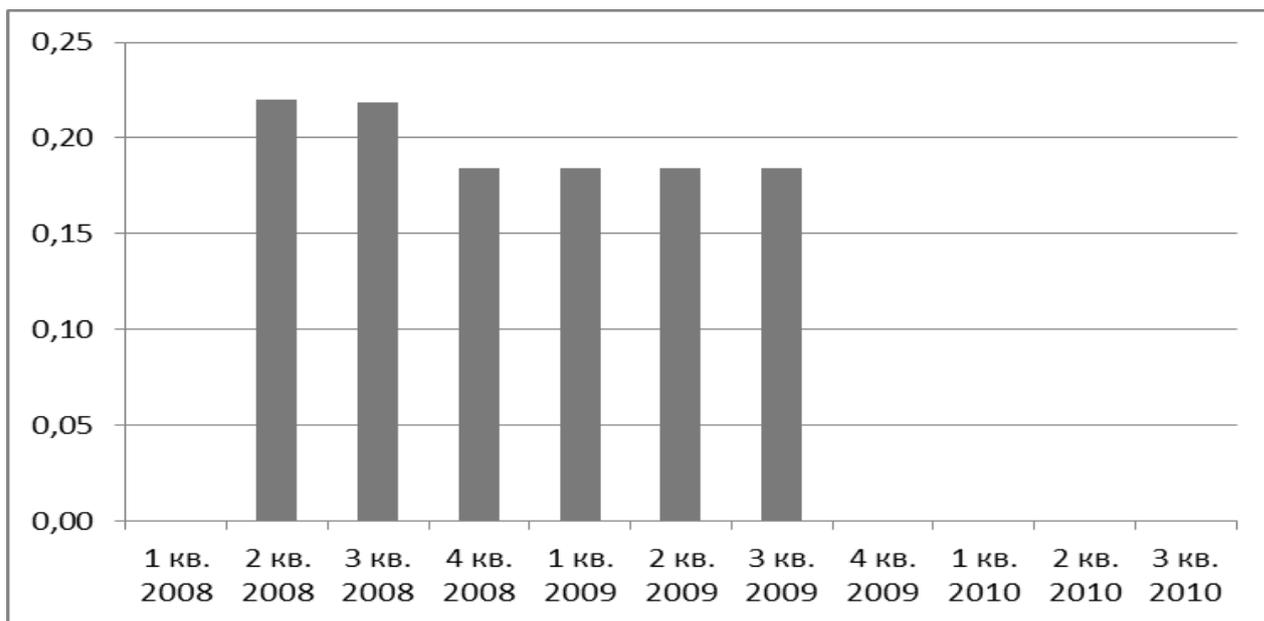


Рисунок 5 – Динамика показателя отношения дебиторской задолженности к совокупным активам Должника за анализируемый период¹³

¹³ Сост. автором.

В период со второго квартала 2008 г. по третий квартал 2009 г. дебиторская задолженность составляет существенную долю активов предприятия (18 – 22%). Отметим также, что дебиторская задолженность за указанный период носит долгосрочный характер, что, с позиции традиционных допущений, указывает, как минимум, на низкую степень ее ликвидности. На конец анализируемого периода дебиторская задолженность у предприятия отсутствует.

Чистые активы Должника (по учетной оценке) положительны и находятся на относительно высоком уровне. В течение анализируемого периода в отношении данного показателя (как и в отношении накопленной нераспределенной прибыли) наблюдается положительная динамика (рис. 6).

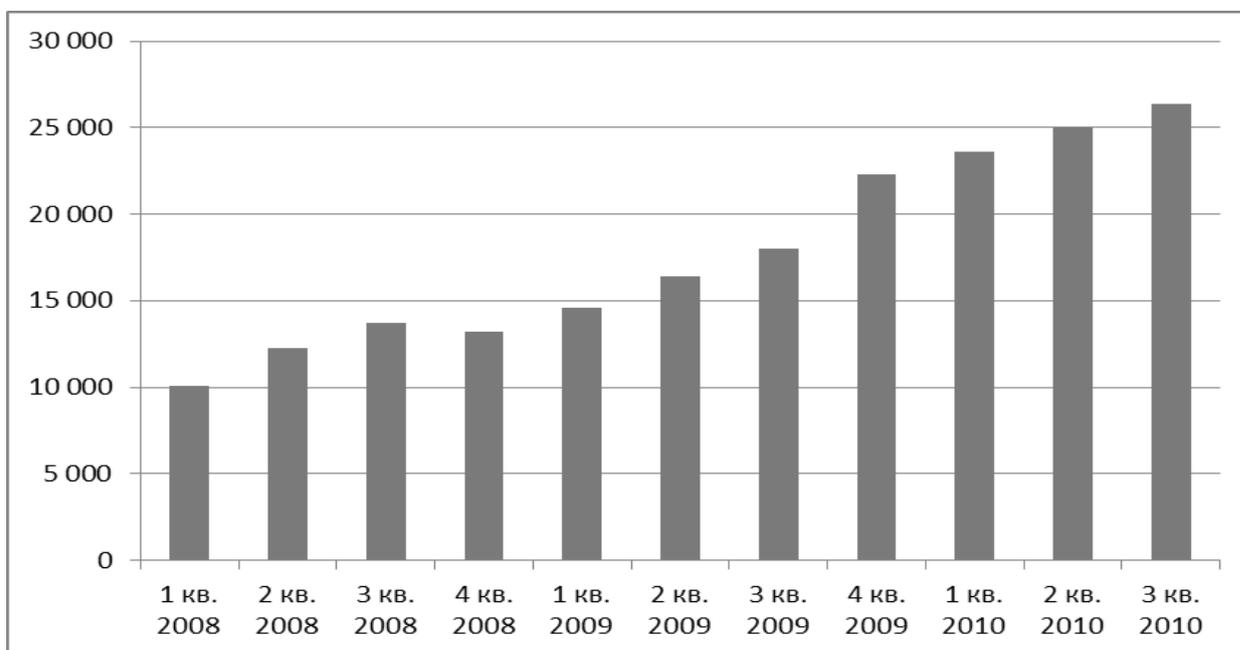


Рисунок 6 – Динамика чистых активов Должника за анализируемый период, тыс. руб.¹⁴

Положительная динамика величины чистых активов, безусловно, является позитивной тенденцией. Однако наиболее существенную долю активов Должника в основном составляют незавершенное строительство, долгосрочная дебиторская задолженность и краткосрочные финансовые

¹⁴ Сост. автором.

вложения, учетная стоимость которых скорее всего существенно превышает рыночную. Весьма вероятно, что величина чистых активов Должника в рыночной оценке на конец анализируемого периода является отрицательной.

В результате оценки финансовой устойчивости Должника получены противоречивые выводы, которые подлежат более тщательной проверке в ходе углубленного анализа активов и пассивов предприятия.

Динамика коэффициентов рентабельности Должника, рассчитанных в соответствии с Правилами финансового анализа (в данном документе соответствующие коэффициенты обозначены как показатели деловой активности), представлена в табл. 5, 6¹⁵ и на рис. 7.

Таблица 5 – Динамика коэффициентов рентабельности Должника за период с 2008 г. по второй квартал 2009 г.

Наименование показателя	1 кв. 2008	2 кв. 2008	3 кв. 2008	4 кв. 2008	1 кв. 2009	2 кв. 2009
Рентабельность активов	0,04	0,06	0,08	0,07	0,02	0,04
Норма чистой прибыли	0,84	0,84	0,77	0,54	0,69	0,70

Таблица 6 – Динамика коэффициентов рентабельности Должника за период с третьего квартала 2009 г. по третий квартал 2010 г.¹⁶

Наименование показателя	3 кв. 2009	4 кв. 2009	1 кв. 2010	2 кв. 2010	3 кв. 2010
Рентабельность активов	0,06	0,07	0,02	0,04	0,06
Норма чистой прибыли	0,68	0,44	0,73	0,75	0,76

¹⁵ Сост. автором.

¹⁶ Сост. автором.

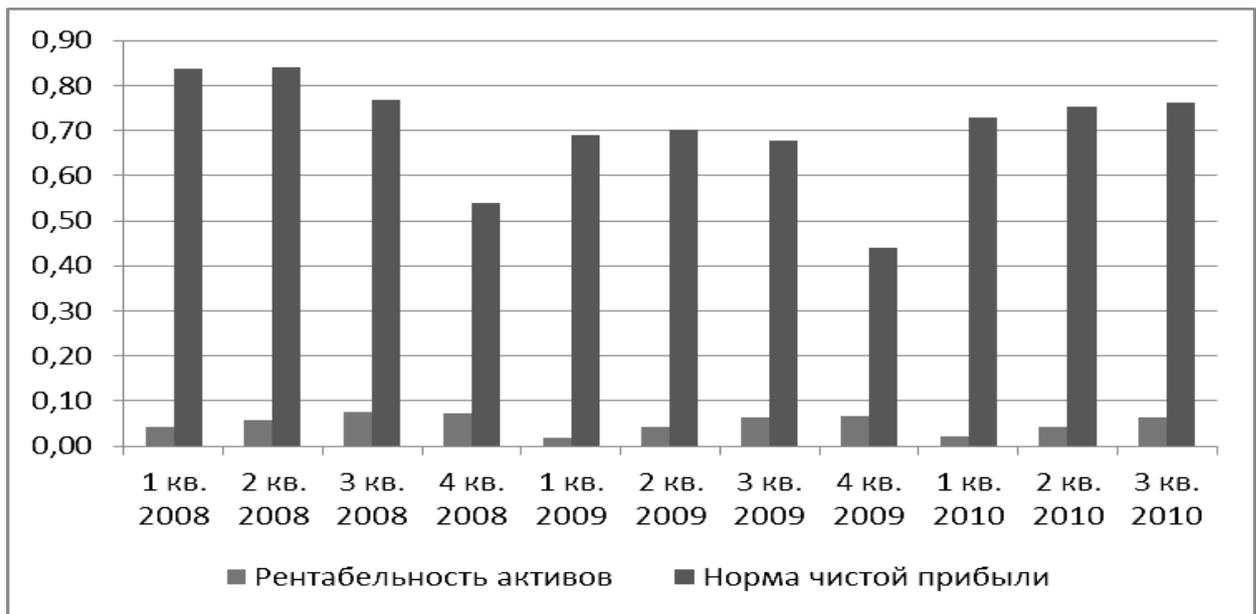


Рисунок 7 – Динамика коэффициента рентабельности активов и нормы чистой прибыли Должника за анализируемый период¹⁷

На протяжении анализируемого периода деятельность Должника рентабельна. Причем рентабельность продаж (в данном случае оцениваемая по норме чистой прибыли) характеризуется весьма высокими значениями (до 84%). В то же время рентабельность активов не превышает 8%.

В отношении деловой активности Должника, необходимо особо отметить *существенное превышение значения показателя оборачиваемости дебиторской задолженности над значением показателя оборачиваемости кредиторской задолженности*. Так, в период со второго квартала 2008 г. по третий квартал 2009 г. оборачиваемость дебиторской задолженности колеблется в пределах от 493 до 591 дня, тогда как оборачиваемость кредиторской задолженности не превышает 116 дней. Столь медленная оборачиваемость дебиторской задолженности обусловлена, с одной стороны, ее существенной стоимостью, с другой стороны, – низким значением среднедневной выручки. Доля кредиторской задолженности в пассивах, напротив, крайне незначительна. В любом случае *условия кредитования,*

¹⁷ Сост. автором.

которые Должник предоставляет своим контрагентам, несопоставимо выгоднее тех условий, которые предоставляют контрагенты Должнику.

Таким образом, выводы о рентабельности и деловой активности, как и в случае оценки финансовой устойчивости, носят противоречивый характер и подлежат более тщательной проверке в ходе углубленного анализа активов и пассивов предприятия.

Следующий блок финансовой диагностики неплатежеспособного предприятия, согласно Правилам финансового анализа для арбитражных управляющих, касается оценки условий бизнеса Должника. С учетом особенностей деятельности Должника влияние таких факторов, как (а) сезонные, (б) исполнение государственного оборонного заказа, (в) наличие мобилизационных мощностей, (г) наличие имущества ограниченного оборота, (д) необходимость осуществления дорогостоящих природоохранных мероприятий, оценке не подлежит. Специфических торговых ограничений, методов финансового стимулирования, установленных на законодательном уровне, особенностей государственного регулирования отрасли, которые оказывают значительное влияние на деятельность Должника, не выявлено.

Что касается влияния государственной денежно-кредитной политики, следует отметить динамику ставки рефинансирования. В течении анализируемого периода данная ставка снижалась, что потенциально могло позитивно отразиться на стоимости заимствования для корпоративного сектора. В то же время привлечение банковских кредитов предприятиями было затруднено в связи с финансовым кризисом и ужесточением требований к кредитоспособности заемщиков. Таким образом, влияние анализируемого фактора на деятельность организаций было практически нивелировано.

Согласно Свидетельству о государственной регистрации ООО «АТ-РЕНТ» № 75724 от 23.10.1998 г, местонахождением предприятия является Санкт-Петербург. В 2010 г. оборот организаций города составил 4 767,7 млрд руб., демонстрируя положительную динамику, по сравнению с 2009 г., как и большинство других показателей социально-экономического

развития региона¹⁸. Необходимо подчеркнуть, что Санкт-Петербург входит в группу российских регионов с уровнем экономического развития выше среднего, что в целом оказывает положительное влияние на бизнес¹⁹. Кроме того, налоговое бремя организаций, рассчитанное по методике Всемирного банка, в Санкт-Петербурге в анализируемом периоде было более низким, чем в среднем по России. Вместе с тем отмеченные позитивные факторы практически полностью нивелируются масштабным финансово-экономическим кризисом, который крайне неблагоприятно отразился, как на состоянии российской экономики в целом, так и на региональном рынке присутствия Должника в частности.

Располагаемые сведения о внутренних условиях бизнеса Должника являются неполными, что не позволяет реализовать все этапы финансовой диагностики, установленные Правилами финансового анализа. Основным видом деятельности Должника выступает *сдача внаем собственного нежилого недвижимого имущества* (код по ОКВЭД 70.20.2).

В качестве дополнительных видов деятельности в Выписке из ЕГРЮЛ от 17.05.2011 г. № 100352В/2011 указаны:

- производство общестроительных работ по возведению зданий (код по ОКВЭД 45.21.1);
- управление эксплуатацией нежилого фонда (код по ОКВЭД 70.32.2)²⁰.

Фактическая хозяйственная деятельность Должника изначально соответствует уставу. По договору от 27.10.2007 г. Должник предоставляет в аренду нежилое помещение (по адресу г. Санкт-Петербург, ул. Гаванская, д. 19/100, литер А, помещение 12Н, площадью 671, 1 кв. м) сроком на 15 лет.

Вместе с тем 20 мая 2009 г. Должник заключает договор купли-продажи нежилого помещения *под отлагательным условием* с ООО «Меркурий». По

¹⁸ Социально-экономическое положение Санкт-Петербурга (по итогам 2010 г.). СПб.: Комитет по внешним связям Санкт-Петербурга, 2010. С. 1. URL: <http://gov.spb.ru/Files/file/KVS/Press-kiti2010/soc-ec2010rus.pdf> (дата обращения: 12.12.2016); Социально-экономическое положение Санкт-Петербурга. СПб.: Аверс, 2010. С. 4, 5. URL: <http://www.avg.ru/docs/socpolspb4.pdf> (дата обращения: 12.12.2016).

¹⁹ Социально-экономическое положение Санкт-Петербурга (по итогам 2010 г.). С. 1.

²⁰ Выписка из ЕГРЮЛ от 17.05.2011 №100352В/2011. С. 3.

условиям договора обязанности Продавца «возникают не ранее прекращения действия обременений и ограничений права ...»²¹. На момент заключения договора в отношении данного помещения были зарегистрированы следующие обременения: (а) аренда (с 27.10.2007 г. сроком на 15 лет); (б) ипотека; (в) запрет ООО «АТ-РЕНТ» распоряжаться, а Управлению Росрегистрации по Санкт-Петербургу и Ленинградской области проводить регистрационные действия по отчуждению (с 26.09.2008 г.)²².

Примечательно, что продажа вышеуказанного имущества противоречит характеру деятельности Должника. Отметим следующие аспекты:

1. Речь идет о предполагаемой при определенных условиях купле-продаже имущества, без которого невозможна основная деятельность должника.
2. Вызывает сомнения экономическая целесообразность заключаемого договора для ООО «Меркурий». Данная организация образована 05 февраля 2009 г. с уставным капиталом 15 тыс. руб.²³ и уже меньше чем через полгода заключает договор купли-продажи нежилого помещения (под отлагательным условием), по которому стоимость помещения оценивается в 70 млн руб. При этом такая крупная сделка напрямую не связана с основной деятельностью ООО «Меркурий» (производство общестроительных работ по строительству прочих зданий и сооружений²⁴).

В обеспечение исполнения будущим Покупателем (ООО «Меркурий») обязанности по оплате стоимости помещения на основании основного договора был составлен простой вексель на сумму 70 млн руб. со сроком погашения – с момента предъявления, но не ранее 20 апреля 2010 г. (далее – вексель № 0001). Как следует из смысла п. 2.3 договора²⁵, ООО «АТ-РЕНТ»

²¹ Предварительный договор № 1-Н купли продажи нежилого помещения под отлагательным условием от 20.05.2009. С. 1.

²² Выписка из Единого государственного реестра прав на недвижимое имущество и сделок с ним о правах ООО «АТ-РЕНТ» на имеющиеся у него объекты недвижимого имущества от 06.09.2011 №01/520/2011-055.

²³ Выписка из ЕГРЮЛ от 26.01.2010 № 9035. С. 1, 2.

²⁴ Там же. С. 3.

²⁵ Анализируемый договор составлен с печатками. Согласно п. 2.3 договора, «при исполнении Стороной-2 (ООО «Меркурий, будущий Покупатель) своих обязанностей по основному договору, Сторона-1 (ООО «АТ-РЕНТ», будущий Продавец) обязуется вернуть вышеуказанный вексель *Стороне-1* (!?!); в случае уклонения Стороны-2 (ООО «Меркурий, будущий Покупатель) от оплаты помещения, продаваемого по основному договору, *Сторона-2* (!?) вправе предъявить вексель к оплате, либо реализовать вексель».

(будущий Продавец) имело право предъявить вексель к оплате, либо реализовать его только в том случае, если ООО «Меркурий» (будущий Покупатель) уклонялось бы от исполнения своих обязанностей по основному договору. По условиям предварительного договора предполагалось, что основной договор должен был быть заключен не позднее 20 мая 2011 г., но *не ранее прекращения действия обременений и ограничений помещения*. Отметим, что основной договор не мог быть заключен до этого срока, так как 17 июня 2009 г. указанное нежилое помещение было арестовано, а 4 августа и 2 декабря 2009 г. были вынесены и не сняты запреты на распоряжение данным имуществом. Таким образом, по условиям анализируемого договора ООО «АТ-РЕНТ» не имело права реализовывать вексель № 0001.

Примечательно, что несмотря на то, что по условиям договора ООО «АТ-РЕНТ» передается вексель на сумму 70 млн руб., наличие данного векселя не находит отражение в финансовой отчетности ООО «АТ-РЕНТ» ни в составе оборотных активов, ни на забалансовых счетах. Тем не менее, «ввиду необходимости пополнения оборотных средств ранее даты погашения векселя»²⁶ 14 октября 2009 г. ООО «АТ-РЕНТ» (Продавец) индоссирует (бланковый индоссамент за подписью генерального директора ООО «АТ-РЕНТ») и продает вексель № 0001 ООО «Регион» (Покупатель) за 70 млн руб. Согласно п. 2 соответствующего договора купли-продажи простого векселя, Покупатель обязан произвести оплату векселя посредством перечисления 70 млн руб. на счет Продавца не позднее 1 января 2010 г.

Анализируя договор между ООО «АТ-РЕНТ» и ООО «Регион», а также последствия данного договора, обратим внимание на следующее:

1. В финансовой отчетности ООО «АТ-РЕНТ» нет никаких указаний на то, что сделка по купле-продаже векселя № 0001 действительно имела место. Также нет никаких сведений о том, что ООО «Регион» перечислило 70 млн руб. на счет ООО «АТ-РЕНТ» не позднее 1 января 2010 г. Напротив, в начале

²⁶ Отзыв ООО «АТ-РЕНТ» на исковое заявление ООО «Пентаном». С. 1.

2010 г. денежные средства на банковских счетах ООО «АТ-РЕНТ» отсутствуют²⁷. Кроме того, как было отмечено ранее, в четвертом квартале 2009 г. – в первом квартале 2010 г. финансовое состояние Должника резко ухудшается.

2. ООО «АТ-РЕНТ» в Отзыве на исковое заявление ООО «Пентаном»²⁸ утверждает, что вексель № 0001, выписанный ООО «Меркурий» в обеспечение исполнения обязанностей по основному договору купли-продажи нежилого помещения, является недействительным. Однако это обстоятельство не помешало ООО «АТ-РЕНТ» индоссировать и продать данный вексель ООО «Регион». Таким образом, мы предполагаем притворный характер сделки, заключенной между ООО «Меркурий» и ООО «АТ-РЕНТ», с целью последующей аккумуляции долговых обязательств, необеспеченных имуществом и, в конечном счете, преднамеренного банкротства Должника.

17 июня 2010 г. вексель № 0001 продан ООО «Регион» (Продавец) ООО «Пентаном» (Покупатель). По условиям соответствующего договора купли-продажи ценных бумаг ООО «Пентаном» обязуется уплатить Продавцу векселя 70 млн руб. в течение 30 банковских дней со дня подписания договора. Информация о состоянии расчетов между ООО «Регион» и ООО «Пентаном» отсутствует. Однако экономическая целесообразность анализируемой сделки для ООО «Пентаном» вызывает закономерные сомнения. ООО «Пентаном» образовано 24 мая 2010 г. с уставным капиталом 10 тыс. руб. и в течение первого месяца своего функционирования принимает на себя долговые обязательства в сумме 70 млн по сделке, которая не связана с его основной деятельностью (прочая оптовая торговля)²⁹.

Однако далее, 18 июня 2010 г., ООО «Пентаном» предъявило вексель № 0001 к оплате векселедателю ООО «Меркурий», о чем составляется акт предъявления векселя к платежу от 18.06.2010 г. Платеж векселедателем

²⁷ Приложения к Возражениям кредиторов (ООО «Полярный» и ООО «СИН») относительно требования кредитора ООО «Пентаном» от 31.08.2011 г. по делу № А56-16028/2010.

²⁸ Там же. С., 1, 2.

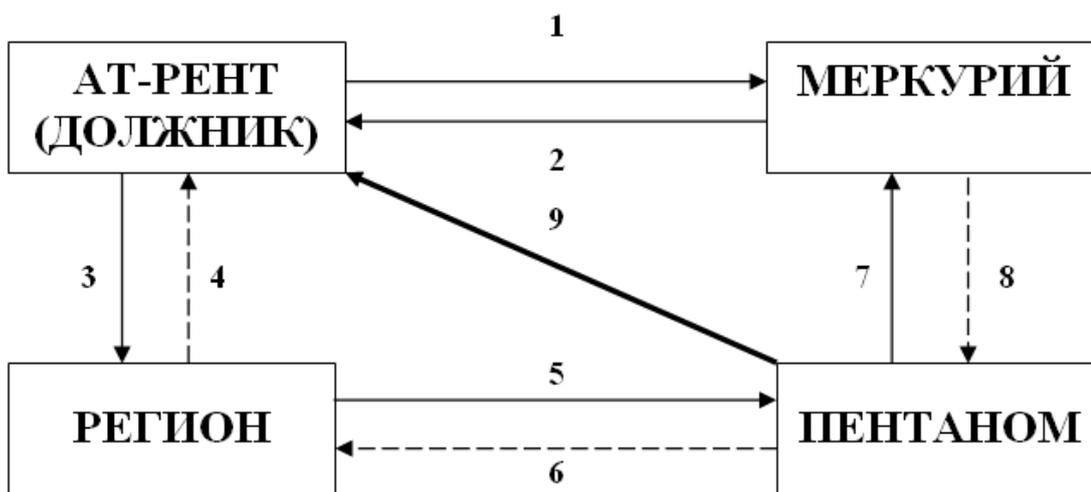
²⁹ Выписка из ЕГРЮЛ от 24.05.2010 №85754А/2010. С. 1-3.

произведен не был по причине отсутствия свободных денежных средств. В этот же день были составлены (1) третейское соглашение между ООО «Пентаном» (Векселедержатель, Истец по третейскому делу), ООО «Меркурий» (Векселедатель, Ответчик по третейскому делу) и ООО «АТ-РЕНТ» (Индоссант, Ответчик по третейскому делу) о передаче возникшего между ними спора по взысканию Истцом с Ответчиков задолженности по векселю № 0001 на сумму 70 млн руб.; (2) соответствующее исковое заявление от ООО «Пентаном».

Несмотря на то, что, как это было указано выше, ООО «АТ-РЕНТ» не имел права реализовывать вексель ООО «Меркурия», последний не пытался оспорить эту сделку. Напротив, в Отзыве по третейскому делу ООО «Меркурий» признает обоснованность заявленных исковых требований о погашении векселя № 0001, хотя, принимая данные обязательства, ООО «Меркурий» не получил никаких связанных с этими обязательствами экономических выгод (нежилое помещение ООО «АТ-РЕНТ» к ООО «Меркурий» так и не перешло). Бездействие органов управления ООО «Меркурий» в отношении ООО «АТ-РЕНТ», реализовавшего простой вексель № 0001 в нарушение условий договора, позволяет предположить недобросовестность органов управления ООО «Меркурий».

Решением третейского суда от 25 июня 2010 г. по делу № 1-ТС требования Истца признаны обоснованными: суд постановил взыскать солидарно с ООО «Меркурий» и ООО «АТ-РЕНТ» 70 млн руб. в пользу ООО «Пентаном», что позволило последнему предъявить свои требования в ходе дела о банкротстве ООО «АТ-РЕНТ» (30.06.2011 г.).

Характер и последствия анализируемых сделок, действий (бездействий) органов управления ООО «АТ-РЕНТ» (Должника) позволяют предположить, что Должник намеренно аккумулировал существенные долговые обязательства, необеспеченные имуществом (рис. 8).



Примечания:

1 –	Составлен предварительный договор купли продажи нежилого помещения <i>под отлагательным условием</i> между ООО «АТ-РЕНТ» (будущий Продавец) и ООО «Меркурий» (будущий Покупатель)	20.05.2009
2 –	В обеспечение обязательств ООО «Меркурий» (будущий Покупатель) перед ООО «АТ-РЕНТ» (будущий Продавец) по вышеуказанному договору выписан вексель № 0001 на сумму 70 млн руб.	20.05.2009
3 –	Для пополнения оборотных активов вексель № 0001 продан ООО «АТ-РЕНТ» (Продавец, индоссант) ООО «Регион» (Покупатель) (договор купли-продажи ценных бумаг)	14.10.2009
4 –	Сведения о погашении задолженности ООО «Регион» (Покупатель) по вышеуказанному договору перед ООО «АТ-РЕНТ» (Продавец, индоссант) отсутствуют	?
5 –	Вексель № 0001 продан ООО «Регион» (Продавец) ООО «Пентаном» (Покупатель) (договор купли-продажи ценных бумаг)	17.06.2010

6 –	Сведения о погашении задолженности ООО «Пентаном» (Покупатель) по вышеуказанному договору перед ООО «Регион» (Продавец) отсутствуют	?
7 –	Требования ООО «Пентаном» (Векселедержатель) предъявлены к ООО «Меркурий» (Векселедатель)	18.06.2010
8 –	ООО «Меркурий» (Векселедатель) отказывает в оплате, сославшись на отсутствие денежных средств	18.06.2010
9 –	Требования ООО «Пентаном» (Векселедержатель) предъявлены ООО «АТ-РЕНТ» (Индоссант)	18.06.2010 ³⁰

Рисунок 8 – Схема аккумуляции долговых обязательств, необеспеченных собственным имуществом Должника³¹

В этом отношении следует обратить особое внимание: (а) на заключение предварительного договора купли-продажи имущества, без которого должник не способен осуществлять основную деятельность; (б) на продажу векселя, по которому у Должника в дальнейшем возникли существенные спорные обязательства, которая не сопровождалась, как это следует из финансовой отчетности, получением платежа.

Проведенный анализ показал, что сделки, а также действий (бездействия) органов управления Должника, связанные с возникновением спорных обязательств перед ООО «Пентаном», *оцениваемые в совокупности* по своему экономическому содержанию не соответствуют рыночным условиям. Можно констатировать, что действия Должника были направлены на аккумуляцию долговых обязательств, необеспеченных имуществом. Таким образом, усматриваются признаки преднамеренного банкротства Должника.

³⁰ 30.06.2011 г. – требование кредитора по делу №А56-16028/2010 о банкротстве (несостоятельности) ООО «АТ-РЕНТ».

³¹ Сост. автором.

На следующем этапе финансовой диагностики, в соответствии с Правилами финансового анализа, проводится углубленный анализ активов и пассивов неплатежеспособного предприятия.

Начиная с четвертого квартала 2009 г., в составе активов Должника оборотные активы практически полностью отсутствуют. Преобладающую долю внеоборотных активов составляет незавершенное строительство. Наиболее ликвидные, а также ликвидные активы Должника полностью состоят из краткосрочных финансовых вложений (незначительное исключение составляет 2 квартал 2009 г.).

В течение анализируемого периода стоимость материального имущества Должника не меняется. Вместе с тем доля соответствующих статей (без учета стоимости незавершенного строительства, сведения о составе которого отсутствуют) в общем объеме активов крайне незначительна. Запасы отсутствуют, стоимость основных средств составляет 4 775 тыс. руб. Отметим, что 26 сентября 2008 г. в отношении недвижимого имущества Должника (нежилое помещение, расположенное по адресу: г. Санкт-Петербург, Гаванская улица, д. 19/100, лит А, пом. 12Н) был вынесен запрет на распоряжение; 17 июня 2009 г. недвижимое имущество было арестовано; очередные запреты на распоряжение данным имуществом были вынесены 4 августа и 2 декабря 2009 г.³²

Дебиторская задолженность предприятия фигурирует в финансовой отчетности в период со второго квартала 2008 г. по третий квартал 2009 г. Величина дебиторской задолженности составляет существенную долю активов Должника. Следует еще раз подчеркнуть, что вся дебиторская задолженность за указанный период носит долгосрочный характер, что неблагоприятно характеризует финансовое состояние Должника и качество финансового менеджмента. В период с четвертого квартала 2008 г. по третий квартал 2009 г. величина дебиторской задолженности не меняется.

³² Выписка из Единого государственного реестра прав на недвижимое имущество и сделок с ним о правах ООО «АТ-РЕНТ» на имеющиеся у него объекты недвижимого имущества от 06.09.2011 №01/520/2011-055.

С начала анализируемого периода и до третьего квартала 2009 г., а также во втором и в третьем кварталах 2010 г. в бухгалтерском балансе Должника представлены финансовые вложения. В первый из указанных периодов величина финансовых вложений составляет существенную долю активов Должника, которая незначительно увеличивается с 25% до 28% к концу периода. Судя по балансу, данные финансовые вложения носят краткосрочный характер. Однако, как было отмечено выше, сумма по данной статье (20 500 тыс. руб.) не меняется в течение длительного времени. Можно предположить, что комментируемые финансовые вложения фактически носили долгосрочный характер. Доля финансовых вложений в активах во втором из указанных периодов незначительна (4 – 7%). Динамика финансовых вложений Должника за анализируемый период показана на рис. 9.

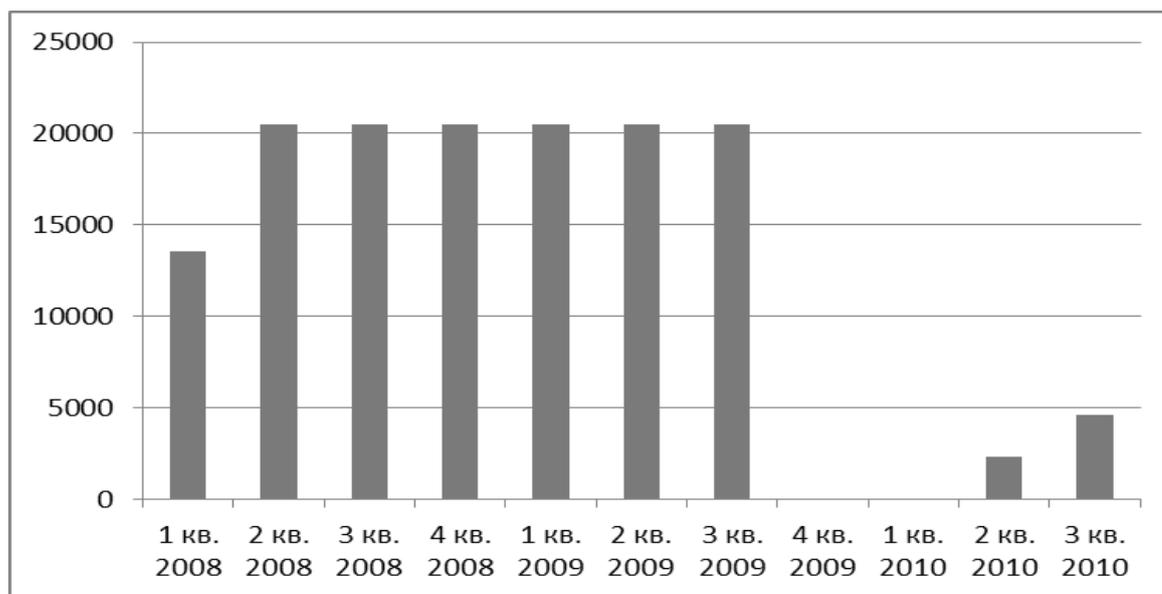


Рисунок 9 – Динамика финансовых вложений Должника за анализируемый период, тыс. руб.³³

Что касается характеристики финансового состояния Должника в целом, практически на протяжении всего анализируемого периода у *предприятия отсутствуют денежные средства*, что является одним из главных

³³ Сост. автором.

финансовых признаков его неплатежеспособности. Состав активов Должника по состоянию на 30.09.2010 г. представлен в табл. 7.

Таблица 7 – Состав активов Должника по состоянию на 30.09.2010 г.³⁴

Наименование раздела / статьи	Балансовая стоимость, тыс. руб.	Удельный вес в совокупных активах, %
внеоборотные активы, в том числе:	60 246	93
незавершенное строительство	55 471	86
основные средства	4 775	7
оборотные активы, в том числе:	4 589	7
финансовые вложения	4 589	7

Таким образом, на конец анализируемого периода активы Должника на 93% состоят из внеоборотных активов. Внеоборотные активы, в свою очередь, сформированы за счет основных средств (балансовая стоимость – 4 775 тыс. руб., доля в валюте баланса – примерно 7%) и незавершенного строительства (балансовая стоимость – 55 471 тыс. руб., доля в валюте баланса – 86%).

Как было отмечено выше, 26 сентября 2008 г. в отношении недвижимого имущества Должника был вынесен запрет на распоряжение; 17 июня 2009 г. недвижимое имущество было арестовано. Очередные запреты по распоряжению данным имуществом были вынесены 4 августа и 2 декабря 2009 г.³⁵ Следовательно, соответствующий объект основных средств является труднореализуемым.

В то же время основным видом деятельности Должника является сдача внаем собственного нежилого недвижимого имущества (код по ОКВЭД 70.20.2). Таким образом, указанный объект основных средств представляет собой актив, при выбытии которого невозможна основная

³⁴ Сост. автором.

³⁵ Выписка из Единого государственного реестра прав на недвижимое имущество и сделок с ним о правах ООО «АТ-РЕНТ» на имеющиеся у него объекты недвижимого имущества от 06.09.2011 №01/520/2011-055.

деятельность должника (первая группа). Поэтому реализация данного объекта для расчетов с кредиторами, а также покрытия судебных расходов и расходов на выплату вознаграждения арбитражному управляющему, если говорить о *целях восстановления платежеспособности Должника* невозможна. В то же время нельзя оценить потенциал реализации финансовых вложений и объектов незавершенного строительства. Весьма вероятно, что данные активы являются фиктивными (документы, подтверждающие наличие соответствующего имущества, как и документы, раскрывающие состав вышеназванных балансовых статей, отсутствуют). Таким образом, Должник, по-видимому, не располагает избыточными активами. Кроме того, реализация объекта основных средств затруднительна.

По результатам анализа пассивов Должника отмечается финансовая неустойчивость, обусловленная существенной долей заемных средств (преимущественно займов и кредитов) в пассиве. В то же время, нельзя не отметить, что доля займов и кредитов в анализируемом периоде снижается, а, начиная с четвертого квартала 2009 г. краткосрочные займы и кредиты полностью погашены, что само по себе весьма позитивно. Однако целесообразно сопоставить сокращение сумм по статьям займов и кредитов с изменениями в активе бухгалтерского баланса. В четвертом квартале 2009 г. и в первом квартале 2010 г., предприятие, взыскав долгосрочную дебиторскую задолженность и, по-видимому, реализовав финансовые вложения, становится неликвидным.

Повышение финансовой устойчивости такой ценой уже нельзя расценить положительно. У Должника для этого были веские основания. Именно в четвертом квартале 2009 г. вводится очередной запрет на распоряжение недвижимым имуществом Должника³⁶, а в первом квартале 2010 г. – арест всех имеющихся у него денежных средств³⁷.

³⁶ Возражения кредиторов (ООО «Полярный» и ООО «СИН») относительно требования кредитора ООО «Пентаном» от 31.08.2011 по делу №А56-16028/2010. С. 3.

³⁷ Выписка из Единого государственного реестра прав на недвижимое имущество и сделок с ним о правах ООО «АТ-РЕНТ» на имеющиеся у него объекты недвижимого имущества от 06.09.2011 №01/520/2011-055.

Отдельного упоминания заслуживает и следующее. Несмотря на благоприятную динамику доли займов и кредитов в пассиве (рис. 10), еще раз подчеркнем, что обеспеченность долговых обязательств анализируемого предприятия весьма сомнительна.

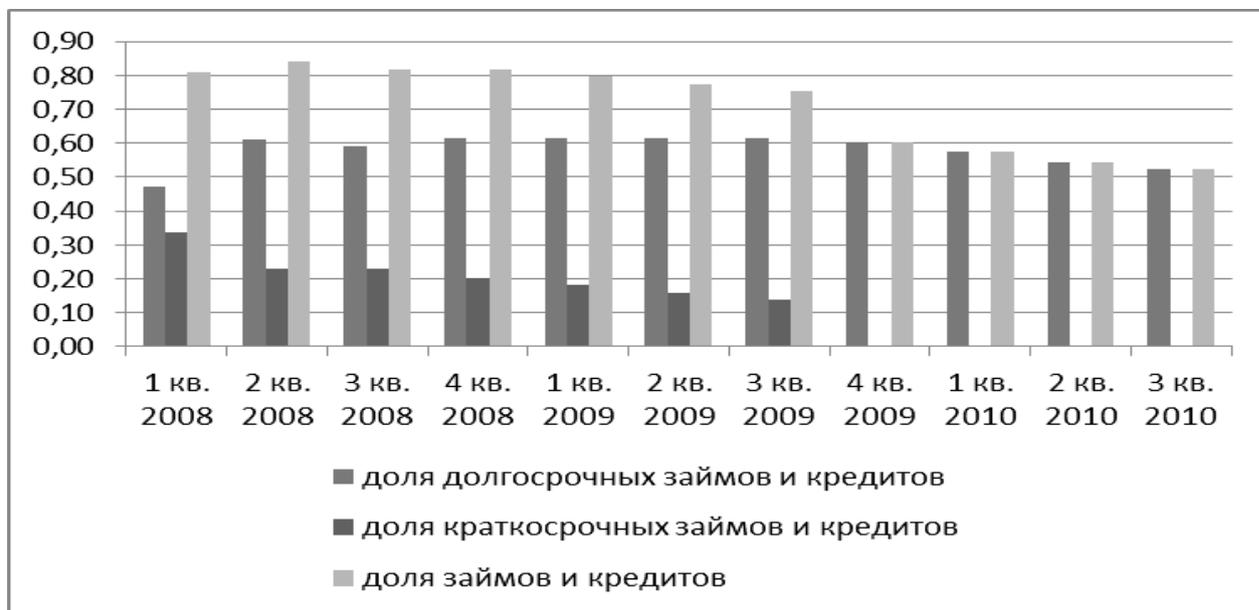


Рисунок 10 – Динамика доли займов и кредитов в пассиве Должника за анализируемый период³⁸

Материальные активы, представленные основными средствами, составляют незначительную долю активов. Преимущественно активы состоят из незавершенного строительства, долгосрочной дебиторской задолженности, финансовых вложений, то есть активов, которые, по-видимому, неликвидны или низколиквидны, а также не приносят дохода (в частности, доходы от финансовых вложений в финансовой отчетности не значатся).

Следует особо отметить, что, *несмотря на изначально сомнительный состав активов, Должник привлек существенные кредитные ресурсы* (во втором квартале 2008 г. долгосрочные кредиты займы увеличились на 22 млн руб.), *что, в результате, непоправимо ухудшило его финансовое состояние* (рис. 11).

³⁸ Сост. автором.

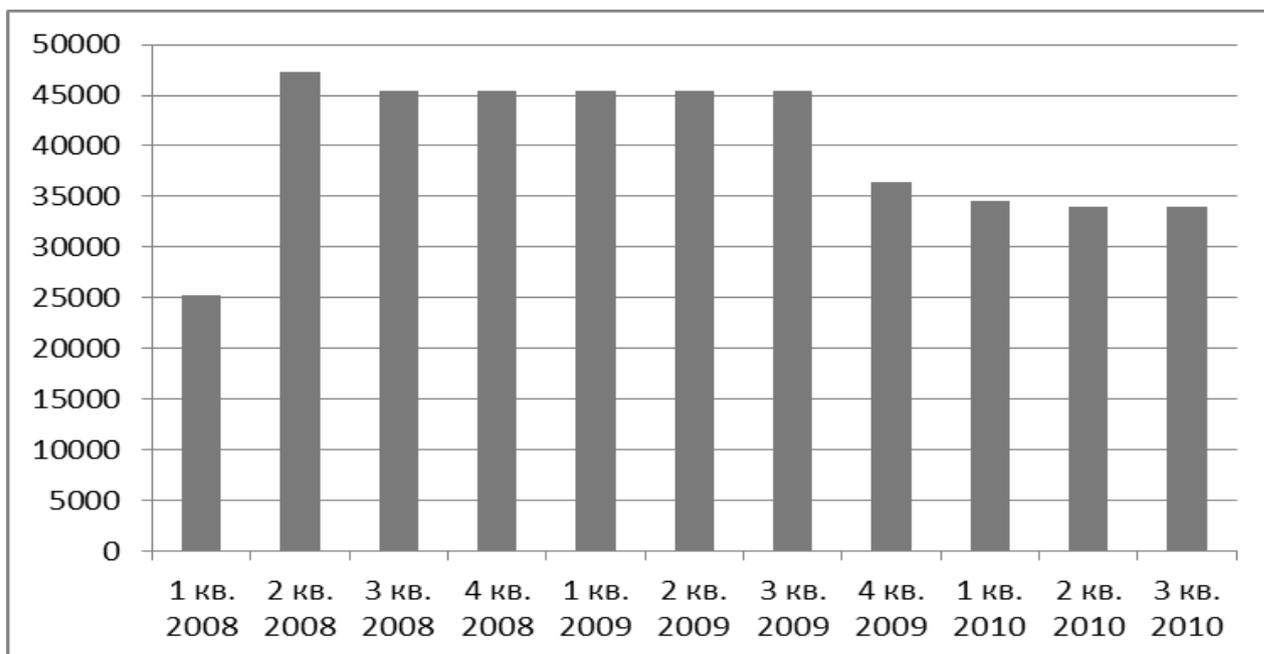


Рисунок 11 – Динамика долгосрочных займов и кредитов Должника за анализируемый период, тыс. руб.

Подытоживая вышесказанное, считаем необходимым отметить, что на протяжении всего анализируемого периода финансовое состояние Должника характеризовалось не только явной неплатежеспособностью и финансовой неустойчивостью, но и скрытой неоплатностью (недостаточностью имущества для погашения обязательств), то есть в финансовом смысле предприятие являлось банкротом до введения судебных процедур разрешения неплатежеспособности.

Завершающим этапом финансовой диагностики неплатежеспособного предприятия выступает оценка возможности безубыточной деятельности. Вместе с тем необходимые сведения об оценке критического объема реализации и запаса прочности в этом отношении отсутствуют. В то же время следует отметить, что существенного сокращения выручки в анализируемом периоде не выявлено. Выручка достаточно стабильна. Более того, как показано в табл. 8, 9, деятельность предприятия прибыльна.

Таблица 8 – Динамика выручки и чистой прибыли Должника за 2008 г. и первое полугодие 2009 г., тыс. руб.³⁹

Наименование показателя	1 кв. 2008	2 кв. 2008	3 кв. 2008	4 кв. 2008	1 кв. 2009	2 кв. 2009
Выручка, принимаемая к расчету, тыс. руб.	2 729	5 252	7 698	9 926	2 079	4 582
Среднемесячная выручка, тыс. руб.	910	875	855	827	693	764
Чистая прибыль, тыс. руб.	2 282	4 413	5 914	5 346	1 436	3 214

Таблица 9 – Динамика выручки и чистой прибыли Должника за второе полугодие 2009 г. – 3-й квартал 2010 г., тыс. руб.⁴⁰

Наименование показателя	3 кв. 2009	4 кв. 2009	1 кв. 2010	2 кв. 2010	3 кв. 2010
Выручка, принимаемая к расчету, тыс. руб.	7 085	9 145	1 779	3 559	5 338
Среднемесячная выручка, тыс. руб.	787	762	539	593	593
Чистая прибыль, тыс. руб.	4 796	4 036	1 297	2 685	4 063

Таким образом, можно допустить, что основной вид деятельности Должника целесообразен, и безубыточная деятельность возможна, во всяком случае по отношению к чистому финансовому результату. Однако примечательно, что, начиная с первого квартала 2010 г., отсутствуют суммы по статьям себестоимости продаж.

³⁹ Сост. автором.

⁴⁰ Сост. автором.

В целом финансовая диагностика Должника позволяет сделать следующие *основные выводы*.

На исследуемый период приходится масштабный финансово-экономический кризис, который крайне неблагоприятно отразился на условиях бизнеса анализируемого предприятия. Несмотря на признаки стабилизации экономической конъюнктуры в конце данного периода, финансовое состояние Должника ухудшилось. Наиболее существенные изменения анализируемых финансовых показателей произошли в 4 квартале 2009 г. Начиная с этого времени, и в течение полугода у предприятия полностью отсутствуют не только наиболее ликвидные, но и ликвидные активы, то есть оно фактически является не только неплатежеспособным, но и неликвидным.

В анализируемом периоде происходит сокращение отражаемых в бухгалтерском балансе долговых обязательств. Однако Должник, по всей видимости, не располагает имуществом, которое можно было бы реализовать для расчетов с кредиторами, а также покрытия судебных расходов и расходов на выплату вознаграждения арбитражному управляющему в рамках реабилитационных процедур – в целях восстановления платежеспособности и дальнейшего продолжения финансово-хозяйственной деятельности. В связи с наличием обременений реализация объекта основных средств затруднительна.

Несмотря на относительно высокие значения коэффициентов обеспеченности обязательств активами, абсолютной и текущей ликвидности, а также на их в основном положительную динамику, Должник не располагает денежными средствами на протяжении практически всего анализируемого периода, что является одним из главных финансовых признаков его неплатежеспособности. При этом информация о степени ликвидности долгосрочной дебиторской задолженности и финансовых вложений отсутствует. В том случае, если данные активы не являлись ликвидными, финансовое состояние Должника характеризовалось неликвидностью и неплатежеспособностью еще в начале анализируемого периода.

По результатам анализа финансовой устойчивости и деловой активности Должника, в соответствии с Правилами финансового анализа для арбитражных управляющих, выводы неоднозначны. С одной стороны, значение коэффициента автономии характеризует предприятие как относительно устойчивое. С другой стороны, коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами имеет отрицательные значения, что свидетельствует о неприемлемой в целях оценки финансовой устойчивости структуре финансирования.

Относительно высокие значения и положительную динамику чистых активов необходимо расценить положительно. Однако наиболее существенную долю активов Должника зачастую составляют незавершенное строительство, долгосрочная дебиторская задолженность и краткосрочные финансовые вложения, учетная стоимость которых скорее всего существенно завышена. Поэтому с высокой вероятностью можно сделать допущение о том, что величина чистых активов Должника в рыночной оценке, по крайней мере, на конец исследуемого периода отрицательна.

Обращает на себя внимание относительно высокая рентабельность продаж (норма чистой прибыли). В то же время, судя по значениям показателей оборачиваемости дебиторской и кредиторской задолженности, условия кредитования, которые Должник предоставляет своим контрагентам, несопоставимо выгоднее тех условий, которые предоставляют контрагенты Должнику. Деятельность предприятия на протяжении всего анализируемого периода рентабельна, выручка достаточно стабильна, что, в отсутствие сведений для оценки и анализа критического объема реализации, позволяет допускать целесообразность его функционирования.

Подчеркнем, что основным видом деятельности Должника является сдача внаем собственного нежилого недвижимого имущества. Вместе с тем в течении анализируемого периода были совершены крупные сделки, которые противоречат целям его деятельности. В частности, сделки Должника, связанные с возникновением спорных обязательств перед ООО «Пентаном»,

по своему экономическому смыслу направлены на аккумуляцию долговых обязательств, необеспеченных имуществом. Таким образом, *усматриваются признаки преднамеренного банкротства* предприятия.

Итак, обстоятельства, дающие основания полагать, что платежеспособность Должника может быть восстановлена, но момент проведения анализа не установлены. На протяжении всего анализируемого периода финансовое состояние Должника характеризовалось не только явной неплатежеспособностью, но и скрытой неоплатностью (недостаточностью имущества для погашения обязательств).

Поэтому при отсутствии ходатайства учредителей (участников) должника, уполномоченного государственного органа, а также третьих лиц, подкрепленного предоставлением обеспечения исполнения обязательств должника в соответствии с требованиями действующего Федерального закона Российской Федерации «О несостоятельности (банкротстве)», целесообразно обратиться в суд с ходатайством о введении в отношении ООО «АТ-РЕНТ» процедуры *конкурсного производства*.

Приложение 2

Страны с развитыми и с формирующимися финансовыми рынками⁴¹

Источник классификации	Страны с развитыми финансовыми рынками	Страны с формирующимися финансовыми рынками	
S&P Dow Jones Indices	Австралия, Австрия, Бельгия, Великобритания, Германия, Гонконг, Дания, Израиль, Ирландия,	Бразилия, Венгрия, Греция, Египет, Индия, Индонезия, Катар, Китай, Колумбия, Малайзия, Мексика, Объединенные Арабские Эмираты, Пакистан, Перу, Польша, Российская Федерация, Тайвань, Таиланд, Турция, Филиппины, Чехия, Чили, ЮАР	
FTSE Group	Испания, Италия, Канада, Люксембург, Нидерланды, Новая Зеландия, Норвегия, Португалия, Сингапур, США, Финляндия, Франция, Швейцария, Швеция, Южная Корея, Япония	Страны с более развитыми формирующимися рынками	Страны с менее развитыми формирующимися рынками
		Бразилия, Венгрия, Греция, Малайзия, Мексика, Польша, Тайвань, Таиланд, Турция, Чехия, ЮАР	Египет, Индия, Индонезия, Катар, Китай, Колумбия, Объединенные Арабские Эмираты, Российская Федерация, Пакистан, Перу, Филиппины, Чили

⁴¹ Сост. по: Annual country classification consultation. S&P Dow Jones Indices. June 2016. P. 15. URL: file:///C:/Users/Ilea/Downloads/20160602-spdji-country-classification-consultation%20(1).pdf (дата обращения: 12.12.2016); S&P Dow Jones Indices announces country classification consultation results. December 2016. P. 1. URL: file:///C:/Users/Ilea/Downloads/20161215-spdji-country-classification-consultation-results.pdf (дата обращения: 12.12.2016); FTSE annual country classification review. September 2016. P. .URL: http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE-Country-Classification-Update_latest.pdf (дата обращения: 12.12.2016).

Приложение 3

Позиция Российской Федерации в глобальном рейтинге финансового развития⁴²

Факторы финансового развития	Место в рейтинге	Субфакторы финансового развития	Место в рейтинге
I Институциональные условия функционирования финансовой системы			
1 (I) Институциональный климат	59	Либерализация финансового сектора	56
		Корпоративное управление	61
		Нормативно-правовая база	61
		Контрактная дисциплина	38
2 (I) Бизнес – климат	32	Человеческий капитал	34
		Налогообложение	48
		Инфраструктура	31
		Стоимость ведения бизнеса	24
3 (I) Финансовая стабильность	41	Устойчивость валютной системы	11
		Устойчивость банковской системы	59
		Риск кризиса по суверенным долговым обязательствам	36

⁴² Сост. по: The Financial Development Report 2012. Geneva, NY: World Economic Forum, 2012. P. 240 – 243.

Факторы финансового развития	Место в рейтинге	Субфакторы финансового развития	Место в рейтинге
II Финансовые механизмы			
4 (II) Банковские финансовые услуги	58	Индекс размера	52
		Индекс эффективности	58
		Раскрытие финансовой информации	42
5 (II) Небанковские финансовые услуги	8	Активность рынка IPO	16
		Активность рынка M&A	7
		Страхование	20
		Секьюритизация	3
6 (II) Финансовые рынки	35	Валютный рынок	13
		Срочный рынок	-
		Развитие рынка долевого инструментария	24
		Развитие рынка долговых инструментов	48
III Финансовая инклюзия			
7 (III) Доступность капитала	50	Доступность для хозяйствующих субъектов	53
		Доступность для физических лиц	40

Приложение 4

Оценка индекса финансового развития (ИФР) по методологии Всемирного экономического форума⁴³

Факторы финансового развития	Доля в ИФР, %	Субфакторы финансового развития	Удельный вес показателя в группе факторов, %
1) Институциональный климат	14,29	1) Либерализация финансового сектора	25
		2) Корпоративное управление	25
		3) Нормативно-правовая база	25
		4) Контрактная дисциплина	25
2) Бизнес – климат	14,29	5) Человеческий капитал	25
		6) Налогообложение	25
		7) Инфраструктура	25
		8) Стоимость ведения бизнеса	25
3) Финансовая стабильность	14,29	9) Устойчивость валютной системы	30
		10) Устойчивость банковского вектора	40
		11) Риск кризиса по суверенным долговым обязательствам	30

⁴³ Сост. по: Reuttner I., Glass T. Op. cit. P. 36 – 38.

Факторы финансового развития	Доля в ИФР, %	Субфакторы финансового развития	Удельный вес показателя в группе факторов, %
4) Банковские финансовые услуги	14,29	12) Индекс размера	40
		13) Индекс эффективности	40
		14) Раскрытие финансовой информации	20
5) Небанковские финансовые услуги	14,29	15) Активность рынка IPO	25
		16) Активность рынка M&A	25
		17) Страхование	25
		18) Секьюритизация	25
6) Финансовые рынки	14,29	19) Валютный рынок	20
		20) Рынок деривативов	20
		21) Развитие рынка долевых инструментов	30
		22) Развитие рынка долговых инструментов	30
7) Доступность финансовых ресурсов	14,29	23) Доступность для хозяйствующих субъектов	50
		24) Доступность для физических лиц	50

Приложение 5

Показатели финансового развития по методологии Всемирного банка⁴⁴

Показатели функционирования финансовых институтов	Показатели функционирования финансовых рынков
I Показатели финансовой глубины (глубины финансовых систем)	
<p>Банковские кредиты нефинансовым компаниям к ВВП</p> <p>Объем совокупных активов банковского сектора к ВВП</p> <p>Объем совокупных активов небанковских финансовых институтов к ВВП</p>	<p>Капитализация рынка акций к ВВП</p> <p>Оборот рынка акций к ВВП</p> <p>Объем рынка долговых ценных бумаг (национальный корпоративный сегмент) к ВВП</p> <p>Объем рынка долговых ценных бумаг (национальный суверенный сегмент) к ВВП</p> <p>Объем рынка долговых ценных бумаг (международный сегмент) к ВВП</p> <p>Объем новых синдицированных кредитов к ВВП</p> <p>Объем новых выпусков облигаций к ВВП</p> <p>Средний срок синдицированных кредитов</p> <p>Средний срок облигационных займов</p>

⁴⁴ Сост. по: The Little Data Book on Financial Development 2015/2016. Washington, DC: World Bank, 2016. P. 2; 220 – 224.

Показатели функционирования финансовых институтов	Показатели функционирования финансовых рынков
II Показатели финансовой инклюзии (доступности финансовых ресурсов)	
<p>Количество банковских счетов на 1 тыс. взрослого населения</p> <p>Количество банковских отделений на 100 тыс. взрослого населения</p> <p>Доля взрослого населения, имеющего счета в финансовых учреждениях</p> <p>Доля взрослого населения, имеющего вклады в финансовых учреждениях</p> <p>Доля взрослого населения, осуществляющего займы в финансовых учреждениях</p> <p>Доля предприятий, имеющих кредиты финансовых учреждений</p> <p>Доля малых предприятий, имеющих кредиты финансовых учреждений</p> <p>Доля предприятий, финансирующих инвестиции с помощью банков</p> <p>Доля предприятий, финансирующих операционную деятельность с помощью банков</p>	<p>Относительная капитализации компаний, за исключением 10 крупнейших</p> <p>Доля оборота рынка акций, приходящегося на 10 наиболее активно торгуемых компаний</p> <p>Удельный вес корпоративного сегмента облигаций в общем объеме рынка долговых ценных бумаг</p>

Показатели функционирования финансовых институтов	Показатели функционирования финансовых рынков
III Показатели эффективности финансовых систем	
Кредитно-депозитный спрэд Чистая процентная маржа Рентабельность банковских активов Рентабельность собственного капитала банков	Оборачиваемость рынка акций (объем торгов по отношению к рыночной капитализации)
IV Показатели стабильности финансовых систем	
Средневзвешенный Z-счет для коммерческих банков Доля плохих долгов в общем объеме банковских ссуд Отношение регулируемого капитала банков к активам, взвешенным с учетом риска	Волатильность рынка акций

