

Финансовая концепция банкротства предприятий: содержание и потенциал развития

The financial concept of corporate bankruptcy: the essence and potential for development

Львова Н.А.,

кандидат экономических наук, доцент кафедры теории кредита и финансового менеджмента, Санкт-Петербургский государственный университет

Lvova N.A.,

the Chair of Credit Theory and Financial Management, Saint Petersburg State University

Аннотация. Статья посвящена развитию финансовой концепции банкротства предприятий. С учетом научных представлений по данной проблематике и специфики функционирования современных систем несостоятельности выявлены основные положения концепции, проанализированы дискуссионные вопросы в этой области, предложены их возможные решения. Аргументировано, что определяющее значение в противоположных взглядах на финансовую природу банкротства предприятий имеет трактовка абсолютной неплатежеспособности. Раскрыты допущения о финансовом смысле абсолютной неплатежеспособности и методические подходы к формированию теоретических моделей финансовой несостоятельности.

Ключевые слова: банкротство, банкротство предприятий, неплатежеспособность, абсолютная неплатежеспособность, финансовая несостоятельность, финансовые затруднения.

Abstract. The financial concept of corporate bankruptcy: the essence and potential for development.

The article is aimed to develop the financial conception of the corporate bankruptcy. Taking into account the scientific views on this subject and the specifics of modern insolvency systems functioning, the main provisions of the concept are identified, discussion issues in this area are analyzed, and their possible solutions are suggested. It is argued that the crucial point in the opposite views on the financial nature of the corporate bankruptcy is the interpretation of the absolute insolvency. The assumptions about the financial sense of the absolute insolvency and the methodological approaches to develop theoretical models of financial insolvency are disclosed.

Keywords: bankruptcy, corporate bankruptcy, insolvency, absolute insolvency, financial failure, financial distress.

Формирование финансовой концепции банкротства предприятий связано с развитием школы прогнозирования финансовых затруднений (financial distress prediction school), начало которой было положено работами У. Бивера и Э. Альтмана во второй половине 1960-х гг. [13; 11]. Однако истоки исследуемой концепции прослеживаются и ранее в теории и практике оценки кредитоспособности заемщиков. Любопытное предположение, в частности, содержится в примечаниях к Трактату о счетах и записях (1494 г.), авторство кото-

рого принадлежит родоначальнику двойной бухгалтерии Л. Пачоли. По мнению М.И. Кутера и Я.В. Соколова, финансовая отчетность того времени (а конкретнее счет «Капитал» Главной книги) позволяла «составить общую картину имущества, которым владел купец, и определить размер чистого имущества, т.е. осуществить проверку на банкротство» [7, с. 161].

Впрочем, кредитные отношения в христианском мире длительное время были ограничены в связи с запретом ссудного процента [см. подробнее: 14, р. 132–135], что закономерно отразилось в позднем развитии оценки кредитного риска. Качественные подходы в этом отношении стали внедряться в международную рыночную практику лишь в XIX в. [12; р. 234–235]. Первая консалтинговая компания (Mercantile Agency), которая специализировалась на оценке кредитного риска предпринимателей, была основана в Нью-Йорке в 1841 г. (именно с этого момента начинается свою историю ведущая глобальная компания на рынке корпоративной информации Dun&Bradstreet). Наиболее ранние научные исследования в области оценки кредитного риска и прогнозирования банкротства предприятий были опубликованы в начале XX в. [11, р. 590]. В связи с этим следует отдельно упомянуть работу У. Розендейла (1908 г.) — одного из первых авторов, который задался вопросом о том, действительно ли можно предсказать любой коммерческий крах [18, р. 185], и систематизировал наиболее успешные методические подходы, которые на тот момент применялись кредитными отделами американских банков¹.

1. Многообразие представлений о банкротстве и финансовой несостоятельности

К настоящему времени корпус работ, посвященный прогнозированию корпоративного банкротства, по самым скромным оценкам насчитывает сотни тысяч наименований². Однако финансовые представления в этой области по-прежнему не упорядочены и содержат многочисленные юридические напластования, что актуализирует цель представленного исследования, которая заключалась в обосновании и развитии ключевых положений финансовой концепции банкротства предприятий. Важнейшая предпосылка исследования, в свою очередь, заключалась в дифференциации юридических и экономических взглядов на природу банкротства [5, с. 128], которые, однако, неразрывно взаимосвязаны в условиях повседневной бизнес-практики:

¹ Заметим, что вклад У. Розендейла в развитие методов прогнозирования корпоративного банкротства, как правило, ограничивается рекомендациями по оценке коэффициента текущей ликвидности — *current ratio* [см., например, 13, р. 71]. И действительно, в комментируемой статье Розендейла было, вероятно, впервые отмечено, что повышение относительного уровня текущих активов благоприятно влияет на оценку кредитоспособности заемщика. Кроме того, было рекомендовано желаемое соотношение текущих активов и задолженности («the ratio of quick assets to liabilities»), которое, по утверждению автора, оценивалось «хорошими» кредитными экспертами в диапазоне от 1 до 2,5 [18, р. 187]. Примечательно, что формула расчета рекомендованного коэффициента отличается от традиционной формулы коэффициента текущей ликвидности [ср.: 13, р. 78]. К тому же предложения автора касаются в большей степени описательного анализа финансовой отчетности корпораций по унифицированным аналитическим формам, которые, с его точки зрения, должны были быть дополнены инструментами динамического и сравнительного анализа с привлечением разнообразных сведений о заемщиках, включая рейтинги основных кредитных агентств. Интересно, что, как следует из рекомендуемых аналитических форм финансовой отчетности [18, р. 191, 192], к последним Розендейл причислил R. G. Dun & Company и Bradstreet, которые через четверть века объединились в составе вышеупомянутой компании Dun & Bradstreet.

² К примеру, лишь по запросу «bankruptcy prediction» (в пер. с англ. — прогнозирование банкротства) агрегатор научных публикаций «Google Scholar» демонстрирует более 80 тыс. результатов поиска. Аналогичный запрос на русском языке обеспечивает свыше 16 тыс. результатов.

С юридической точки зрения содержание банкротства в существенной степени определяется нормами действующего законодательства, которые позволяют оценить признаки ситуации, в которой неплатежеспособное предприятие *не должно* продолжать свою деятельность. Например, недопустимым считается продолжение бизнеса при наличии просроченного долга в течение определенного срока. Поэтому в современных системах несостоятельности предприятие признается банкротом, как правило, по факту неплатежеспособности. Это означает, что юридическая концепция не позволяет охарактеризовать финансовое состояние предприятия-банкрота исчерпывающим, а равно и одновариантным способом. Неслучайно столь неоднозначно в литературе и на практике воспринимается «возможность восстановления платежеспособности» должника, которая выступает необходимым условием для введения реабилитационных процедур банкротства российских предприятий (внешнего управления и финансового оздоровления)¹.

С экономической точки зрения, напротив, приоритетное значение имеет содержание ситуации, при которой неплатежеспособный должник *не может* продолжать свою деятельность. В этой связи востребованы критерии оценки финансового состояния предприятий, которые позволят отделить абсолютно неплатежеспособных банкротов от временно неисправных, но потенциально платежеспособных должников. Таким образом, финансовая концепция банкротства является одним из системообразующих элементов соответствующей экономической концепции.

Следует также отметить, что банкротство можно рассматривать и в динамическом, и в статистическом ракурсах, то есть одновременно и как процесс, и как состояние должника. В целях исследования мы в основном ограничимся статическим подходом, анализируя банкротство как особое финансовое состояние предприятия, которое в литературе также принято обозначать термином «финансовая несостоятельность». Как правило, представители финансовой науки интерпретируют финансовую несостоятельность в широком смысле. В результате в моделях прогнозирования банкротства она нередко отождествляется с неплатежеспособностью, дефолтом или финансовыми затруднениями [10, р. 288; 13, р. 71; 17, р. 109, 111]. На наш взгляд, данные взаимосвязанные категории следует разграничить по отношению к уровню платежеспособности предприятия:

— содержание *финансовых затруднений* выходит за рамки неплатежеспособности, включая любые проявления кризисного финансового состояния (финансовую неустойчивость, нерентабельность, операционную неэффективность и пр.);

— *дефолт* охватывает весь спектр финансовых состояний, связанных с неплатежеспособностью, — другими словами, границы дефолта заданы воз-

¹ Возможность восстановления платежеспособности российских предприятий устанавливается с учетом результатов финансового анализа, который проводится арбитражным управляющим. Порядок данного анализа регламентирован обязательными к применению правилами [см. подробнее: 6, с. 123–140], которые, однако, не содержат четких рекомендаций по данному вопросу [9, р. 362, 363].

можной глубиной неплатежеспособности, вплоть до ее наиболее критического «абсолютного» проявления¹;

— *финансовую несостоятельность* мы предлагаем рассматривать как финансовое состояние, при котором платежеспособность предприятия не подлежит восстановлению, поскольку оно не способно вернуться к нормальной финансовой-хозяйственной деятельности.

В этом смысле определяющее значение в финансовой концепции банкротства приобретает конкретизация признака *абсолютной неплатежеспособности*. Теоретический анализ позволяет выявить два основных подхода к его определению²:

С позиции традиционных представлений абсолютная неплатежеспособность означает, что предприятие испытывает дефицит собственного капитала [см., например, 8, с. 406], то есть речь идет о неоплатности (недостаточности имущества) в ее финансовой интерпретации.

Другая трактовка абсолютной неплатежеспособности прослеживается в рекомендациях по обоснованию реабилитационных процедур банкротства. Если стоимость предприятия при допущении о ликвидации превышает стоимость при допущении о продолжении финансово-хозяйственной деятельности, следует признать банкротство и отказаться от планов по реабилитации бизнеса [12, р. 103]. Таким образом, содержание абсолютной неплатежеспособности заключается в неблагоприятном соотношении оценок стоимости предприятия при альтернативных допущениях о ликвидации и продолжении деятельности.

Какая трактовка абсолютной неплатежеспособности более глубоко раскрывает финансовый смысл банкротства предприятий? Проанализируем этот вопрос с учетом специфики функционирования современных систем несостоятельности.

2. Абсолютная неплатежеспособность как неоплатность (недостаточность имущества) предприятия

В первом приближении первая трактовка достаточно хорошо отражает ситуацию на практике, поскольку корпоративное банкротство, как правило, сопровождается неоплатностью. В поиске убедительных примеров целесообразно проанализировать статистику Всемирного банка, согласно которой кредиторы неплатежеспособных организаций способны взыскать в среднем лишь около 30% долга (и в целом тем меньше, чем о менее развитой системе разрешения неплатежеспособности идет речь) (рис. 1, 2)³.

¹ Подчеркнем, что, как и по отношению к банкротству, следует разделять юридическую и экономическую трактовки дефолта предприятия. С экономической точки зрения мы сознательно абстрагируемся от многообразных технических нарушений финансовых обязательств, акцентируя внимание на неплатежеспособности.

² Вместе с тем взгляды на природу абсолютной неплатежеспособности этими трактовками не ограничиваются. Интересным направлением исследований в этой области представляется адаптация финансовых критериев краха бизнеса, который зачастую ассоциируется с эрозией капитала в связи с неспособностью поддерживать необходимый уровень затрат по его обслуживанию [12, р. 4]. Таким образом, оценка абсолютной неплатежеспособности возможна с применением показателей добавленной стоимости, прикладной потенциал которых не ограничивается традиционными задачами оценки эффективности бизнеса [4; 15].

³ Сост. по: [22].

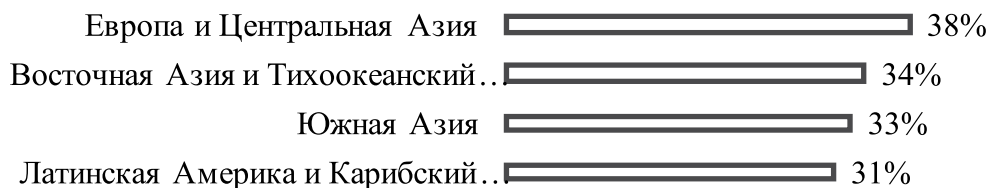


Рис. 1. Средний уровень погашения долга при разрешении неплатежеспособности по регионам мира, по состоянию на июнь 2016 г.

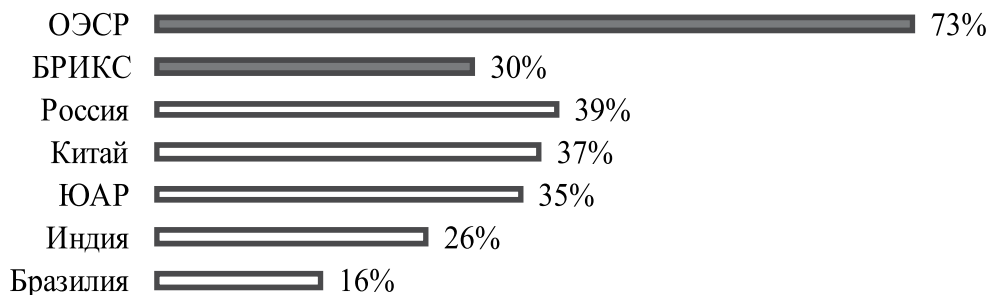


Рис. 2. Средний уровень погашения долга при разрешении неплатежеспособности в развитых и отдельных формирующихся экономиках, по состоянию на июнь 2016 г.

Заметим, что, по сравнению с реальной практикой корпоративного банкротства комментируемые неблагоприятные оценки даже чрезмерно *оптимистичны*, поскольку Всемирный банк вводит ряд допущений, которые касаются и предполагаемых условий бизнеса (в целях обеспечения сопоставимости анализируемых показателей), и перечня ситуаций разрешения неплатежеспособности (данные ситуации не ограничиваются исключительно процедурами банкротства). Поэтому, к примеру, в Российской Федерации по итогам 2016 г. средний уровень возврата долга, рассчитанный по данным Единого федерального реестра сведений о банкротстве (ЕФРСБ), составляет в 12 раз ниже, чем указано на рис. 2, а именно: 3,2% [20].

Примечательно, что удельный вес успешных реабилитационных процедур в России устойчиво находится на уровне статистической ошибки¹. В среднем примерно лишь 7% процедур финансового оздоровления достигает установленных Законодателем целей [1, ст. 2], тогда как для процедур внешнего управления, которые чаще применяются на практике, аналогичный показатель составляет менее 3%. Некоторые выбросы отмечаются в период с 2006 по 2008 г. В дальнейшем значения анализируемых показателей колеблются в узком диапазоне (рис. 3, 4)².

¹ Примечательно, что и сами судебные реабилитационные процедуры банкротства отечественных организаций (финансовое оздоровление, внешнее управление) вводятся в делах о несостоятельности в среднем не более чем в 3% случаев [19].

² Сост. автором по: [21; 23; 24].

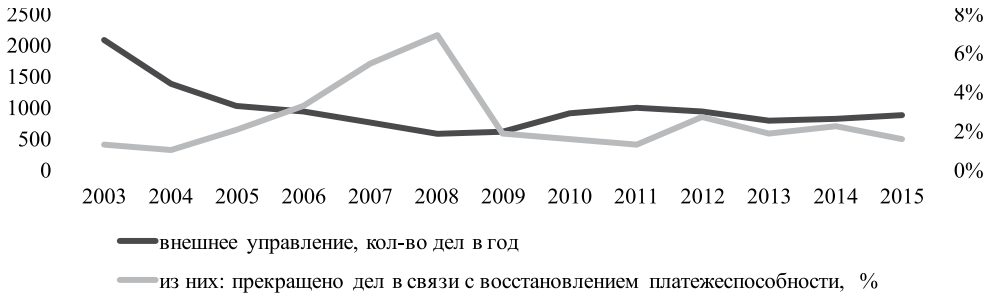


Рис. 3. Динамика процедур финансового оздоровления российских организаций в период с 2003 по 2015 г.



Рис. 4. Динамика процедур внешнего управления российскими организациями в период с 2003 по 2015 г.

3. Абсолютная неплатежеспособность как неблагоприятное соотношение оценок стоимости предприятия

Несмотря на средний уровень сверхзадолженности несостоятельных должников, финансовое состояние банкротов далеко не всегда характеризуется неоплатностью [3, с. 41]. Таким образом, в целях развития финансовой концепции банкротства предприятий следует более пристально присмотреться к порядку обоснования решений в условиях конкурсного процесса. Важнейшее значение в этом случае имеет мнение стейкхолдеров (прежде всего собственников) о перспективах бизнеса и, следовательно, их заинтересованность в поддержке или, напротив, в ликвидации предприятия. Казалось бы, случаями восстановления платежеспособности можно пренебречь, особенно если речь идет о банкротстве российских предприятий. Однако атрофия реабилитационной функции отечественного института корпоративного банкротства не соответствует ни ведущей международной практике¹, ни теоретическим представлениям об эффективной системе несостоятельности.

Так, согласно Международному стандарту несостоятельности и прав кредиторов одной из главных задач национальной системы корпоративного банкротства выступает выявление потенциально жизнеспособных компаний, стоимость которых при допущении о непрерывности деятельности выше, чем

¹ По статистике разрешение неплатежеспособности в развитых странах, как правило, завершается реабилитацией бизнеса. Данный вывод можно сделать, анализируя международную статистику Всемирного банка о конечном исходе процесса разрешения неплатежеспособности. К примеру, данный процесс в среднем чаще завершается реабилитацией бизнеса в странах ОЭСР, и продажей активов по частям — в странах БРИКС [см.: 22].

ликвидационная [25, р. 7]¹. Применительно к отдельным должникам это означает, что корректное решение о банкротстве требует финансового обоснования с учетом сравнительной оценки инвестиционных альтернатив, связанных с продолжением или прекращением бизнеса. Таким образом, именно вторая трактовка абсолютной неплатежеспособности позволяет более глубоко раскрыть смысл банкротства предприятий с финансовой точки зрения, в том числе позволяя формировать *теоретические модели* финансовой несостоятельности.

Данные модели могут быть ориентированы на рыночную стоимость собственного капитала или на совокупную рыночную стоимость предприятия:

Стоимость предприятия как действующего может, к примеру, оцениваться методом капитализации чистой прибыли по ставке для собственного капитала, требуя сопоставления с чистыми активами в рыночной оценке, как это принято в американской практике разрешения неплатежеспособности [2, с. 1080].

Кроме того, стоимость предприятия при допущении о непрерывности бизнеса может быть определена методом капитализации *чистой операционной прибыли* по ставке для инвестированного капитала. Для сравнения уместно использовать учетную стоимость долга, которая, в соответствии с моделью оценки корпоративных обязательств Блэка — Шоулза — Мэртона, выступает условной ценой «покупки» предприятия для собственников и в то же время может быть сопоставлена с его рыночной совокупной стоимостью [16, р. 453, 454].

Выводы

К настоящему времени сложились все необходимые предпосылки для переосмысления финансовой концепции банкротства предприятий, основные положения которой, апеллируя к экономическому взгляду на природу несостоятельности, включают систему важнейших категорий, взаимосвязанных по отношению к уровню платежеспособности должника, а также предполагают различные подходы к трактовке и оценке абсолютной неплатежеспособности. Как было аргументировано автором, научные представления о финансовом содержании корпоративного банкротства требуют развития, что и стало наиболее существенным результатом данного исследования. Перспективные направления дальнейших изысканий в этой области, с нашей точки зрения, связаны с систематизацией, совершенствованием и апробацией теоретических моделей финансовой несостоятельности, которые могут найти широкое применение в целях финансового менеджмента и инвестиционного анализа.

Библиографический список

1. Федеральный закон от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)».
2. Ван Хорн Дж. К., Вахович Дж. М. мл. Основы финансового менеджмента. — 12-е изд. — Пер. с англ. — М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2008. — 1232 с.

¹ Отметим, что с 2011 г. данный стандарт входит в состав ключевых международных стандартов стабильности финансовых систем.

3. Иванов В.В., Цытович Н.Н. Корпоративное финансовое планирование. — СПб.: БАН, Нестор-история, 2009. — 332 с.
4. Лукасевич И.Я. Применение показателей добавленной стоимости при оценке инвестиционных проектов // Экономика. Налоги. Право. — 2013. — № 3. — С. 72–79.
5. Львова Н.А. Банкротство фирмы в представлениях финансовой науки // Финансы и бизнес. — 2012. — № 1. — С. 127–134.
6. Львова Н.А. Финансовая диагностика предприятия / Под ред. В.В. Иванова. — М.: Проспект, 2015. — 304 с.
7. Пачоли Л. Трактат о счетах и записях / Пер. и ред. проф. М. И. Кутера. — Майкоп: ЭлИТ, 2015. — 305 с.
8. Шарп У., Александр Г., Бейли Дж. Инвестиции. — Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2003. — 1028 с.
9. 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.
10. 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.
11. Altman E.I. Financial ratios, discriminant analysis, and the prediction of corporate bankruptcy // The Journal of Finance. — 1968. — September. — P. 589–609.
12. Altman E., Hotchkiss E. Corporate financial distress and bankruptcy. — 3rd ed. — Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons. 2006. — xiv + 354 p.
13. Beaver W. H. Financial ratios as predictors of failure // Journal of Accounting Research. Empirical Research in Accounting: Selected Studies. — 1966. — Vol. 4. — P. 71–111.
14. Homer S., Sylla R. A history of interest rates. 4th ed. Hoboken: Wiley & Sons, 2005. — xx + 710 p.
15. Lvova N.A., Pokrovskaja N.N., Abramishvili N.R., Ivanov V.V. Developing methodology of monitoring companies' financial stability: abnormal profitability evaluation // Vision 2020: Innovation Management, 16. 16. Development Sustainability, and Competitive Economic Growth. — The 28th IBIMA conference proceedings. — 2016. — P. 681–688.
17. Merton R. On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates // Journal of Finance. — 1974. — Vol. 29. — P. 449–470.
18. Ohlson, J. A. Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy // Journal of Accounting Research. — 1980. — Vol. 18. — № 1. — P. 109–131.
19. Rosendale W.M. Credit department methods // Bankers' Magazine. — 1908. — Vol. 76. — P. 183–194.
20. В делах о банкротстве кредиторы 70% должников в 2015 году не получили ни рубля [Электронный ресурс] // Интерфакс. 26.05.2016. — Режим доступа: <http://www.interfax.ru/business/510162> (дата обращения: 05.03.2017).
21. Кредиторам в ходе банкротств юрлиц в 2016 году удалось вернуть себе в 1,6 раза меньше денег, чем годом раньше [Электронный ресурс] // Новости Единого

федерального реестра сведений о банкротстве. 23.01.2017 URL: <http://bankrot.fedresurs.ru/NewsCard.aspx?ID=833> (дата обращения: 05.03.2017).

22. Отчеты о работе арбитражных судов субъектов Российской Федерации по рассмотрению дел о банкротстве в 2014; 2015 гг. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.cdep.ru/index.php?id=79> (дата обращения: 05.03.2017).

23. Разрешение неплатежеспособности [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://russian.doingbusiness.org/data/exploretopics/resolving-insolvency> (дата обращения: 05.03.2017).

24. Сведения ВАС РФ о рассмотрении арбитражными судами Российской Федерации дел о несостоятельности (банкротстве) в 2010–2013 гг. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: URL: <http://www.arbitr.ru/press-centr/news/totals/> (дата обращения: 05.03.2017).

25. Справки ВАС РФ о рассмотрении арбитражными судами Российской Федерации дел о несостоятельности (банкротстве) с 2002 ... по 2012 г. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: URL: http://www.arbitr.ru/press-centr/news/totals/index_ar.htm (дата обращения: 05.03.2017).

26. The World Bank principles for efficient insolvency and creditor/debtor regimes. Washington: The World Bank, 2016. / The Insolvency and Creditor Rights Standard (the ICR Standard) [Электронный ресурс]. — Режим доступа: URL: <http://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/the-world-bank-principles-for-effective-insolvency-and-creditor-rights> (дата обращения: 05.03.2017).

АКАДЕМИЯ МБА
www.a-mba.ru

АНО «Академия менеджмента и бизнес-администрирования»

Финансовая Жизнь

Возрождение издания 1914 года

Научно-практическое, аналитическое издание, объединяющее интересы профессионалов финансовой, банковской и налоговой сферы, а также сближающее науку, образование и бизнес.

Журнал включен в Перечень ВАК

www.flife-online.ru

Подписка

- ▶ В редакции: (499) 152-0490; podpiska@ideg.ru
- ▶ Через интернет-каталог «Российская периодика»: www.agrk.org
- ▶ В любом отделении почтовой связи по Объединенному каталогу «Пресса России»

реклама