

## КОЭФФИЦИЕНТЫ ДИНАМИЧЕСКОЙ ЛИКВИДНОСТИ В РЕЙТИНГОВОЙ ОЦЕНКЕ КОМПАНИЙ

*Пятницкий Д. В., д.э.н., доц., проф.*

*Ивановский государственный политехнический университет,  
г. Иваново, Российская Федерация*

Реферат. Подразделены на группы коэффициенты динамической ликвидности, используемые российскими рейтинговыми агентствами, и произведено их сравнение. Рассмотрены варианты построения этих показателей. Описан способ учета приоритетности расходов при конструировании данных коэффициентов. Найдены условия обеспечения сопоставимости критериев ликвидности, определяемых рейтинговыми агентствами по разным формулам. Обоснована целесообразность широкого применения показателей ликвидности рейтингового агентства Эксперт РА при проведении внешнего и внутреннего финансового анализа.

Ключевые слова: коэффициенты ликвидности и платежеспособности, коэффициенты обслуживания долга, статические и динамические коэффициенты ликвидности, коэффициенты платежеспособности ликвидационного и операционного типа.

Показатели краткосрочной ликвидности играют значительную роль в установлении кредитного рейтинга компаний, определяя его в среднем примерно на 20 %. Нехватка краткосрочной ликвидности снижает рейтинг, осложняет привлечение дешевого заемного капитала, приводит в итоге к неплатежеспособности. Избыток ликвидности сверх разумных границ не повышает кредитный рейтинг, а может даже снизить его в результате падения рентабельности бизнеса, и, кроме того, идет вразрез с интересами акционеров (снижаются дивидендные выплаты).

Источники ликвидности могут быть внешними и внутренними. Внутренние источники ликвидности являются основными. Они включают ожидаемый свободный денежный поток  $E(FCF)$ , денежные средства и краткосрочные финансовые вложения (Cash) и доходы от реализации финансовых и нефинансовых активов (Asset Sale). Внешние источники ликвидности (открытые кредитные линии, размещенные облигационные займы, размещение акций, субсидии по процентам) подразделяются на гарантированные и негарантированные. В рамках этого анализа учитывается качество ликвидных активов (кредитоспособность контрагентов, ликвидность финансовых инвестиций, длительность оборота и пр.).

$FCF$  определяется рейтинговыми агентствами не так, как в инвестиционном анализе. Здесь  $FCF$  – это денежный поток, доступный для погашения долговых обязательств, в то время как в инвестиционном анализе  $FCF$  – это денежный поток, свободный от влияния заемного капитала. Под свободным денежным потоком  $FCF$  в рейтинговании кредитоспособности понимается денежный поток от операционной деятельности  $CFO$ , уменьшенный на сумму капитальных вложений  $Capex$  и дивидендных выплат  $Div$  (основных регулярных неоперационных денежных расходов). В любом случае увеличение оборотного капитала уменьшает  $FCF$ . Очевидно, что свободный денежный поток должен учитывать не только реальные, но также и ожидаемые финансовые инвестиции, а также обратный выкуп и эмиссию акций.

Ряд показателей денежных потоков (например,  $FFO$  – операционный денежный поток до изменения оборотного капитала) и финансовых результатов ( $EBIT$ ,  $EBITDA$ ,  $OBITDA$ ), не учитывают изменение оборотного капитала  $\Delta WC$ . Показатели  $FCF$  и  $OCF$  (операционный денежный поток до вычета процентов) позволяют отразить влияние связанных с  $\Delta WC$  факторов (изменение условий расчетов с дебиторами и кредиторами, а также изменение операционного цикла).

Различают статическую и динамическую ликвидность. Показатели статической ликвидности сопоставляют позиции по текущим активам с краткосрочными обязательствами компании. Показатели статической ликвидности – это показатели ликвидационного типа (коэффициенты абсолютной, быстрой и текущей ликвидности). Они призваны оценить степень защиты кредиторов в случае банкротства и в меньшей степени подходят для оценки кредитоспособности компании. Обобщенную оценку погасить краткосрочные обязательства за счет оборотных средств в случае банкротства компании представляет

показатель «текущая ликвидность». Из 4 рейтинговых агентств (НКА, НКР, Эксперт РА, АКРА) их используют первые два. Рейтинговое агентство НКР [2] абсолютную ликвидность определяет так:

$$[\text{Cash} + \text{AL}] / [\text{CL} + \text{LAL}],$$

где AL – дополнительная ликвидность, привлекаемая для погашения краткосрочных обязательств; CL – краткосрочные обязательства; LAL – краткосрочные обязательства, вызванные привлечением дополнительной ликвидности. Текущая ликвидность (НКР) определяется так:

$$[\text{LA} + \text{AL}] / [\text{CL} + \text{LAL}],$$

где LA – ликвидные (оборотные) активы с учетом их качества, обременений, краткосрочных займов аффилированным сторонам и неденежных погашений. Рейтинговое агентство НКА оценивает показатель текущей ликвидности традиционно, как отношение оборотных активов CA к CL.

Как видим, под дополнительной ликвидностью AL, понимаются исключительно внешние ее источники. Если в AL включить не только внешние, но и внутренние источники, а также принять во внимание только краткосрочные обязательства (SD), имеющие долговую природу, то показатель абсолютной ликвидности по версии НКР обобщится до коэффициентов краткосрочной ликвидности (обслуживания долга) по версии рейтинговых агентств Эксперт РА, АКРА или НКА (названия этих показателей и формулы их расчета разные, но суть одна и та же), а это уже коэффициенты динамической ликвидности.

Показатели динамической ликвидности – это показатели ликвидности операционного типа. Они включают: 1) коэффициенты оборачиваемости запасов, дебиторской и кредиторской задолженности, длительность операционного цикла, цикла оборотного капитала; 2) коэффициенты процентной нагрузки; 3) показатели обслуживания долга.

Коэффициенты оборачиваемости должны играть вспомогательную роль и использоваться, главным образом, в анализе динамики CFO, OCF и FCF как факторов изменения коэффициента краткосрочной ликвидности. Агентство НКР корректирует с учетом показателей оборачиваемости величины запасов и дебиторской задолженности при расчете коэффициентов абсолютной и текущей ликвидности. Но лишь рейтинговое агентство НРА [3] использует эти показатели в качестве самостоятельных критериев в процессе присвоения кредитных рейтингов.

Хотя показатели процентной нагрузки (EBITDA (EBIT)/Проценты к уплате) широко используются многими аналитиками и самими компаниями нефинансового сектора, но в силу игнорирования значительного числа важнейших факторов они могут применяться только в качестве вспомогательного инструмента для оценки кредитного рейтинга [1]. Но только НКР не использует данный показатель в процессе оценки факторов ликвидности и долговой нагрузки.

Коэффициенты краткосрочной ликвидности (обслуживания долга) позволяют оценить текущую ликвидность в наиболее общем виде. Все они построены на сравнении расходов по погашению краткосрочных обязательств с источниками ликвидности. Четыре коэффициента краткосрочной ликвидности (L1, L2, L3, L4), предложенные агентством Эксперт РА [4], учитывают приоритетность платежей (начисленные проценты (%%) и поддерживающие капитальные затраты имеют более высокий приоритет, чем дивидендные выплаты и капитальные затраты на развитие). Они показывают, насколько компания готова к платежам разной очередности, как правило, на горизонте года. Коэффициент L4 (см. (1)) – самый строгий показатель ликвидности. Для получения максимального балла должно выполняться соотношение:  $L1 > L2 > L3 > L4 > 1$ .

С точностью до особенностей расчета факторных показателей, показатель НКР «Обслуживание долга\_FCF» ( $KL_{НКР}$ ) эквивалентен L4 (оба эти показателя не учитывают возможности привлечения нового долга). Если Asset Sale и Пр.%% равны нулю, то

$$L4 = \frac{\text{Cash} + E(\text{OCF}) + \text{Asset Sale}}{\% \% + \text{SD} + \text{Пр.} \% \% + \text{Capex} + \text{Div}} = \frac{\text{Cash} + E(\text{OCF})}{\% \% + \text{SD} + \text{Capex} + \text{Div}} = 1, \quad (1)$$

$$KL_{НКР} = \frac{\text{Cash} + E(\text{OCF}) - \text{Capex} - \text{Div}}{\% \% + \text{SD}} = 1,25. \quad (2)$$

Поскольку значения дробей  $A / (B + C)$  и  $(A - C) / B$  равны, если  $C = 0$  или  $A = B + C$ , а при выполнении равенства (1) условие  $A = B + C$  выполняется, то выражение (2) также должно в

этом случае быть равно 1. Таким образом, НКР предъявляет к коэффициенту краткосрочной ликвидности более высокие требования, чем Эксперт РА.

В показателе  $KL_{НКР}$  такие расходы (в широком смысле) как Capex, Div вычитаются из числителя, а в  $L4$  – добавляются к знаменателю. Это один из способов учета приоритетности расходов. Показатель, вычитаемый из суммы денежных поступлений, например, входящий в расчет FCF, должен иметь больший приоритет в плане очередности платежей, чем показатель, стоящий в коэффициенте ликвидности обособленно (в нашем случае – в качестве слагаемого в знаменателе). Однако в (2) такой принцип явно нарушен. Очевидно, что дивидендные выплаты, капитальные расходы на развитие имеют меньший приоритет, чем погашение долга (SD).

По версии агентства АКРА коэффициент краткосрочной ликвидности  $KL_{АКРА}$  включает (за незначительными исключениями) те же компоненты, что и  $L3$  (третий вариант коэффициента краткосрочной ликвидности рейтингового агентства Эксперт РА).

В рейтинговой системе АКРА балл 1 соответствует наилучшему значению, а балл 5 – наихудшему. Для всех компаний нефинансовых отраслей, если  $KL_{АКРА}$  больше 1,50, то компании по данному показателю присваивается 1 балл, если больше 1,25, то 2 балла, если больше 1,00, то 3 балла, если больше 0,80, то 4 балла, если ниже 0,8, то 5 баллов.

Если  $L3 > 1$ , то Эксперт РА присваивает показателю 0,5 балла (в диапазоне от -1,00 до 1,00). В рейтинговой системе АКРА баллу 0,5 соответствует балл 2 ( $(5 - (0,5 - (-1))) / ((1 - (-1)) \cdot (5 - 1))$ ) и значение  $KL_{АКРА}$  – 1,25. Таким образом, у АКРА по коэффициенту краткосрочной ликвидности также установлен более жесткий критерий, что вполне оправдано. Ведь у Эксперта РА для оценки обеспеченности обслуживания долга установлено целых четыре ступени оценки (4 показателя), и показатель  $KL_{АКРА}$  соответствует только третьей ступени  $L3$  (самая жесткая –  $L4$ ).

У НРА, напротив, явно заниженные требования к показателю краткосрочной ликвидности. Для получения максимального бала этому показателю достаточно достичь значения 0,25 – в пищевой, 0,34 – в легкой, 0,37 – в химической и 0,43 в фармацевтической промышленности, 0,26 – в жилищном и 0,36 – в инфраструктурном строительстве. И только для недвижимости значение этого коэффициента должно быть больше единицы (1,21).

Проведенный анализ методологии 4 рейтинговых агентств России показал, что наиболее логически выдержанная система построения показателей ликвидности и их критериальных значений используется рейтинговым агентством Эксперт РА. Эта система должна найти более широкое применение при проведении внешнего и внутреннего финансового анализа нефинансовых компаний Союзного государства России и Беларуси.

#### Список использованных источников

1. Рейтинговое агентство «АКРА». Методология присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по национальной шкале для Российской Федерации [Электронный ресурс] – URL: [https://www.acra-ratings.ru/upload/iblock/b30/u9xx8n686iv59qk6gz5frmqd83wclpa/20240731\\_Corporate.pdf](https://www.acra-ratings.ru/upload/iblock/b30/u9xx8n686iv59qk6gz5frmqd83wclpa/20240731_Corporate.pdf). – Дата доступа: 05.03.2025.
2. Рейтинговое агентство «НКР». Методология присвоения кредитных рейтингов по национальной шкале для Российской Федерации нефинансовым компаниям [Электронный ресурс] – URL: [https://ratings.ru/upload/iblock/ca0/aih5n1kxs9gbdy0vp0p5egip1fm7rorq/Corps\\_Methodology\\_181024.pdf](https://ratings.ru/upload/iblock/ca0/aih5n1kxs9gbdy0vp0p5egip1fm7rorq/Corps_Methodology_181024.pdf). – Дата доступа: 05.03.2025.
3. Рейтинговое агентство «НРА». Методология присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по национальной рейтинговой шкале для Российской Федерации [Электронный ресурс] – URL: <https://www.ra-national.ru/wp-content/uploads/2024/11/metodologija-prisvoenija-kreditnyh-rejtingov-nefinansovym-kompanijam-po-nacionalnoj-rejtingovoj-shkale-dlja-rossijskoj-federacii-1.pdf>. – Дата доступа: 05.03.2025.
4. Рейтинговое агентство «Эксперт РА». Методология присвоения рейтингов кредитоспособности нефинансовым компаниям [Электронный ресурс] – URL: <https://raexpert.ru/docbank//4b5/6d9/015/8bfbaef39a001a16c472ad4.pdf>. – Дата доступа: 05.03.2025.