

# Стратегический финансовый анализ корпораций санаторной специализации в условиях сезонности

**Вадим Анатольевич Малышенко**

кандидат экономических наук, научный сотрудник

[ORCID](#)

E-mail: Malyshenko1973@inbox.ru

Сектор экономических исследований, отделение проектирования и внедрения научных разработок, Федеральное государственное бюджетное учреждение науки «Всероссийский национальный научно-исследовательский институт виноградарства и виноделия «Магарач» РАН», Ялта, Россия

**Константин Анатольевич Малышенко**

кандидат экономических наук, старший научный сотрудник

[ORCID](#)

E-mail: docofecon@mail.ru

Сектор экономических исследований, отделение проектирования и внедрения научных разработок, Федеральное государственное бюджетное учреждение науки «Всероссийский национальный научно-исследовательский институт виноградарства и виноделия «Магарач» РАН», Ялта, Россия

---

**Journal of Corporate Finance Research**, Vol. 13, No. 1, pp. 40-59 (2019)

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.13.1.2019.40-59>

Поступила в редакцию 12 декабря 2018 | Получена рецензия 24 января 2019 |

Принята к публикации 5 марта 2019

## Стратегический финансовый анализ корпораций санаторной специализации в условиях сезонности

### Аннотация

Цель исследования состоит в разработке нового метода финансового анализа, обеспечивающего решение стратегических задач развития финансовой устойчивости бизнес-структур, которые осуществляют свою деятельность в условиях выраженной сезонности внешней среды. Структурированный сезонностью отчетный финансовый период значительно затрудняет установление стоимости компании, оценку финансовых рисков и сдерживает инвестиционную активность в ключевой для региона Большой Ялты санаторной отрасли. Ограниченность классических методов проявляется в отсутствии аналитических инструментов, способных объективно обосновывать программируемое временное снижение финансовой устойчивости. Мобилизация финансовых ресурсов в соответствии со стратегической программой является обязательным условием поддержки конкурентного статуса в отрасли и регионе. Важна возможность методически разделять тенденции финансового состояния, присущие отдельным этапам в жизненном цикле организации, и временные колебания финансового состояния под воздействием сезонности.

Исследование заполняет методический пробел между положениями стратегического менеджмента и стратегического финансового анализа зарубежных и отечественных авторов. Первую часть методологической базы составляют положения школы конфигурации (в классификации школ стратегического менеджмента Г. Минцберга), которая предполагает управление на основе цепочки профилей («фирма-среда») и поэтапное достижение конкурентоспособности бизнеса. Вторая часть – это классификация типов финансовых кризисов фирмы отечественными авторами: капитала, прибыли, ликвидности. Данная последовательность была дополнена кризисами деловой активности и денежного потока, что легло в основу ранжирования финансовых коэффициентов в новой модели (по признаку опасности развития банкротства).

Методики финансового анализа устанавливают лишь входящие условия и несколько альтернатив трансформации финансового состояния. Для санаториев количество альтернативных вариантов из-за плохих и хороших сезонов может увеличиваться каждый год прогрессивно и требовать существенного пересмотра стратегии. Применение новой модели раскрывает поэтапную последовательность реализации стратегической программы корпорации в сложившихся условиях внешней среды и более определенно в части влияния сезонности.

**Keywords:** финансовая устойчивость, финансовая модель, финансовый риск, финансовый анализ

**JEL classification:** G32, G34, G17

## Введение

Классические методы финансового анализа при стратегической оценке долгосрочной финансовой устойчивости потеряли действенность вследствие невозможности предвидения последовательности трансформации финансового состояния как механизма управленческих воздействий и результатов. Наиболее важным с точки зрения охвата объекта управления финансовым менеджментом финансовой среды корпорации выступает комплексная финансовая устойчивость. Состав данной категории включает практически все тематические группы показателей финансового состояния [1]. Однако их взаимодействие, сочетание в едином профиле, как и последовательности возникновения таких профилей, в литературе не встречаются. Чаще всего в методиках приводится несколько типовых ситуаций (в основном антикризисного управления) сложившейся структуры баланса и динамика финансовых результатов, которые напрямую указывают на характер развития финансового состояния [2]. Соответственно предлагаются типовые методы их решения (увеличения прибыли и распродажи части активов для погашения обязательств). В наиболее разработанных подходах учитывается влияние внешней среды различного уровня. Однако как единый объект управления финансовая устойчивость не выделяется. Обобщенными объектами выступают капитал, прибыль, денежный поток [3].

Ближе всего к решению данной проблемы подошел автор концепции динамической оценки финансовой устойчивости А.В. Грачев. Устойчивость рассматривается им как свойство платежеспособности фирмы, характеристика его финансового состояния и вид динамической оценки. Особенностью является проверка достаточности собственных денежных средств на отчетные даты и за период для покрытия долгов и обязательств [4]. Последнее положение концепции аналогично концепции свободного денежного потока в оценке финансовой устойчивости Э.В. Исаевой [5]. Оригинальными являются положения методики анализа финансовой устойчивости организации в концепции ее жизненного цикла А.И. Попова [6]. Однако доминирующей целью для управления также остается достижение точки финансового равновесия, которое моделируется на основе критериев балансового соотношения капитала и имущества, денежных потоков [5].

Целевое состояние капитала и потоков подчинено одной идее – предотвращению развития рисков несостоятельности, что практически блокирует принятие стратегических решений [7]. Реализация стратегической программы заведомо вводит компанию в зону повышенного риска и максимального напряжения всех ресурсов [8].

Сравнительная оценка действующих концепций и методик анализа финансовой устойчивости была осу-

ществлена Л.А. Запорожцевой. Она первой установила критерий «целевой направленности», однако он выступает лишь как тактический аспект, связанный с антикризисным противодействием ухудшению устойчивости [11]. Важными в исследовании финансовой устойчивости являются научные результаты М.С. Абрютиной. В соответствии с ними два понятия – «финансовая устойчивость» и «платежеспособность» – близки, но не тождественны. Корпорация, будучи финансово устойчивой, может оказаться в определенный момент времени неплатежеспособной и наоборот [12]. Фактически этим автор ставит под сомнение постоянное улучшение финансовой устойчивости как основной ориентир ее развития. В таких условиях наличие модели, со свойствами которой согласовываются все целевые ориентиры аналитического обоснования и мониторинга реализации финансовой стратегии на всех уровнях управления фирмой, признается важным многими зарубежными авторами [14–16]. Центрирующая роль модели должна создать предпосылки формирования метода сквозного использования на всех процедурных этапах и использования стандартных форм отчетности [13]. Фактически необходимы знания в области реализации задач нового типа – достижения целевой финансовой устойчивости не моментно, а как процесса их смены, с учетом особенностей компании и среды. Цикличность сезонных производств значительно усложняет данную задачу [9]. Финансовый год санаториев в Крыму практически сжат в пять месяцев сезона, цены на продукт, как и на ресурсы, устанавливаются заранее, а спрос реализуется в реальном времени. На природные циклы накладываются циклы внутреннего развития самой корпорации [10]. Способности сопротивляться возможному кризису также имеют особенности и проявляются в различных эффектах, чье возникновение носит объективный характер.

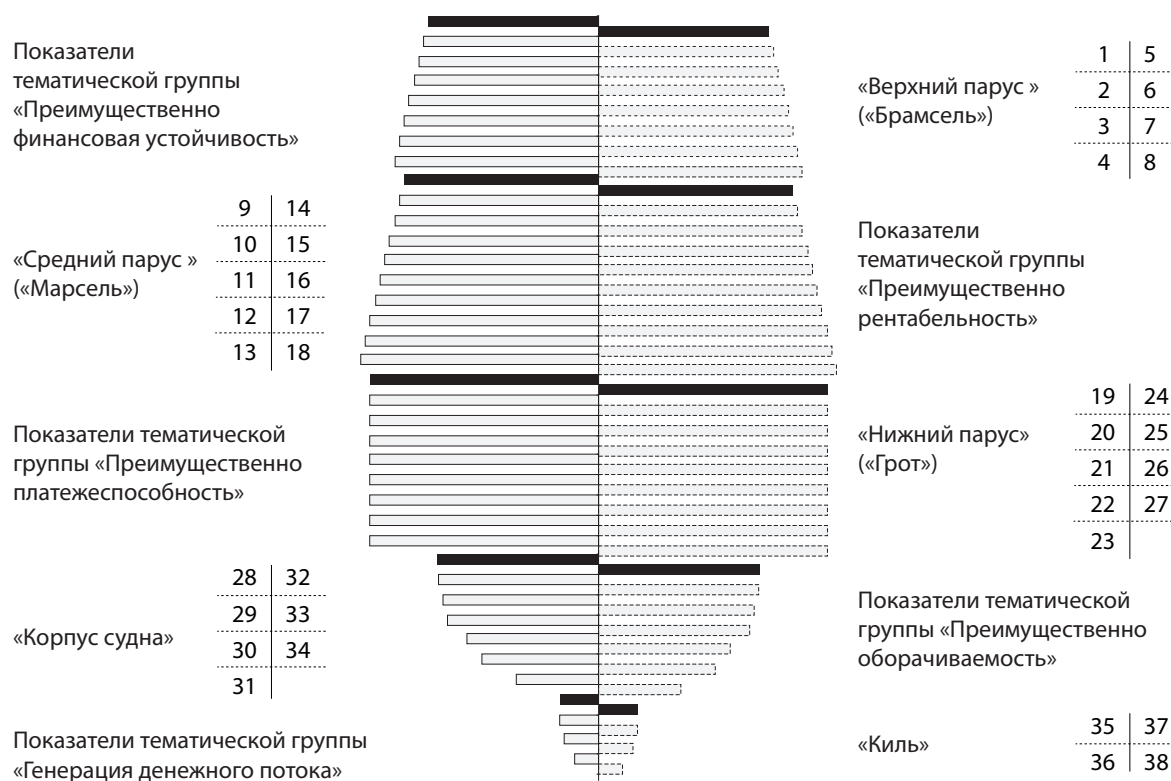
## Визуальная модель стратегической оценки финансовой устойчивости

Эмпирическим материалом для разработки методики послужили данные финансовой отчетности выборочных бизнес-структур санаторно-курортного комплекса Большой Ялты (10%-я выборка из 144 санаториев на начало исследования) и данные внешней среды регионального и макроэкономического уровней. Группировки санаториев по размеру собственного капитала и сложившемуся финансовому состоянию приведены в приложении (табл. П.1). Большинство из них являются хозяйственными обществами – акционерными обществами (АО) и обществами с ограниченной ответственностью (ООО), не представленными на фондовом рынке, их основные активы созданы в советское время и требуют серьезной модернизации с привлечением значительных инвестиций. Ранжирование показателей в структуре модели (сверху-вниз) произведено с учетом последовательности развития финансового

кризиса компании. Первый кризис - стратегический или капитала (оценивают на основе коэффициентов финансового риска, маневренности капитала и т.п.), второй - прибыли (показатели рентабельности), и последний - ликвидности (коэффициенты ликвидности и платежеспособности). На базе проведенного статистического анализа была построена визуальная модель-система оценки комплексной финансовой устойчивости в части внутренней среды санаториев (рис. 1). Данный профиль представляет собой систему финансовых коэффициентов (в группах), раскрывающих взаимодействие основных объектов финансового управления корпорации в развитии ее финансового состояния. Скорость реакции отдельных показателей легла в основу их градации

в визуальной модели сверху вниз, с наиболее оперативной реакцией – на самом верху. Ориентирами при установлении уровней финансовых коэффициентов служили не критериальные границы, а их значения, которые складываются на наивысшей точке этапа зрелости компании, когда все стратегические направления наиболее сбалансированы между собой (стоимость-ликвидность-риск) и компания приносит стабильный высокий доход [17]. Набор показателей, закрепленных за определенным уровнем в разрезе специфичных областей в структуре модели, приведен в Приложении (табл. П.2). Все финансовые коэффициенты, включенные в модель, были оценены за два смежных временных периода (с 2004 по 2008 г. и с 2009 по 2016 г.).

**Рисунок 1.** Структура визуальной модель-системы оценки стратегических типов финансовых состояний «фрегат» для санаториев Большой Ялты в нормированном положении стадии жизненного цикла организации (ЖЦО) «Юность»

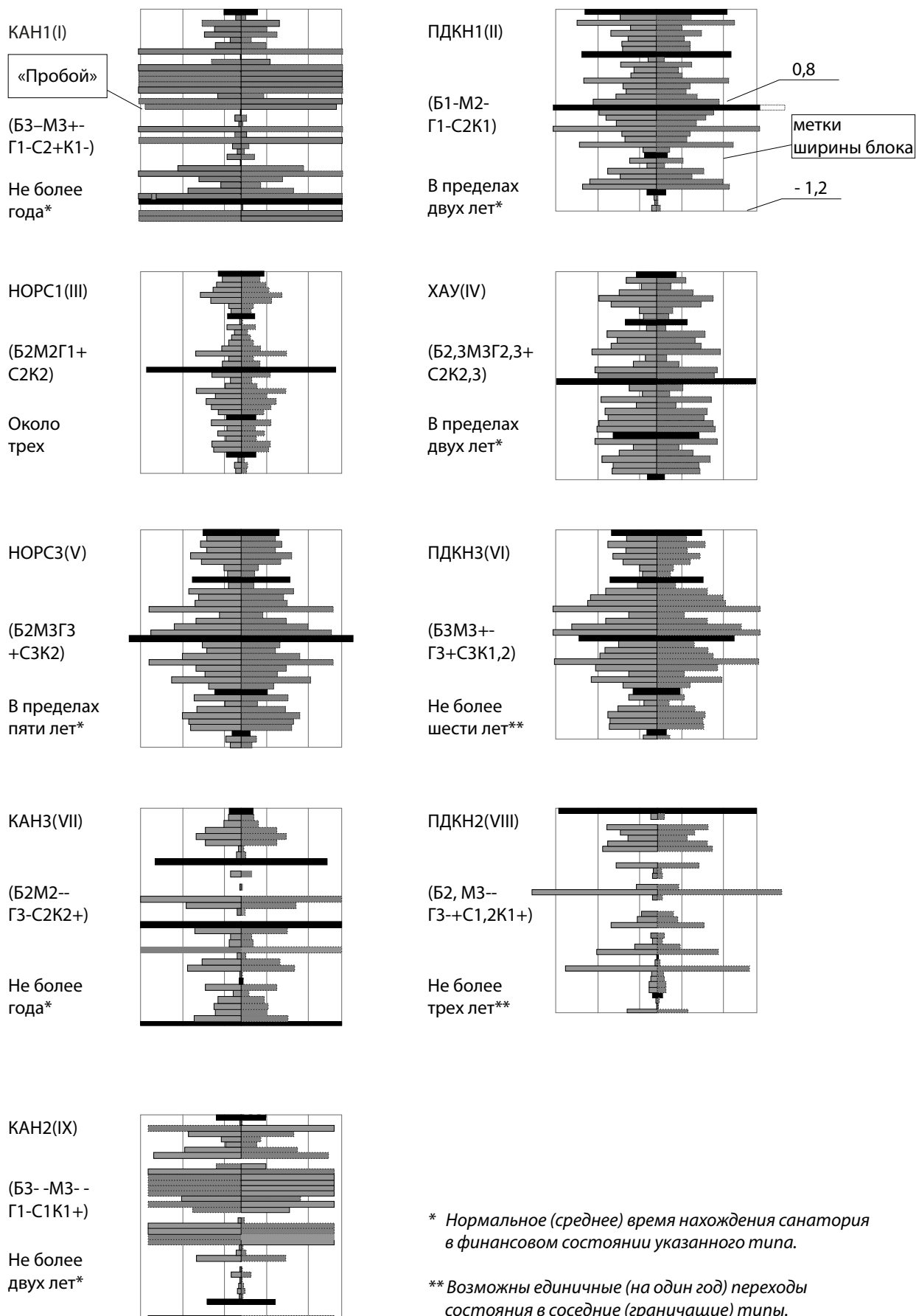


Особенностью модели стало определение наиболее устойчивых групп коэффициентов к конъюнктурным колебаниям внешней среды – группы «Генерация денежного потока» и «Преимущественно оборачиваемость». Установление для их показателей низких уровней при постоянной тенденции падения означает наступление наиболее опасного кризиса – стратегических идей и инноваций и свидетельствует о переходе на невозвратную часть ниспадающей части ЖЦО. В целях придания визуальному профилю гармоничной формы парусного судна (фрегата) набор показателей был нормирован по уровням модели с

помощью весовых коэффициентов, соответствующих верхнему сектору кривой ЖЦО на этапе «Расцвет» (наименее рискованном и привлекательном для инвесторов).

Закрепление отдельных профилей осуществлялось на основе ключевых финансовых характеристик стадий ЖЦО и стратегий И.В. Ивашковской [18]. Выделены три основных ширины блока: «узкий» – в пределах 0,2–0,4, «нормальный» – 0,4–0,8; «широкий» – 0,8–1,2. Выход блока за границы 1,2 считается экстраординарным явлением («пробой») и обозначен в первом ряду схем (рис. 2).

**Рисунок 2.** Визуальные профили оценки устойчивости внутренней финансовой среды «фрегат»-модели, соответствующие типам стратегических финансовых состояний санаториев Большой Ялты



Структура ЖЦО взята из работ И. Адизеса [20]. Все типы были разделены по группам: кризисные (КАН), предкризисные (ПДКН), нормальные (НОРС), хорошие (ХАУ). Система визуальных профилей оценки устойчивости внутренней финансовой среды «фрегат»-модели, соответствующих типам стратегических финансовых состояний санаториев Большой Ялты, приведена на рис. 2. Комплексный профиль формируется в двух оценках, первая часть представляет собой название профиля оценки внутренней среды четырех групп: кризисный, предкризисный, нормальный, хороший (с указанием персонального кода их девяти типов), и вторая состоит из обобщенных названий пяти профилей внешней среды (например, «предкризисно ПДКН2 (VIII)-нейтральный» тип) [21]. При формировании свойств модели использовались методические разработки комплексной оценки основных стратегических объектов финансового управления отечественных компаний [22]. Основными свойствами модели можно установить следующие:

- первыми на ухудшение среды реагируют показатели финансовой устойчивости, затем рентабельности и после этого платежеспособности, оборачиваемости, потоковые;
- размер капитала корпорации напрямую влияет на устойчивость к внешним негативным воздействиям среды – чем крупнее корпоративное объединение, тем позже происходит ухудшение финансового состояния (например, под воздействием глобальных экономических кризисов) и выход из кризиса;

- сезонность доходов санаториев связана с уровнем накоплений потенциальных клиентов (отдыхающих) и возникший глобальный финансовый кризис необходимо оценивать по моменту его возникновения (до, после «высокого сезона») и др.

Практически состояние внешней среды санаториев Крыма с 2010 г. можно считать посткризисным (пассивно-негативным), что соответствует макроокружению большинства европейских стран [23] даже несмотря на относительную экономическую обособленность полуострова.

### Процедура применения «фрегат»-модели в целях стратегической оценки финансовой устойчивости сезонных компаний курортной сферы (на примере региона большой Ялты)

При построении новой процедуры в одной системе было увязано содержание процедурных блоков-этапов анализа финансового состояния компании с аналитическим содержанием этапов разработки и реализации финансовой стратегии И.А. Бланка. Разработанный на основе структуры системного анализа экономических объектов в новом виде этап экспресс-анализа представлен развернутой схемой (рис. П.1). **Вся процедура состоит из трех последовательных и взаимосвязанных этапов (экспресс-анализа, углубленного и мониторингового (оперативного))**. Для четкого определения спецификации задачи в предварительном анализе достаточно ограничиться следующей матрицей позиционирования (табл. 1).

**Таблица 1.** Карта установления предварительного аналитического задания на основе системы типов оценки финансового состояния с помощью «фрегат»-модели на перспективу<sup>1</sup> в рамках экспресс-анализа (при универсальном задании достижения и закрепления положения на вершине кривой ЖЦО)

Сложившийся в текущем периоде (последнем анализируемом) тип по отношению к стратегическому плану:	Прогнозируемые и целевые типы финансового состояния по «фрегат»-модели				
	-2 <sup>2</sup>	-1	Целевой	+1	+2 <sup>1</sup>
-2 (на 2 ранее в схеме типов)	СС***	К (У)**	СС*	СС*	СС***
-1	К (У)**	К (У)**	К (У)*	К (Т)**	СС**
Целевой	СС**	К (У)*	Без коррекции	К (Т)*	СС**
+1	СС*	К (Т)*	К (Т)*	К (Т)*	СС**
+2 <sup>1</sup>	СС***	К (Т)*	СС *	К (Т)**	СС***

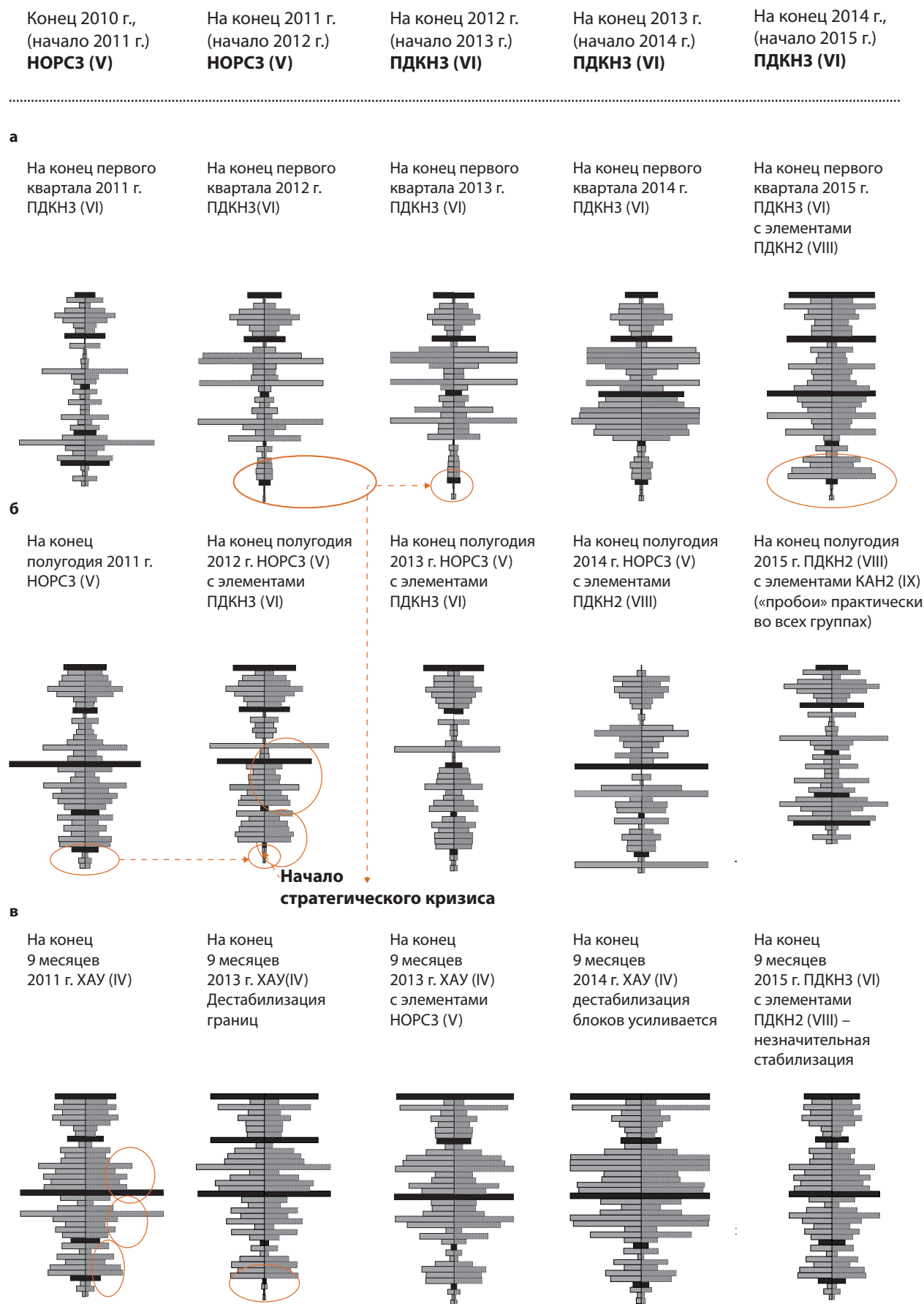
<sup>1</sup> Может колебаться от одного до трех лет в зависимости от длины и фазы действующего этапа прохождения компании по этапам ЖЦО;

СС – смена стратегии; К (У) – коррекция (ускорение); К (Т) – коррекция (торможение).

<sup>2</sup> Или в тех случаях, когда остается один тип предельный (первый и последний) по модели.

\* Долгосрочно-толерантное задание. \*\* Оперативное задание. \*\*\* Срочное задание.

**Рисунок 3.** Профили внутренней среды модель-системы на конец первого квартала, полугодия и 9 месяцев отчетного периода в 2011–2016 гг. (санаторий «Ай-Петри»)



То есть, чем больше времени требуется для достижения конечного стратегического результата, тем менее жесткие требования предъявляются к ресурсной обеспеченности такого стратегического сценария [24]. Активные действия предполагают все кризисные типы. В классической методике существует только один тип кризисного финансового состояния – кризис конца жизненного пути фирмы, который предшествует банкротству и ликвидации [25]. Однако на ЖЦО таких кризисных (бифуркационных) точек качественной смены сущности организации существенно больше (по И. Адизесу). Классическая схема типов финансового состояния не отличает кризис роста от кризиса перезапуска, и в большинстве случаев приравнивает их к кризису финансовой несостоятельности завершения ЖЦО. Приведенный авторский перечень трех финансовых кризисов компании с закрепленными визуальными профилями (группы КАН) отличается от системы кризисов по этапам ЖЦО И.В. Ивашковской тем, что они, по мнению указанного ученого, могут возникать на различных укрупненных этапах и параллельно и обособленно, а для некоторых этапов отдельные из них не характерны. Традиционный анализ финансовой устойчивости (на основе наличия собственных оборотных средств) дает практически полярные оценки: у многих санаториев в начале курортного сезона складывается предкризисное или кризисное состояние, которое в конце сезона превращается в нормальное. На предварительном этапе анализа дерево целей формируется укрупненно, где целевыми установками выступают требуемые конечные и промежуточные типы СФС. Если к долгосрочным периодам прогнозирования требование точности составляет один-два года, то сезонные циклы проявляются достаточно ритмично и фактически включают 70–80% доходов и расходов санатория. Финансовый год трансформируется в сезон (5–5,5 месяца) со сжатыми сроками окупаемости затрат и это значительно повышает риски финансовой дестабилизации и затрудняет их коррекцию в течение текущего года. Агрессивный подход предполагает сразу строить прогноз с учетом активных мероприятий и в качестве прогнозного закрепляет более благоприятный квадрант-тип. При пассивном подходе прогнозным выступает вариант вероятного наступления в соответствии с обычными сроками движения СФС по этапам ЖЦО.

### **Реакция модели финансовой устойчивости на сезонные, конъюнктурные и стратегические факторы санаторно-курортного бизнеса**

Первоначально необходимо оценить характер динамики внутреннего профиля в соответствии с закономерностями развития отдельных этапов ЖЦО.

Нужно указать на существование двух типов ЖЦО в описании различных видов финансового состояния, идентифицируемых на основе внутреннего профиля модель-системы для компаний, имеющих исключительное конкурентное преимущество и обычных, такового не имеющих. Необходимым этапом исследования можно считать изучение особенностей поведения модель-системы в части профиля внутренней среды не только на конец отчетного периода, но и по отдельным сезонам в течение годового цикла. Сезонные колебания измеряются при помощи индексов сезонности, которые рассчитываются как процентное соотношение средних месячных уровней за ряд лет к общему среднемесячному объему реализованных услуг за весь расчетный период. Расчет для бизнес-структур, реализующих турпродукт в Крыму, приведен в табл. П.3. Как видно из табл. П.3, санаторный бизнес в Крыму работает в условиях ярко выраженной сезонности. Не являются исключением и санатории, попавшие в выборку исследования, например, АО «Ай-Петри» (данные представлены в табл. П.4), у которого около 65% годовой выручки приходится на «высокий сезон», т.е. на третий квартал. Новые типы устойчивости более дифференцированы и на внутригодовом отрезке времени (см. табл. П.4). Для раскрытия картины типичной трансформации финансового состояния внутри годового цикла ниже представлен динамизм развития внутреннего профиля «фрегат»-модели для санатория «Ай-Петри» за ряд лет (рис. 3). Состояние НОРСЗ (V) (нормальное финансовое состояние после прохождения вершины ЖЦО) на начало 2011 г. (сложившееся к концу 2010 г., рис. 3а) ухудшается практически до профиля ПДКНЗ(VI – предкризисного, но с шансом трансформации до уровня хорошего), а затем восстанавливается с ростом доходов от высокого сезона к рубежу первого полугодия.

Влияние конъюнктурного ухудшения глобальной экономики приводит к ухудшению всех групп показателей (блоков) модели, но в различное время, что на визуальной схеме последовательно выглядит как волна последовательного сужения блоков (сверху вниз). Фактически тенденция ухудшения финансового состояния продолжалась и в 2015 г., лишь незначительно реагируя на повышение доходов от высокого сезона (рис. 3в 2015 г.).

Кредиторская задолженность на конец 2015 г. выросла по сравнению с предыдущим годом почти на 16 млн руб. В этом же году санаторий был реорганизован. Уставный капитал зафиксирован в размере 30 млн руб. (100%-я доля – Республика Крым). В 2016 г. путем трансформации добавочного капитала (99,3 млн руб.) и дополнительных инвестиций уставный капитал увеличен до 224,722 млн руб. Прибыль (до налогообложения) в 2016 г. сократилась с 57,488 млн руб. (2015 г.) до 32,017 млн руб. в 2017 г. падение стабилизировалось и данный показатель составил 34,005 млн руб.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> По данным: URL: <https://www.rusprofile.ru/id/7466414>



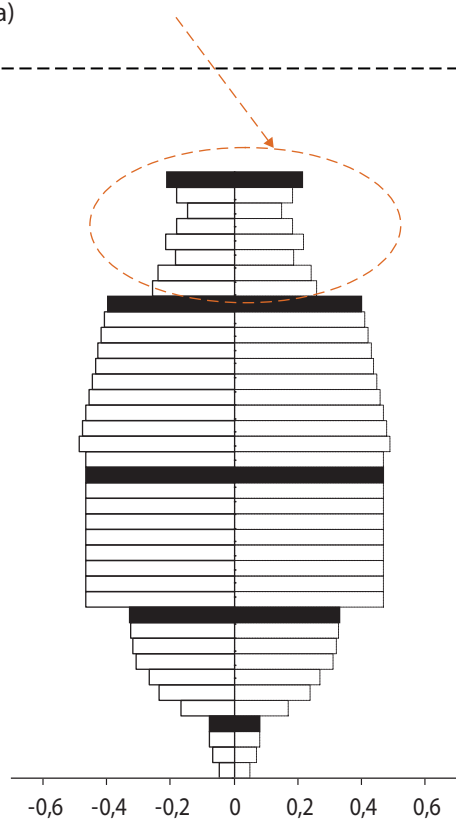
Сезонное улучшение финансового состояния проявляется даже у постоянно-убыточных санаториев, однако оно не ведет к установлению долгосрочной тенденции улучшения, что продемонстрировано на рис. П.2, составленного по данным санатория контрольной группы за 2015 г. (ООО «Дельфин-2001»). В таких случаях необходимая срочная санация чаще всего откладывается с ожиданием сверхуспешного сезона, который выведет санаторий из кризиса. Учитывая, что кризис давно перерос в стратегический – улучшения финансового состояния санатория не

произойдут при любых условиях внешней среды. Влияние «кризисной волны» может быть принято аналитиками за наступление внутреннего стратегического финансового кризиса. Это происходит при совпадении начала кризиса ухудшения финансового состояния по внутренним причинам на фоне глобального экономического кризиса внутри отчетного периода (года).

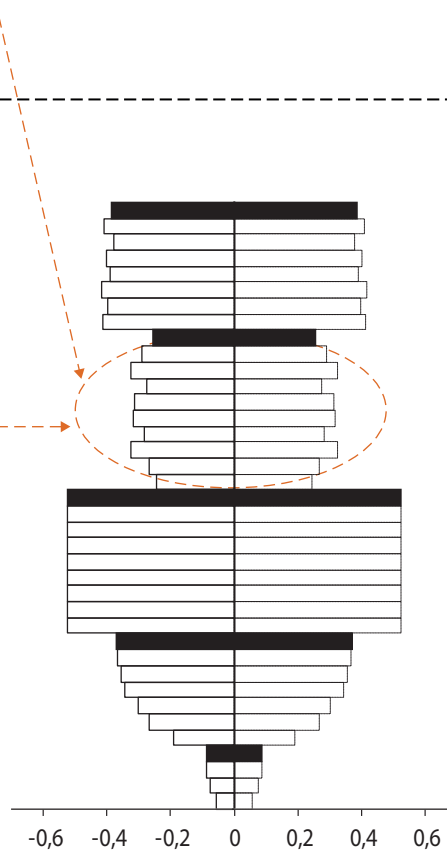
Данный эффект обозначен как «кризисная волна» (эффект I) (рис. 4).

**Рисунок 4.** Движение «кризисной волны» по блокам внутреннего профиля «фрегат»-модели оценки финансовой устойчивости

Профиль начала «кризисной волны» при текущем финансовом положении на этапе ЖЦО «Зрелость», рассчитанного на основе осредненных данных исследуемых санаториев в 2007 г. (начало глобального финансово-экономического кризиса)



Профиль продолжения развития «кризисной волны» при текущем финансовом положении на этапе ЖЦО «Зрелость» рассчитанного на основе осредненных данных санаториев в 2008 г.



Блок остается дестабилизированным

Ухудшение финансового состояния в первом квартале обычно происходит на одну ближайшую ступень в системе стратегических финансовых состояний (временно наступает худший профиль). Такой эффект прослеживается по всем санаториям Большой Ялты по всем годам, в дальнейшем он упоминается как «эффект зимы» (эффект II). Разница в профилях на конец предыдущего года и первого квартала следующего года становится меньше и особенно при содействии ситуации ухудшения финансового состояния на конец года (уменьшается разброс в сторону ухудшения – система активнее сопротивляется наступлению кризиса). Данный эффект назван «сокращение предкризисной вариации стратегической финансовой устойчивости (СФУ)» (эффект III). Ситуация, при которой в одном профиле будут присутствовать блоки, характерные для следующего состояния в середине года, будут называться «эффект перелома» (эффект IV). Как видно из табл. П.4, санаторий «Ай-Петри» демонстрирует типичные проявления эффектов как в 2014 г., так и в 2015 г. В течение года положение, как правило, стабилизируется и постепенно улучшается, достигая пика на конец девяти месяцев года даже при стратегически ухудшающемся финансовом состоянии. Характерными для конца первого квартала являются высокая финансовая устойчивость (несмотря на входящее финансовое состояние) и низкая рентабельность всех видов (так как объем реализации в «низком сезоне» всегда на минимальном уровне). На рис. 3б достаточно заметна стабилизация финансового состояния под действием сезона. Полугодие захватывает два месяца сезона – май и июнь, когда продажи путевок выходят на высокий уровень. По профилю на конец шести месяцев можно судить о дальнейшем развитии продаж в высокий сезон для данного санатория и успешности его производственно-финансовой деятельности за весь год.

Особенность полученного метода (модели) состоит в универсальности его применения как инструмента анализа отчетности всего года, так и мониторинга состояния отдельных его периодов. Модель позволяет подготовить синергетические эффекты в развитии финансового состояния компании, программируя стратегические спады и подъемы в противофазе с колебаниями внешней среды и сильнейшими из них в работе санаториев Крыма – сезонности как целого комплекса специфических факторов. Наложение внутреннего спада в финансовом состоянии на негативную среду создает крайне опасный резонанс, последствия которого можно будет компенсировать лишь с наступлением следующего сезона. В этой связи перед менеджментом компании встает дополнительная задача старта проектов в сжатые сроки максимально выгодного начала сезона, что предполагает не только ускорение, но и в некоторых случаях целевое торможение акцентированной мобилизации ресурсов (например, при вводе номерного фонда нового корпуса санатория – для экономии условно-постоянных расходов).

В современных разработках сезонность оценивается статистическими индексами сезонности, чья природа не рассчитана на прямую характеристику финансового состояния санатория. Между тем сезонность предполагает не только рост доходов во время сезона (основа индекса), но и риски колебаний цен на ресурсы, ограниченное ценообразование и т.п. Дифференцированные цены объявлены на весь сезон реализации услуг, которые невозможно накопить как товар – основное отличие от цен и продукции сезонных агропромышленных компаний. Жизненный цикл организации практически разбивается на множество сезонов, чьи положительные или отрицательные финансовые результаты могут суммироваться вместе как в негативном, так и в позитивном смысле. В сезон и в межсезонье стоимость компании будет оцениваться по-разному и наличие метода, раскрывающего всю картину системного перехода от профиля к профилю финансового состояния в тактическом и стратегическом периодах, значительно проясняет условия внешнего инвестирования, перспектив развития доходов, стоимости активов и др.

## Выводы

Положения наиболее прогрессивной школы стратегического менеджмента – школы конфигурации – представляют процесс стратегических трансформаций компании как постоянный поток смены профилей при росте капитала. Профилями выступают сложные конструкции (модели) системного единения внешней среды и внутреннего финансово-экономического содержания корпорации. Вопрос описания последней остается открытым. Внутренняя среда корпорации в характеристиках системного анализа – объект сверхсложной природы, включающий взаимодействующие элементы и подсистемы различного назначения (производство, маркетинг, финансы и др.).

В статье приоритет среди всех сфер фирмы закреплен за финансовой частью и соответствующей ее финансовой стратегией, которая в современных условиях приобрела роль исключительной, регулирующей все остальные.

Важнейшая стратегическая задача финансового управления – реальный прирост капитала – тесно связана с достижением устойчивого развития корпорации в будущем и обеспечением высокой конкурентоспособности ее продукта, деятельности в целом. Решение данной задачи без активной программы финансирования инновационной деятельности невозможно. Инновации стали условием устойчивости не только в наукоемких отраслях. Санатории все больше в своей деятельности используют капиталоемкие спа-комплексы (объединение нескольких бассейнов, саун, косметических залов и др.), без которых современный и конкурентный продукт отрасли не будет сформирован. Окупаемость упомянутых комплексов затруднена сезонностью, так

как они дополняют основные услуги проживания в санатории и в межсезонье практически не востребованы. Наличие сезонности усложняет задачу финансового планирования, особенно на стратегическую перспективу.

На передний план выходит задача наличия универсального инструмента управления финансовой сферой, позволяющего построить программу стратегического развития, увязывающую долгосрочные и сезонные цели. В таких условиях имеющемуся объекту оценки финансовой сферы компании – «комплексной финансовой устойчивости» из методологии финансового анализа недостает стратегических свойств, а именно возможности на ее основе моделирования и прогнозирования роста капитала как кумулятивного финансового результата сложения разных по результативности сезонов. Выход на ее оценку в отдаленной перспективе сталкивается с рядом проблем технического и методологического плана.

В техническом смысле требуется модель, которая способна переходить в своих оценках от текущих отчетных периодов к годовым (так как весь сезон, формирующий основной годовой доход, помещается в двух кварталах). Отчетность санаториев в отличие от западных корпораций недостаточно диверсифицирована (многие типы отчетов вообще отсутствуют) и в основном содержит финансовую информацию. Фактически использование модели информационно ограничено основными формами финансовой отчетности. В методологической характеристике финансовой устойчивости классического финансового анализа закреплена единственная приоритет – ее постоянное улучшение. Программируемое стратегическое падение показателей финансовой устойчивости оценивается как безусловное развитие кризиса и необходимо принятие санационных мер, несмотря на стратегические цели и задачи корпорации. Вследствие этого потребовалось разграничить финансовые кризисы по степени риска и причин его возникновения на временные конъюнктурные кризисы (в том числе сезонные), стратегические кризисы (первичного роста, перезапуска бизнеса, ликвидационные). Такая дифференциация стала предпосылкой более тонкого разграничения в финансовом анализе его инструментов (коэффициентов) в роли идентификатора каждого из кризисов для стратегического будущего компании. Установление низких уровней коэффициентов оборачиваемости и денежных потоков (с тенденцией ухудшения) выступает признаком скорого банкротства или реорганизации (ликвидации) компании.

С учетом приведенных условий была построена модель комплексной финансовой устойчивости стратегической специализации («фрегат»-модель), которая, в свою очередь, позволила раскрыть особые закономерности развития финансовой сферы компании как на внутригодовом отрезке времени, так и в отдаленной стратегической перспективе.

## Заключение

Предложенный метод (модель) сочетает оценку внутренних закономерностей развития финансового состояния отраслевых компаний и воздействия целых комплексов факторов внешней среды. Среди последних наиболее важным является сезонность. Курортный сезон в финансовом плане вследствие объективного процесса развития общей конъюнктуры рынка – результат годовых денежных накоплений целевой группы отдыхающих, который на уровне отдельной компании реализуется с различной долей успеха. Для конкурентоспособных компаний практически любой сезон будет относительно успешным и не увеличит риск банкротства. Основой исключительного статуса выступает наличие инноваций, что, в свою очередь, требует инвестиционной программы, поддерживающей постоянный стратегический рост. Большинство санаториев Южного Берега Крыма такового не имеют. Данная ситуация – следствие многолетней недооценки важности проведения переоснащения, модернизаций и т.п.

Использование в управлении компанией новой модели и обоснование развития в виде цепочки сменяющихся профилей достаточно наглядно представляют будущее компании в финансовом плане. Игнорирование топ-менеджментом сигналов от блоков модели, отвечающих за стратегический кризис (коэффициентов оборачиваемости и денежного потока), приведет к переходу в неконтролируемое падение и к неминуемой ликвидации, что в случае с санаторием «Ай-Петри» было предотвращено путем принудительной внешней санации и значительных финансовых вложений средств государства. Необходимо было подготовиться к преодолению кризиса и начать реализовывать санационные мероприятия не позднее 2011 г., когда в межсезонье появился первый предкризисный тип «фрегат»-модели. Для масштабных стратегических трансформаций у санатория было достаточно собственных ресурсов, а внешняя среда стабилизировалась после мирового финансового кризиса 2007–2008 гг. Социальные последствия чрезвычайных мероприятий искусственного выведения наиболее крупных и перспективных санаториев «Ай-Петри» и «Мисхор» из состава бывшего объединения «Ялта-Курорт» трудно оценить одновременно. Оставшиеся санатории имеют еще более тяжелое финансовое положение и существовать обособленно от лидеров не смогут. В этой связи перспективы использования модели состоят в использовании для анализа консолидированной отчетности корпорации, обосновании ее внутренних интеграционных процессов в целях поддержки постоянной конкурентоспособности. В дальнейшем на основе системы типов устойчивости модели возможна разработка новых показателей отчетности государственного управления с разделением причин убыточности отрасли вследствие окончания жизненного цикла санаториев либо их временных конъюнктурных затруднений при характеристике инвестиционного климата региона до и после сезона.

## Список литературы

- 1) Sačer I.M., Pavić I., Rep A. Disclosure practice and perspectives of notes to financial statements in Croatian tourism companies. In: "Vision 2020: Sustainable economic development, innovation management, and global growth". Proc. 30<sup>th</sup> International Business Information Management Association Conference (IBIMA 2017). Madrid: IBIMA; 2017:3859-3871.
- 2) Hawn O., Chatterji A.K., Mitchell W. Do investors actually value sustainability? New evidence from investor reactions to the Dow Jones Sustainability Index (DJSI). *Strategic Management Journal*. 2018;39(4):949-976. DOI: 10.1002/smj.2752
- 3) DeAngelo H., Gonçalves A.S., Stulz R.M. Corporate deleveraging and financial flexibility. *The Review of Financial Studies*. 2018;31(8):3122-3174. DOI: 10.1093/rfs/hhx147
- 4) Грачев А.В. Концепция динамической оценки финансовой устойчивости предприятия. *Аудит и финансовый анализ*. 2012;(3):390-397.
- 5) Исаева Э.В. Механизм оценки финансовой устойчивости предприятия, опирающийся на концепцию свободного денежного потока. *Финансовый бизнес*. 2014;(2):42-46.
- 6) Попова А.И. Финансовая устойчивость предприятий в концепции жизненного цикла. Проблемы современной экономики. 2010;(3):165-169. URL: <http://www.m-economy.ru/art.php?nArtId=3236>
- 7) Malau M., Murwaningsari E. The effect of market pricing accrual, foreign ownership, financial distress, and leverage on the integrity of financial statements. *Economic Annals*. 2018;63(217):129-139. DOI: 10.2298/EKA1817129M
- 8) Mintzberg H., Ahlstrand B., Lampel J. *Strategy safari: A guided tour through the wilds of strategic management*. New York: Free Press; 1998.
- 9) Ансофф И. Стратегическое управление. Пер. с англ. М.: Экономика; 1989. 358 с.
- 10) Zhang W.-B. Business cycles in a general equilibrium dynamic model with land value and rent. *Economic Annals*. 2018;63(216):7-33. DOI: 10.2298/EKA1816007Z
- 11) Запорожцева Л.А., Круш З.А. Эффективный инструмент системного анализа финансовой устойчивости предприятий. "Край наш, Черноземный (опыт, проблемы и пути развития сельских территорий)". Мат. заседания регионального "круглого стола" Черноземья. Вып. 4 (в 2-х ч.). Ч. 2. Воронеж: ВГАУ; 2006:132-140.
- 12) Абрютина М.С., Грачев А.В. Анализ финансово-экономической деятельности предприятия. М.: Дело и Сервис; 2001. 272 с.
- 13) Федорова Е.А., Тимофеев Я.В. Нормативы финансовой устойчивости российских предприятий: отраслевые особенности. *Корпоративные Финансы*. 2015;9(1):38-47. DOI:/10.17323/j.jcfr.2073-0438.9.1.2015.38-47.
- 14) Belderbos R, Tong T.W., Wu S. Multinational investment and the value of growth options: Alignment of incremental strategy to environmental uncertainty. *Strategic Management Journal*. 2019;40(1):127-152. DOI: 10.1002/smj.2969
- 15) Gao P, Parsons C.A., Shen J. Global relation between financial distress and equity returns. *The Review of Financial Studies*. 2018;31(1):239-277. DOI: 10.1093/rfs/hhx060
- 16) Joseph J., Wilson A.J. The growth of the firm: An attention-based view. *Strategic Management Journal*. 2018;39(6):1779-1800. DOI: 10.1002/smj.2715
- 17) Козлова А.В. Жизненный цикл организации на примере компании ОАО "РУСАЛ". "Актуальные вопросы экономики и управления". Мат. междунар. науч. конф. (г. Москва, апрель 2011 г.). Т. 2. М.: ИОП, 2011:113-117. URL: <https://moluch.ru/conf/econ/archive/9/487/>
- 18) Ивашковская И.В. Финансовые измерения качества роста. Управление компанией. 2006;(9). URL: <http://www.zhuk.net/page.php?id=129> (дата обращения: 25.01.2019).
- 19) Ивашковская И.В., Скворцова И.В. Диверсификация бизнеса на основе стратегии органического роста: потенциал создания стоимости на развитых и развивающихся рынках капитала. *Корпоративные Финансы*. 2015;9(1):22-37. DOI:/10.17323/j.jcfr.2073-0438.9.1.2015.22-37
- 20) Адизес И. Управление жизненным циклом корпорации. Пер. с англ. СПб: Питер; 2008. 384 с.
- 21) Малышенко В.А. Модель системно-стратегического финансового анализа санаторных предприятий Крыма. *Экономика региона*. 2016;12(2):510-525.
- 22) Гаранина Т.А., Петрова О.Е. Взаимосвязь между ликвидностью, финансовым циклом и рентабельностью российских компаний. *Корпоративные Финансы*. 2015;9(1):5-21. DOI:/10.17323/j.jcfr.2073-0438.9.1.2015.5-21
- 23) Cömert, H., Çolak, M.S. Can developing countries maintain financial stability after the global crisis? The role of external financial shocks. *Panoeconomicus*. 2018;65(2):201-226. DOI: 10.2298/PAN150905028C
- 24) Altman E., Hotchkiss E. *Corporate financial distress and bankruptcy: Predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt*. 3<sup>rd</sup> ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.; 2005. 368 p.
- 25) Ковалев В.В. Финансовый анализ: методы и процедуры. М.: Финансы и статистика; 2002. 560 с.

## Приложение

**Таблица П.1.** Сравнительная характеристика двух группировок исследованных санаториев Крыма по величине собственного капитала и уровню финансового состояния

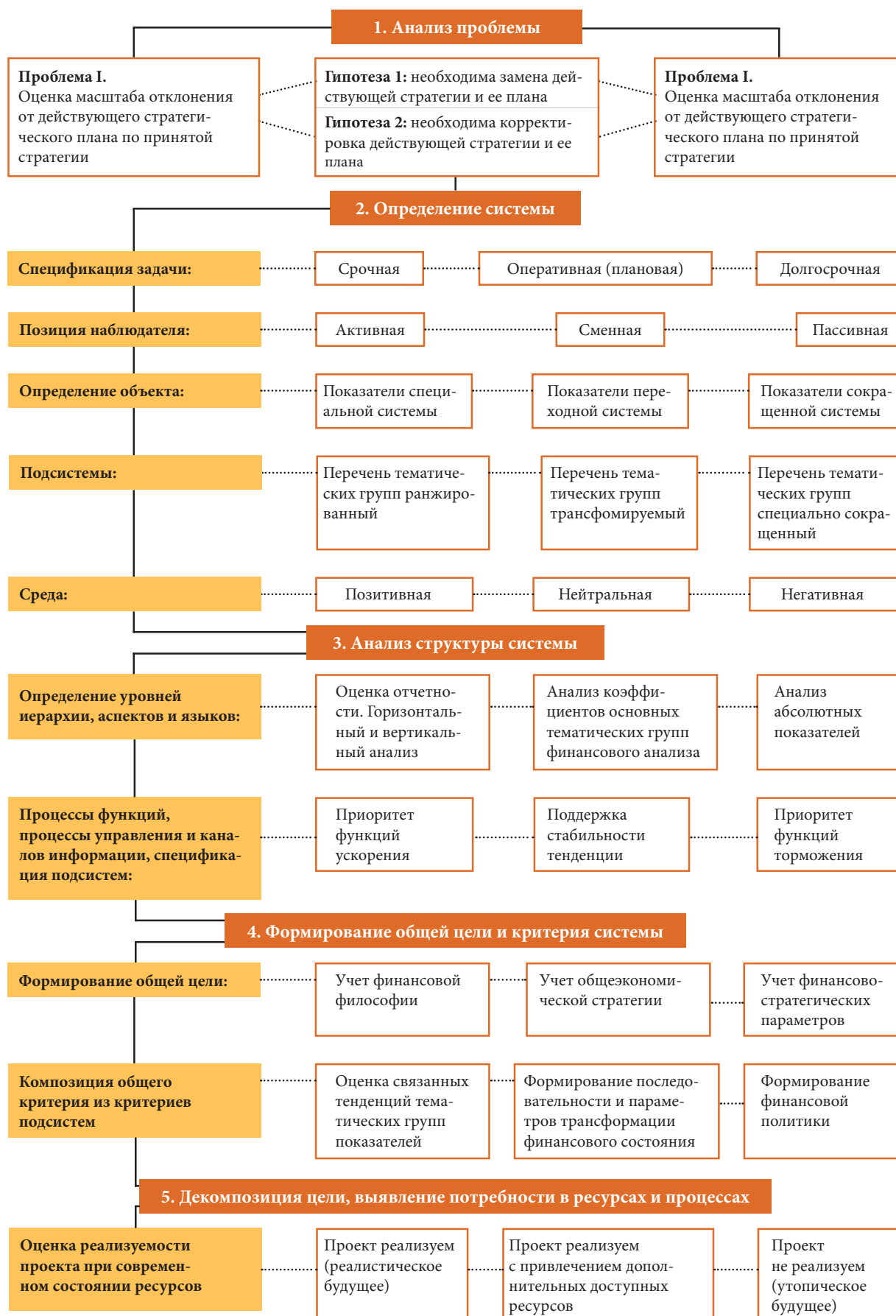
№ п/п	Группы и их состав по критерию величины собственного капитала (млн долл. в 2008–2016 гг.)	Группы и их состав по критерию уровня финансового состояния (наличия собственных оборотных средств)
1	<b>Крупные</b> (свыше 10 млн долл.): «Гурзуфский», «Дельфин-2001»	<b>Абсолютно устойчивое:</b> «Гурзуфский», «Ай-Петри», «Киев»
2	<b>Средние</b> (от 5 до 10 млн долл.): «Ай-Петри», «Зори Украины», «Курпаты», «Мисхор», «Южный»	<b>Нормальное (устойчивое):</b> «Дельфин-2001», «Зори Украины», «Курпаты», «Мисхор», «Южный», «Орлиное гнездо»
3	<b>Ниже среднего</b> (менее 5 млн долл.): «Днепр», «Ливадия», «Украина», «Ясная Поляна», «Киев», «Орлиное гнездо»	<b>Предкризисное (кризисное):</b> «Днепр», «Ливадия», «Ясная Поляна», «Украина»

**Таблица П.2.** Финансовые показатели во внутреннем профиле «фрегат»-модели

Группы	Название коэффициента	Нормированные конечные данные
«Брамсель» – финансовая устойчивость (Б)	1. Соотношения мобильных и иммобилизованных средств	0,117
	2. Трансформации	0,210
	3. Автономии формирования запасов	-0,215
	4. Финансовой автономии	0,369
	5. Финансовой устойчивости	0,490
	6. Концентрация собственного капитала (СК)	0,402
	7. К6 (средний размер краткосрочных обязательств / средний размер капитала (ВБ))	0,245
	8. К6 (средний размер краткосрочных обязательств / средний СК).	0,194
	9. ДК 16 (валовая рентабельность операционного потока)	0,262
	10. Рентабельность чистых активов	0,075
	11. Валовая рентабельность реализованной продукции (RGPM)	0,407
	12. Чистая рентабельность производства (РПЧ)	0,387
«Марсель» – рентабельность (М)	13. Рентабельность продаж	0,453
	14. Рентабельность собственного капитала (ROE)	0,529
	15. Маневренности СК	0,125
	16. Капитализации прибыли	0,281
	17. Операционная рентабельность реализованной продукции ROIM	0,653
	18. Рентабельность совокупного капитала (ROA)	0,420

«Грот» – ликвидность- платежеспособ- ность (Г)	19. Абсолютной ликвидности	0,160
	20. Покрытия (общий )	0,078
	21. Соотношения дебиторской и кредиторской задолженности (КЗ)	0,060
	22. Рентабельности оборота	0,456
	23. Покрытия чистыми оборотными активами	-0,167
	24. Чистой прибыли	0,581
	25. Покрытия обязательств чистыми активами	0,201
«Корпус судна» – оборачиваемость (С)	26. Критической ликвидности	0,223
	27. Доля кредиторской задолженности в заемном капитале	0,555
	28. Оборачиваемость заемного капитала	0,146
	29. Оборачиваемость оборотных активов (ОА)	0,719
	30. Оборачиваемость денежных средств.	0,504
	31. Оборачиваемость совокупных активов	0,262
	32. Оборачиваемость производственных запасов	0,514
«Киль» – потоки (К)	33. Оборачиваемость СК	0,314
	34. Фондоотдача	0,288
	35. К4 (средний размер собственного оборотного капитала / средний размер ОА)	-0,186
	36. ДК1 (операционной поточности совокупных активов (капитала))	0,111
	37. ДК3 (операционной поточности оборотных активов)	0,114
	38. ДК 12 (поточность затрат производственной себестоимости)	0,092

**Рисунок П.1.** Содержание этапа системно-стратегического экспресс-анализа финансового состояния санатория в соответствии со структурой системного анализа (первый из трех этапов)



**Таблица П.3.** Индекс сезонности реализации турпродукта (выручка) в Крыму в 2013–2015 гг. (млн руб.)\*

Период	2013 г.	2014 г.	2015 г.	$y_i$ (среднемесячные уровни)	Индекс сезонности ( $I_{\text{сез}}$ , %)
Январь	90,3	68,1	87,8	$(90,3+68,1+87,8)/3=82,1$	$I_{\text{сез}}=82,07/402,8 \cdot 100=20,4$
Февраль	40,7	22,5	33,8	32,3	8,03
Март	103,8	73,0	94,1	90,3	22,4
Апрель	210,4	132,0	171,7	171,4	42,5
Май	344,6	203,0	279,1	275,6	68,4
Июнь	750,2	420,0	560,0	576,7	143,2
Июль	1105,0	898,0	924,0	975,7	242,2
Август	1900,0	1102,0	1440,0	1480,7	367,6
Сентябрь	720,0	457,0	594,0	590,3	146,5
Октябрь	239,8	189,0	237,7	222,2	55,2
Ноябрь	221,2	139,7	210,9	190,6	47,3
Декабрь	160	98,3	180,6	146,3	36,3

\*Рассчитано с использованием данных Министерства курортов и туризма Республики Крым (URL: <http://mtur.rk.gov.ru> [https://rk.gov.ru/file/o\\_razvitii\\_turistskoy\\_otrasli\\_respubliki\\_krim\\_v\\_2015\\_godu.pdf?1.0.41](https://rk.gov.ru/file/o_razvitii_turistskoy_otrasli_respubliki_krim_v_2015_godu.pdf?1.0.41)).

**Таблица П.4.** Проявление сезонности доходов на АО «Санаторий «Ай-Петри» в 2014–2015 гг.\*

Показатель	Первый квартал 2014 г.	Полугодие 2014 г.	9 мес. 2014 г.	12 мес. 2014 г.	Первый квартал 2015 г.	Полугодие 2015 г.	9 мес. 2015 г.	12 мес. 2015 г.
Выручка от обычной деятельности, тыс. руб.	2676,8	34 812,2	173 229,8	208 042,0	3874,9	50 394,9	250 771,1	301 166,0
Финансовое состояние на основе наличия собственных оборотных средств	П <sup>1</sup>	П	Н <sup>2</sup>	Н	П	Н	Н	Н
«Фрегат»-модель	ПДКНЗ (VI)	НОРСЗ (V)	ХАУ (IV)	НОРСЗ (V)	ПДКНЗ (VI)	НОРСЗ (V)	ПДКН2 (VIII)	ПДКН2 (VIII)

<sup>1</sup> Предкризисное финансовое состояние (в системе классических типов); <sup>2</sup> нормальное финансовое состояние.

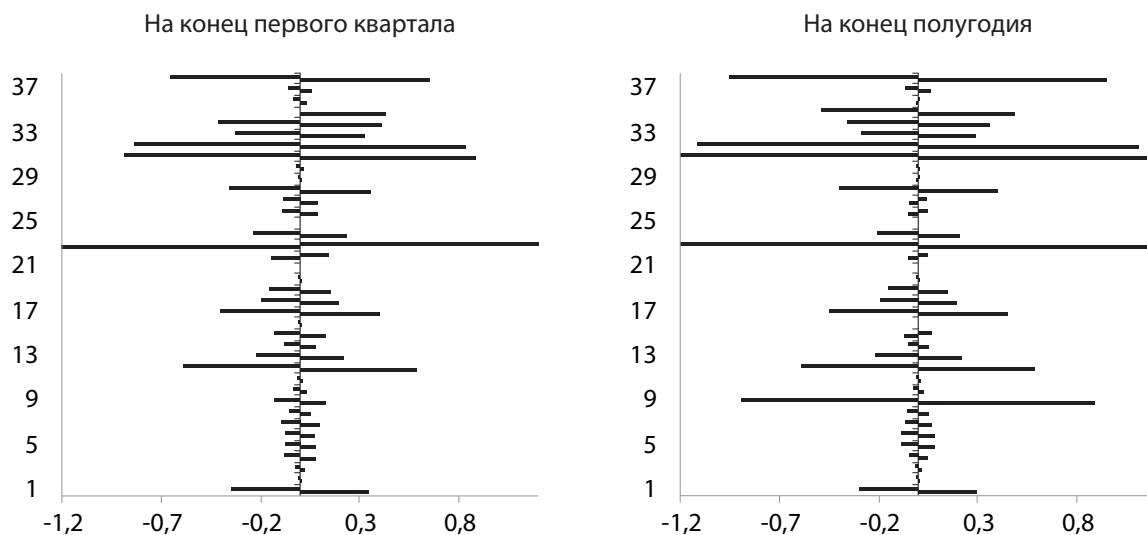
По данным: URL:

[https://zachestnyibiznes.ru/company/ul/1159102038512\\_9103065479\\_GUP-RK-SANATORIY-AY-PETRI/](https://zachestnyibiznes.ru/company/ul/1159102038512_9103065479_GUP-RK-SANATORIY-AY-PETRI/)



**Рисунок П.2.** Возникновение сезонного улучшения финансового показателя убыточного санатория контрольной группы (санаторий «Дельфин-2001», 2015 г.)

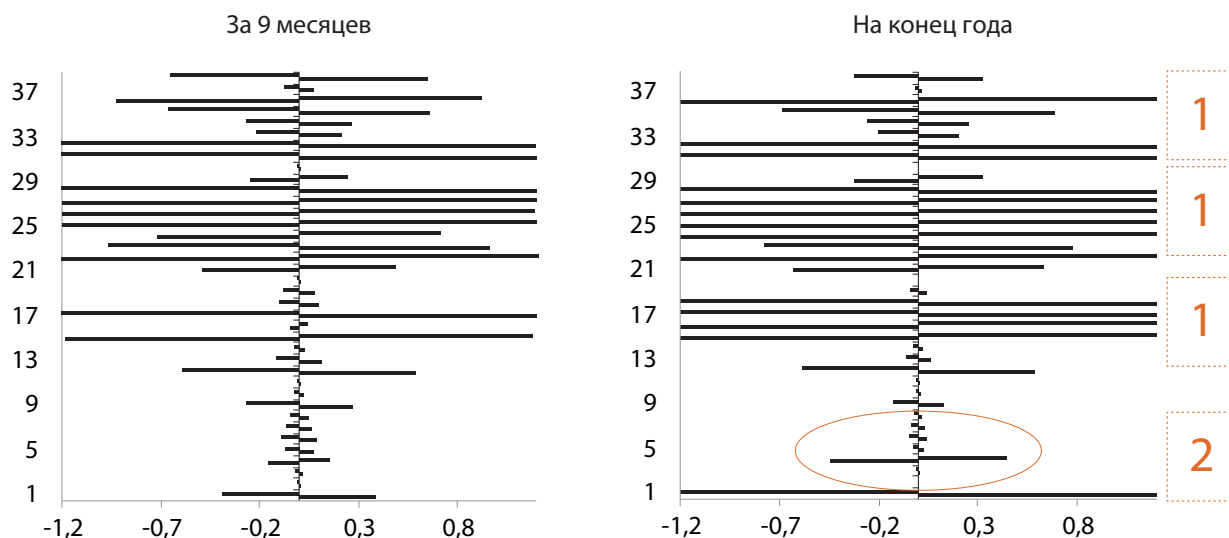
ПДКН2 (VIII), стагнация



Сохранение стратегически важных блоков оборачиваемости и потоковых коэффициентов (в самом низу профиля модели)

ПДКН3 (VI), незначительное улучшение

КАН2(IX), ухудшение



Большое количество «пробоев» (1), сокращение блоков денежного потока и оборачиваемости (2)

# Strategic Financial Analyses of Sanatorium Corporations under Conditions of Seasonality

## Vadim Malysenko

Candidate of Economic Sciences (PhD), Researcher

ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-7589-9132>

E-mail: Malysenko1973@inbox.ru

Sector of Economic Research, Design and Implementation of Scientific Developments, Government-Financed Establishment of the Republic of the Crimea, National Research Institute for Vine and Wine Magarach, Yalta, Russia

## Kostyantyn Malysenko

Candidate of Economic Sciences (PhD), Senior Researcher

ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-3453-2836>

E-mail: docofecon@mail.ru ORCID: 0000-0002-7589-9132

Sector of Economic Research, Design and Implementation of Scientific Developments, Government-Financed Establishment of the Republic of the Crimea, National Research Institute for Vine and Wine Magarach, Yalta, Russia

---

**Journal of Corporate Finance Research**, Vol. 13, No. 1, pp. 40-59 (2019)

**DOI:** <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.13.1.2019.40-59>

**Received** 12 December 2019 | **Peer-reviewed** 24 January 2019 | **Accepted** 5 March 2019

## Strategic Financial Analyses of Sanatorium Corporations under Conditions of Seasonality

### Abstract

The purpose of this study is to develop a new method of financial analysis that aids the strategic development of financial sustainability in businesses operating in the context of pronounced seasonality. In this study, we consider the example of the sanatorium industry, which is a crucial industry for the Greater Yalta region. In this case, the seasoned reporting financial period can make it difficult to determine a company's value and to assess relevant financial risks, and can restrain investment activity in these businesses.

The limitations of classical analytical methods are apparent in the absence of tools available to objectively justify programmable temporary decreases in financial standing. However, such a strategic program is practically a prerequisite for maintaining competitive status in this particular region and industry, given the constant threat of recessions and the ubiquitous necessity for mobilisation of financial resources. It is important to be able to methodically separate those recurring trends of financial activities that are inherent in individual stages in the life cycle of such organisations from the temporary fluctuations in financial conditions created through the influence of seasonality.

This study aims to fill a methodological gap between the general provisions of strategic management studies and the strategic financial analyses of foreign and domestic authors. The first part of the methodological base relates to the provisions of the School of Configuration (as per the classification of the strategic management schools of H. Mintzberg). This approach involves management based on a chain of profiles ("firm-environment") and the gradual achievement of competitiveness. The second approach is related to the classification of the types of financial crises experienced by firms according to domestic authors, of which capital, profits, and liquidity are the paramount factors. This sequence of factors was additionally complemented by the inclusion of business activity and cash flow crises. The foregoing factors formed the basis for the ranking of financial ratios according to the new analytical model presented in this study, which is based on the central danger of bankruptcy. Methods of financial analysis establish only incoming conditions and several alternatives for the transformation of a business's financial state.

Sanatoriums may be faced with the situation whereby the number of alternative competing sources of respite or similar services available to their potential customers would increase progressively each year. A successive series of good or bad commercial seasons may easily require a substantial reappraisal of a business's fundamental financial strategy. The application of the new model presented in this study reveals a phased sequence of strategic implementation which is catered more specifically to the potential challenges of seasonality inherent to these corporations.

**Keywords:** financial standing; financial model; financial risk; financial analysis

**JEL-classification:** G32, G34, G17

## References

- 1) Sačer I.M., Pavić I., Rep A. Disclosure practice and perspectives of notes to financial statements in Croatian tourism companies. In: "Vision 2020: Sustainable economic development, innovation management, and global growth". Proc. 30<sup>th</sup> International Business Information Management Association Conference (IBIMA 2017). Madrid: IBIMA; 2017:3859-3871.
- 2) Hawn O., Chatterji A.K., Mitchell W. Do investors actually value sustainability? New evidence from investor reactions to the Dow Jones Sustainability Index (DJSI). *Strategic Management Journal*. 2018;39(4):949-976. DOI: 10.1002/smj.2752
- 3) DeAngelo H., Gonçalves A.S., Stulz R.M. Corporate deleveraging and financial flexibility. *The Review of Financial Studies*. 2018;31(8):3122-3174. DOI: 10.1093/rfs/hhx147
- 4) Grachev A.V. The concept of a dynamic assessment of the financial stability of an enterprise. *Audit i finansovyi analiz = Audit and Financial Analysis*. 2012;(3):390-397. (In Russ.).
- 5) Isaeva E.V. Mechanism for assessing the financial stability of an enterprise based on the concept of free cash flow. *Finansovyi biznes = Financial business*. 2014;(2):42-46. (In Russ.).
- 6) Popova A.I. Financial stability of enterprises in the life cycle concept. *Problemy sovremennoi ekonomiki = Problems of Modern Economics*. 2010;(3):165-169. URL: <http://www.m-economy.ru/art.php?nArtId=3236> (In Russ.).
- 7) Malau M., Murwaningsari E. The effect of market pricing accrual, foreign ownership, financial distress, and leverage on the integrity of financial statements. *Economic Annals*. 2018;63(217):129-139. DOI: 10.2298/EKA1817129M
- 8) Mintzberg H., Ahlstrand B., Lampel J. *Strategy safari: A guided tour through the wilds of strategic management*. New York: Free Press; 1998.
- 9) Ansoff I. *Strategic management*. Transl. from Eng. Moscow: Ekonomika; 1989. 358 p. (In Russ.).
- 10) Zhang W. Business cycles in a general equilibrium dynamic model with land value and rent. *Economic Annals*. 2018;63(216):7-33.
- 11) Zaporozhtseva L.A., Krush Z.A. An effective tool for system analysis of enterprise financial stability. In: "Our land, Chernozem Region (experience, problems and ways of development of rural areas)". Materials of the meeting of the regional "round table" of the Chernozem area. Iss. 4 (in 2 pts.). Pt. 2. Voronezh: Voronezh State Agrarian Univ.; 2006:132-140. (In Russ.).
- 12) Abryutina M.S., Grachev A.V. *The analysis of financial and economic activity of the enterprise*. Moscow: Delo i Servis Publ.; 2001. 272 p. (In Russ.).
- 13) Fedorova E.A., Timofeev J.V. Standards of financial stability of Russian companies: Industry-specific features. *Korporativnye finansy = Journal of Corporate Finance Research*. 2015;9(1):38-47. DOI: /10.17323/j.jcfr.2073-0438.9.1.2015.38-47 (In Russ.).
- 14) Belderbos R, Tong T.W., Wu S. Multinational investment and the value of growth options: Alignment of incremental strategy to environmental uncertainty. *Strategic Management Journal*. 2019;40(1):127-152. DOI: 10.1002/smj.2969
- 15) Gao P., Parsons C.A., Shen J. Global relation between financial distress and equity returns. *The Review of Financial Studies*. 2018;31(1):239-277. DOI: 10.1093/rfs/hhx060
- 16) Joseph J., Wilson A.J. The growth of the firm: An attention-based view. *Strategic Management Journal*. 2018;39(6):1779-1800. DOI: 10.1002/smj.2715
- 17) Kozlova A.V. The life cycle of the organization on the example of the company "RUSAL". In: "Current issues of economics and management". Proc. Int. sci. conf. (Moscow, Apr. 2011). Vol. 2. Moscow: RIOR Publ.; 2011:113-117. URL: <https://moluch.ru/conf/econ/archive/9/487/> (In Russ.).
- 18) Ivashkovskaya I.V. Financial measuring the quality of growth. *Upravlenie kompaniei*. 2006;(9). URL: <http://www.zhuk.net/page.php?id=129> (accessed on 25.01.2019). (In Russ.).
- 19) Ivashkovskaya I.V., Skvortsova I.V. Business diversification based on organic growth strategy: the potential of value creation in developed and emerging capital markets. *Korporativnye finansy = Journal of Corporate Finance Research*. 2015;9(1):22-37. DOI:/10.17323/j.jcfr.2073-0438.9.1.2015.22-37 (In Russ.).
- 20) Adizes I. *Managing corporate lifecycles*. Transl. from Eng. St. Petersburg: Piter Publ.; 2008. 384 p. (In Russ.).
- 21) Malyshenko V.A. A model of system and strategic financial analysis of the Crimean health resorts. *Ekonomika regiona = Economy of Region*. 2016;12(2):510-525. (In Russ.).
- 22) Garanina, T.A., Petrova O.E. Relationship between liquidity, financial cycle and returns of Russian companies. *Korporativnye finansy = Journal of Corporate Finance Research*. 2015;9 (1):5-21. DOI: /10.17323/j.jcfr.2073-0438.9.1.2015.5-21 (In Russ.).
- 23) Cömert, H., Çolak, M.S. Can developing countries maintain financial stability after the global crisis? The role of external financial shocks. *Panoeconomicus*. 2018;65(2):201-226. DOI: 10.2298/PAN150905028C
- 24) Altman E., Hotchkiss E. *Corporate financial distress and bankruptcy: Predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt*. 3<sup>rd</sup> ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.; 2005. 368 p.
- 25) Kovalev V.V. *Financial analysis: Techniques and procedures*. Moscow: Finansy i statistika; 2002. 560 p. (In Russ.).