

**АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА  
ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РФ**

**РОССИЙСКО-НЕМЕЦКАЯ ВЫСШАЯ ШКОЛА УПРАВЛЕНИЯ**

**СЕРИЯ  
«ОСНОВЫ СОВРЕМЕННОЙ ЭКОНОМИКИ»**

**И. А. Лисовская**

**ОСНОВЫ  
ФИНАНСОВОГО  
МЕНЕДЖМЕНТА**

**Москва  
ТЕИС  
2006**

**ББК 65**

**Лисовская И.А.**  
**М16    Основы финансового менеджмента.— М.: ТЕИС, 2006.—**  
**120 с.**

**ISBN 5–7218—0791—1**

**Редакционная коллегия:**

**Э.Н. Крылатых — академик РАСХН,  
В.К. Фальцман — д.э.н., проф. (главный редактор).**

В настоящем пособии рассмотрены проблемы организации финансового менеджмента в российских организациях; изложены особенности управления внеоборотными и оборотными активами, а также капиталом предприятия. Теоретические аспекты управления отдельными видами объектов (материально-производственных запасов, дебиторской задолженности, денежных активов и пр.) подкрепляются практическими примерами, позволяющими получить четкое представление о механизме решения поставленных задач.

Пособие рассчитано в первую очередь на руководителей высшего и среднего звена и менеджеров предприятий, стремящихся к освоению современных методов принятия обоснованных управленческих решений.

© Лисовская И.А., 2006  
© ТЕИС, 2006

## ОГЛАВЛЕНИЕ

Предисловие .....	4
1. Теоретические основы финансового менеджмента .....	7
1.1. Цели, задачи и принципы финансового менеджмента .....	7
1.2. Система информационного обеспечения финансового менеджмента .....	8
1.3. Базовые концепции финансового менеджмента .....	12
1.3.1. Концепция временной стоимости денег .....	13
1.3.2. Концепция учета фактора инфляции .....	17
1.3.3. Концепция учета фактора риска .....	19
2. Финансовая диагностика предприятия .....	22
2.1. Методы финансового анализа .....	22
2.2. Анализ имущественного и финансового состояния предприятия .....	25
2.2.1. Показатели имущественного положения .....	26
2.2.2. Показатели ликвидности и платежеспособности .....	28
2.2.3. Показатели финансовой устойчивости .....	34
2.2.4. Показатели деловой активности .....	37
2.2.5. Показатели эффективности деятельности .....	40
3. Управление оборотными активами .....	43
3.1. Активы предприятия и их классификация .....	43
3.2. Особенности управления оборотными активами .....	46
3.2.1. Управление запасами .....	52
3.2.2. Управление дебиторской задолженностью .....	56
3.2.3. Управление денежными средствами .....	61
3.2.4. Управление финансированием оборотных активов .....	65
4. Управление внеоборотными активами .....	73
4.1. Формирование политики управления внеоборотными активами .....	74
4.2. Выбор источников финансирования обновления внеоборотных активов .....	78
5. Управление капиталом .....	87
5.1. Стоимость капитала .....	90
5.2. Управление формированием операционной прибыли .....	96
5.3. Взаимосвязь категорий «риск» и «леверидж» .....	104
5.4. Эффект производственного левериджа .....	106
5.5. Эффект финансового левериджа .....	109
5.6. Дивидендная политика .....	114
Список литературы .....	119

## **ПРЕДИСЛОВИЕ**

Предлагаемая вниманию читателей брошюра представляет собой учебное пособие по курсу «Финансовый менеджмент», которое рассчитано в первую очередь на руководителей и управленческий персонал предприятий, обучающихся в послевузовской системе образования и стремящихся к самостоятельному практическому овладению методами принятия обоснованных управленческих решений.

В настоящее время вниманию читателей предлагается огромное количество учебников, учебных пособий и иной специальной литературы по финансовому менеджменту. В то же время значительное количество изданий рассматривает отдельные аспекты создания эффективной системы управления, уделяя максимальное внимание вопросам теории. Эти издания ориентированы в первую очередь на специалистов, имеющих базовое экономическое образование, а также на студентов, обучающихся по экономическим специальностям. Однако сейчас современные «продвинутые» менеджеры, занятые на практике поиском эффективных решений, в том числе и в области финансов, часто имеют иное базовое образование: они получили диплом инженера, врача или учителя, но это обстоятельство не должно стать препятствием для их профессионального роста и совершенствования. В связи с этим основной целью написания настоящего издания являлось создание учебного пособия, предназначенного, в первую очередь, для руководителей высшего и среднего звена, менеджеров, осваивающих основы финансового менеджмента,

осуществляющих финансовый анализ отчетности, а также занятых подготовкой и принятием управленческих решений в области формирования оптимальной величины и структуры активов и пассивов предприятия.

Принятие решений в области финансового менеджмента – это постоянный поиск компромисса между доходностью и риском и выбор оптимального решения должен быть всегда обоснованным и осознанным. Что сегодня важнее для предприятия – максимальное увеличение объема реализации продукции в условиях роста дебиторской задолженности, несмотря на растущий риск ее невозврата, или жесткий отбор платежеспособных покупателей и сознательное ограничение роста сбыта? Всегда ли обоснованно привлечение кредита и каковы условия, обеспечивающие эффективность его привлечения? Эти и множество других вопросов сегодня стоят перед управленческим персоналом практически каждой компании, и по мере ее развития появляются новые, все более сложные вопросы и задачи. Понимание особенностей построения отечественной финансовой отчетности и методов ее анализа, освоение принципиальных подходов и эффективных и рациональных методов решения практических вопросов организации системы финансового менеджмента позволит управленческому персоналу выбирать оптимальные решения, обеспечивающие достижение поставленных задач.

Основной целью данного учебного пособия является лаконичное изложение наиболее существенных вопросов финансового менеджмента при обеспечении высокой информативности, компактности представления материала, рассмотрении практических примеров, которые отражают реальные, наиболее типичные хозяйствственные операции. Теоретические и практические вопросы, рассмотренные в настоящем учебном пособии, представлены с учетом построения финансовой отчетности в соответствии с нормативной базой, действующей по состоянию на 1 мая 2005 г.

Предлагаемое вниманию читателя учебно-методическое пособие входит в серию «Основы современной экономики», которая активно используется слушателями, повышающими свою квалификацию по программам интенсивного обучения MBA и «Современный руководитель». Программы осуществляются на базе Российско-немецкой высшей школы экономики Академии народного хозяйства при Правительстве Российской

Федерации (РНВШУ АНХ). В рамках серии «Основы современной экономики» вышли брошюры:

- Антонов В.А. Мировая валютная система и международные расчеты. М.: ТЕИС, 2000.
- Герасименко В.В. Основы маркетинга. М.: ТЕИС, 2000.
- Герасименко В.В. Основы менеджмента. М.: ТЕИС, 2000.
- Кочеткова А.И. Основы управления персоналом. М.: ТЕИС, 2000.
- Крылатых Э.Н. Основы макроэкономики. М.: ТЕИС, 1999.
- Лисовская И.А. Бухгалтерский учет для менеджеров. М.: ТЕИС, 2005.
- Фальцман В.К. Основы микроэкономики. М.: ТЕИС, 1999.
- Фальцман В.К., Давыдова Л.А. Основы управления предприятием. М.: ТЕИС, 2000.
- Фальцман В.К. Оценка инвестиционных проектов. М.: ТЕИС, 2001.

Редакционная коллегия надеется, что настоящее учебное пособие позволит читателям получить полное и четкое представление о методах принятия обоснованных решений в области финансового менеджмента, жизненно важных для современного предприятия.

В.К. Фальцман  
Э.Н. Крылатых

# **1.**

## **ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА**

### **1.1. Цели, задачи и принципы финансового менеджмента**

Финансовый менеджмент представляет собой систему принципов и методов разработки и реализации управленческих решений, связанных с формированием, распределением и использованием финансовых ресурсов для обеспечения необходимой величины и структуры активов в соответствии с целями и задачами предприятия.

Главной целью финансового менеджмента является обеспечение максимизации благосостояния собственников предприятия в текущем и перспективном периоде, что выражается в обеспечении роста рыночной стоимости их капитала. Достижение этой цели обеспечивается путем решения ряда задач, основными из которых являются следующие:

1. Расчет заданного уровня основных показателей развития компаний в предстоящем периоде, в первую очередь уровня объема выпуска (реализации) продукции и прибыли от операционной деятельности.
2. Определение необходимой величины и структуры производственных ресурсов и ее оптимизация.
3. Обеспечение формирования достаточного объема финансовых ресурсов, в том числе за счет привлечения собственного и заемного капитала, оптимизация соотношения между ними.
4. Разработка и проведение политики эффективного распределения и использования сформированного объема финансо-

вых ресурсов в различных направлениях, включая распределение между отдельными видами деятельности, между отдельными видами активов и пр.

5. Осуществление выбора между риском и доходностью, который заключается в выборе приемлемого сочетания: максимизация прибыли предприятия при приемлемом уровне финансового риска или минимизация уровня финансового риска при заданном уровне прибыли.

6. Обеспечение финансовой стабильности предприятия за счет постоянного поддержания высокого уровня платежеспособности и финансовой устойчивости.

Решение поставленных задач предполагает соблюдение основных принципов финансового менеджмента, к числу которых относятся:

1. Ориентированность на стратегические цели развития предприятия.

2. Выбор оптимального с точки зрения принятых критериев управлеченческого решения на основе анализа всех возможных альтернативных вариантов развития, обеспечивающих достижение поставленной цели.

3. Комплексный характер формирования управлеченческих решений, предполагающий необходимость разработки и принятия взаимозависимых решений по всей управляемой системе.

4. Высокий динамизм управления, основой которого является постоянный мониторинг и учет изменения внешней среды и внутренних параметров развития компании.

## **1.2. Система информационного обеспечения финансового менеджмента**

Информационное обеспечение финансового менеджмента включает систему аналитических показателей, которые формируются как во внешней среде, так и непосредственно на самом предприятии.

Среди данных, формирующихся во внешней среде, следует выделить наиболее существенные:

— показатели макроэкономического развития страны (темперы роста ВВП и национального дохода, индекс инфляции, ставка рефинансирования ЦБ РФ и пр.);

— показатели динамики развития отрасли (изменения объема и структуры ассортимента выпускаемой продукции,

---

стоимости и структуры активов, среднеотраслевой уровень рентабельности и пр.);

- показатели изменения финансового рынка (уровень кредитных и депозитных ставок коммерческих банков, курс отдельных валют, установленный Центральным банком России и т.д.);
- показатели развития деятельности контрагентов, к числу которых относятся банки, страховщики, поставщики и пр., а также конкурентов.

Основным источником внутренней информации являются финансовая отчетность и иные дополнительные сведения, формирующиеся в рамках финансового и управленческого учета компании. Финансовая отчетность — это система данных об имущественном и финансовом положении предприятия и основных результатах его хозяйственной деятельности за отчетный период, сформированная на основе данных финансового учета. Основные требования, предъявляемые к финансовой отчетности предприятий, установлены в Законе «О бухгалтерском учете» от 21.11.1996 г. № 129-ФЗ; ПБУ 4/99 «Бухгалтерская отчетность организаций» — приказ Минфина РФ от 06.07.1999 г. № 43н и пр.

В соответствии с действующим законодательством в состав годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности входят:

- форма № 1 — Бухгалтерский баланс организации;
- форма № 2 — Отчет о прибылях и убытках;
- форма № 3 — Отчет об изменениях капитала;
- форма № 4 — Отчет о движении денежных средств;
- форма № 5 — Приложение к бухгалтерскому балансу;
- пояснительная записка к балансу;
- независимое аудиторское заключение.

Круг показателей, характеризующих деятельность предприятия, и степень детализации отчетной информации зависят в первую очередь от масштаба и специфики его деятельности, поэтому в настоящее время формируются новые подходы к формированию бухгалтерской отчетности, которые выражаются в отказе от обязательного применения типовых форм бухгалтерской отчетности, т.е. полностью одинакового набора отчетных показателей для всех организаций. Это связано с тем, что состав финансовой отчетности определяется с учетом масштаба и характера деятельности, когда для ряда компаний полный набор всех отчетных форм излишен, а для других — недостаточен.

Поэтому сейчас возможны несколько вариантов формирования отчетности, в том числе:

- стандартный вариант — для средних и крупных коммерческих организаций, состоящий из полного набора вышеуказанных форм;
- вариант составления отчетности в соответствии с требованиями МСФО — для акционерных обществ, ценные бумаги которых котируются на фондовых рынках;
- множественный вариант — для крупнейших коммерческих организаций, которые могут формировать отдельные отчеты в виде дополнительных форм в рамках отдельных отчетных форм;
- упрощенный вариант — для малого бизнеса и некоммерческих (кроме бюджетных) организаций, когда в отчетность включаются только форма № 1 и № 2, (по некоммерческим организациям — дополнительно форма № 6 — «Отчет о целевом использовании полученных средств»).

Основными элементами финансовой отчетности являются активы, обязательства, собственный капитал, доходы, расходы, прибыль и убытки и пр., информация о которых раскрывается в балансе организации, отчете о прибылях и убытках (форма № 2) и отчете о движении денежных средств (форма № 4), имеющих приоритетное значение для целей финансового менеджмента.

Баланс характеризует имущественное и финансовое положение предприятия на установленную дату, определяет его имущество в стоимостной оценке по составу и направлениям использования (актив), а также выявляет источники финансирования этого имущества (пассив). Основное балансовое уравнение имеет привычный для нас вид:

$$\text{АКТИВ} = \text{ПАССИВ}.$$

В соответствии с международными стандартами финансовой отчетности (МСФО) балансовое уравнение представляют в следующем виде:

$$\begin{aligned}\text{АКТИВ} = \\ = \text{ОБЯЗАТЕЛЬСТВА} + \text{СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ}.\end{aligned}$$

Конечно, суммарно величина обязательств и стоимость собственного капитала предприятия составляют пассив баланса, но в данном случае изначально выделяются две составляющие (обязательства и собственный капитал), имеющие принципиаль-

но разный характер, необходимость и срочность их возврата, причем первыми указываются именно обязательства, т.е. задолженности предприятия. Стандартная форма баланса, применяемая в настоящее время для представления в финансовой отчетности, представлена в табл. 1.

*Таблица 1*

АКТИВ		ПАССИВ	
Показатели	Соответствующая строка формы 1	Показатели	Соответствующая строка формы 1
I. Внеборотные (иммobilизованные) активы в том числе: основные средства нематериальные активы долгосрочные финансовые активы	190 120 110 140	III. Собственный капитал в том числе: уставный капитал нераспределенная прибыль	490 410 470
II Оборотные (текущие, мобильные) активы в том числе: материально-производственные запасы дебиторская задолженность краткосрочные финансовые вложения денежные активы	290 210+220 240 250 260	IV. Долгосрочные обязательства в том числе: кредиты и займы	590 510
		V. Краткосрочные (текущие) обязательства в том числе: краткосрочные кредиты и займы кредиторская задолженность	690 610 620
<b>БАЛАНС</b>	<b>300</b>	<b>БАЛАНС</b>	<b>700</b>

*Активы* — это хозяйствственные средства (имущество), контроль над которыми предприятие получило в результате свершившихся фактов ее хозяйственной деятельности и которые могут принести ему экономические (или социальные) выгоды в будущем. В основе расположения статей актива в балансе лежит принцип ликвидности: от нематериальных активов, имеющих наименьшую ликвидность, к более ликвидным, заканчивая денежными активами, которые отличаются абсолютной ликвидностью.

*Обязательства* — это сложившаяся на отчетную дату величина задолженности предприятия, исполнение расчетов по которой вызывает отток активов с предприятия.

*Капитал* — это совокупность вложений собственников и акционеров, а также нераспределенной прибыли, включая резервные и иные виды капитала, генерированные за все время деятельности предприятия.

Обязательства и капитал размещены в пассиве баланса, который построен по принципу обязательности и срочности возврата привлеченных источников финансирования: от уставного капитала, возврат которого собственникам в полном объеме не предполагается до момента прекращения деятельности предприятия, к краткосрочным обязательствам (перед персоналом организации, по налогам и сборам, перед поставщиками и подрядчиками и пр.), сроки возвращения которых четко установлены в соответствующих документах.

Форма № 2 «Отчет о прибылях и убытках» характеризует финансовые результаты деятельности предприятия за сопоставимые периоды отчетного и предыдущего годов, отражая за счет каких именно доходов и расходов (текущих, операционных или внереализационных) компания получает прибыли и (или) убытки.

Форма № 4 «Отчет о движении денежных средств» отражает движение денежных средств предприятия по основным направлениям их поступления и расхода в разрезе отдельных видов деятельности (текущей, инвестиционной и финансовой) предприятия. Анализ данных формы № 4 является основой для осуществления управления денежными средствами предприятия.

### **1.3. Базовые концепции финансового менеджмента**

Принятие управленческих решений в системе финансового менеджмента базируется на ряде взаимосвязанных фундаментальных концепций, развитых в рамках теории финансов.

Согласно словарю иностранных слов концепция [лат. *conceptio*] — это система взглядов, отражающая понимание явлений и процессов, т.е. с помощью концепции выражается точка зрения на сущность и направления развития исследуемого явления или процесса. В теории финансового менеджмента сформирован ряд концепций, в их числе: концепция временной стоимости денежных ресурсов, концепция учета влияния фактора инфляции, концепция учета фактора риска и пр. В рамках настоящего раздела рассмотрены перечисленные концепции, являющиеся основой для выполнения расчетов и принятия управленческих решений.

### ***1.3.1. Концепция временной стоимости денег***

Концепция изменения стоимости денег во времени играет центральную роль в практике финансовых вычислений и выражает необходимость учета фактора времени при осуществлении долговременных финансовых операций путем оценки и сравнения стоимости денег в начале финансирования проекта и при их возврате в виде будущих денежных поступлений.

Концепция временной стоимости денег заключается в том, что стоимость денег с течением времени изменяется с учетом нормы прибыли на финансовом рынке, в качестве которой обычно выступает норма ссудного процента. Таким образом, одна и та же сумма денег в разные периоды времени имеет разную стоимость, при этом стоимость денег в настоящее время всегда выше, чем в любом будущем периоде. Эта неравнозначность определяется действием трех основных факторов: инфляцией, риском неполучения дохода при вложении капитала и особенностями денег, рассматриваемых как один из видов оборотных активов.

Как известно, инфляционные процессы, свойственные любой экономике, вызывают обесценение денег. Это означает, что денежная единица сегодня имеет большую стоимость, чем завтра. Эта ситуация определяет желание инвестировать денежные средства с целью, как минимум, получить доход, покрывающий инфляционные потери.

В любой финансовой операции существует риск невозвращения investированных средств и (или) неполучения дохода. Этот риск вытекает из того, что любой договор, по которому получение денег ожидается в будущем, имеет вероятность быть неисполненным или исполненным не в полной мере. К сожалению, наверное, каждый

участник бизнеса может вспомнить конкретные примеры, в том числе и из своего опыта, связанные с ожидаемыми в будущем, но так и неполученными доходами. Например, знакомая многим ситуация: постоянный покупатель и партнер, которому была представлена значительная отсрочка платежа, не выполнил своих обязательств перед поставщиком вследствие того, что обанкротился, хотя в момент осуществления поставки ничто не предвещало такого результата.

Рассматривая денежные средства как один из видов активов, следует отметить их главную особенность — любой актив должен генерировать прибыль, из этого следует, что сумма, предполагаемая к получению в будущем должна быть заведомо больше суммы, вложенной в настоящий момент времени.

Концепция временной стоимости денег имеет принципиальное значение в связи с тем, что решения финансового характера предполагают оценку и сравнение денежных потоков, осуществляемых в разные временные периоды. Рассмотрим отдельные элементы методического инструментария стоимости денег.

#### *Расчет простых процентов*

Рассмотрим сущность наиболее важных терминов и понятий, применяемых при оценке изменения стоимости денег во времени.

*Процент* — это сумма дохода от предоставления капитала в долг или плата за пользование ссудным капиталом во всех его формах (кредитный процент, депозитный процент и пр.).

*Простой процент* — это сумма дохода, которая начисляется к основной сумме капитала и может быть выплачена в каждом интервале начисления, но не участвует в дальнейших расчетах в качестве расчетной базы в последующих периодах. Начисление простых процентов применяется, как правило, при краткосрочных финансовых операциях.

*Наращение стоимости (компаундинг)* — это процесс приведения настоящей стоимости денег к будущей путем присоединения к их первоначальной сумме начисленной суммы процентов.

*Будущая стоимость денег* — сумма инвестированных в настоящий момент денежных средств, в которую они превратятся через определенный период времени с учетом процентной ставки.

*Дисконтирование стоимости* — это процесс приведения будущей стоимости денег к настоящей путем изъятия из их будущей стоимости суммы соответствующих процентов, называемых дисконтом.

При расчете суммы простого процента в процессе наращивания стоимости используется следующая формула:

$$I = P \times n \times i,$$

где  $I$  — сумма процентов за установленный период времени в целом;  
 $P$  — первоначальная (настоящая) стоимость денег;  
 $n$  — количество периодов, по которым осуществляется расчет процентных платежей;  
 $i$  — используемая процентная ставка, выраженная в долях единицы.

Будущая стоимость вклада ( $S$ ) определяется по формуле:

$$S = P + I = P (1 + n \times i).$$

**Пример 1.** Рассчитать сумму простых процентов за год и будущую стоимость вклада при следующих условиях:

- первоначальная сумма вклада — 1 000 руб.;
- процентная ставка, начисляемая ежеквартально — 10 %.

Выполним необходимые вычисления:

$$I = 1 000 \times 4 \times 0,1 = 400;$$

$$S = 1 000 + 400 = 1 400.$$

В заданных условиях сумма простых процентов, начисленных за год, составит 400 руб., будущая стоимость вклада — 1 400 руб.

Для расчета суммы дисконта ( $D$ ) при начислении простого процента используется следующая формула:

$$D = S - \frac{S}{1 + n \times i}.$$

Настоящая стоимость денег ( $P$ ) определяется:

$$P = \frac{S}{1 + n \times i}.$$

**Пример 2.** Определить сумму дисконта и настоящую стоимость денег при начислении простых процентов за один год, если будущая сумма вклада равна 1 000 руб., дисконтная ставка составляет 10 % в квартал.

Выполним необходимые вычисления:

$$D = 1\ 000 - \frac{1\ 000}{1 + 4 \times 0,1} = 285,71 \text{ (руб.)};$$

$$P = \frac{1\ 000}{1 + 4 \times 0,1} = 714,29 \text{ (руб.)}.$$

В заданных условиях сумма дисконта составит 285,71 руб., а настоящая стоимость денег — 714,29 руб.

#### *Расчет сложных процентов*

*Сложный процент* — это сумма дохода, которая начисляется в каждом интервале и присоединяется к основной сумме капитала и участвует в качестве базы для начисления в последующих периодах. Начисление сложных процентов применяется, как правило, при долгосрочных финансовых операциях (например, инвестировании).

При расчете суммы будущей стоимости ( $S_c$ ) применяется формула:

$$S_c = P \times (1 + i)^n.$$

Соответственно, сумма сложного процента определяется:

$$I_c = S_c - P,$$

где  $I_c$  — сумма сложных процентов за установленный период времени;

$P$  — первоначальная стоимость денег;

$n$  — количество периодов, по которым осуществляется расчет процентных платежей;

$i$  — используемая процентная ставка, выраженная в долях единицы.

Формулы расчета сложных процентов являются базовыми в финансовых вычислениях. Экономический смысл множителя  $(1 + i)^n$  состоит в том, что он показывает, чему будет равен один рубль через  $n$  периодов при заданной процентной ставке  $i$ . Для упрощения процедуры расчетов разработаны специальные финансовые таблицы для расчета сложных процентов, которые позволяют определить будущую и настоящую стоимость денег.

**Пример 3.** Рассчитать будущую стоимость вклада и сумму сложных процентов, начисленных за год, при следующих условиях:

— первоначальная сумма вклада — 1 000 руб.;

— процентная ставка, выплачиваемая ежеквартально — 10 %.

Выполним необходимые вычисления:

$$S_c = 1\ 000 \times (1 + 0,1)^4 = 1\ 464,1;$$
$$I_c = 1\ 464,1 - 1\ 000 = 464,1.$$

В заданных условиях будущая стоимость составит 1 464,1 руб., а сумма сложных процентов, начисленных за год, — 464,1 руб.

Настоящая стоимость денег ( $P_c$ ) при начислении сложных процентов равна:

$$P_c = \frac{S_c}{(1 + i)^n}.$$

Сумма дисконта ( $D_c$ ) определяется:

$$D = S_c - P_c.$$

При расчете временной стоимости денег в условиях применения сложных процентов необходимо иметь в виду, что на результаты оценки влияет не только процентная ставка, но и число интервалов выплат в течение всего платежного периода, что приводит к тому, что в ряде случаев более выгодно инвестировать деньги под меньшую ставку, но с большим количеством выплат в течение платежного периода.

### 1.3.2. Концепция учета фактора инфляции

Концепция учета фактора инфляции заключается в необходимости реального отражения стоимости активов и денежных потоков и обеспечения возмещения потерь доходов, вызываемых инфляционными процессами, при осуществлении долговременных финансовых операций.

*Инфляция* — процесс постоянного превышения темпов роста денежной массы над товарной (включая стоимость работ и услуг), в результате чего происходит переполнение каналов обращения деньгами, что приводит к их обесценению и росту цен на товары.

Рассмотрим наиболее важные термины и понятия, применяемые при оценке инфляционных процессов.

*Номинальная процентная ставка* — это ставка, устанавливаемая без учета изменения покупательной стоимости денег в связи с инфляцией.

*Реальная процентная ставка* — это ставка, устанавливаемая с учетом изменения покупательной стоимости денег в связи с инфляцией.

*Инфляционная премия* — это дополнительный доход, выплачиваемый (или предусмотренный к выплате) кредитору или

инвестору с целью возмещения потерь от обесценения денег, связанного с инфляцией.

Для прогнозирования годового темпа инфляции используется формула:

$$TI_2 = (1 + TI_M)^{12} - 1,$$

где  $TI_2$  — прогнозируемый годовой темп инфляции, в долях единицы;

$TI_M$  — ожидаемый среднемесячный темп инфляции в предстоящем периоде, в долях единицы.

Для оценки будущей стоимости денег с учетом фактора инфляции используется формула, построенная на основе модели Фишера:

$$S = P \times [(1 + I_p) \times (1 + T)]^n - 1,$$

где  $S$  — номинальная будущая стоимость вклада с учетом фактора инфляции;

$P$  — первоначальная стоимость вклада;

$I_p$  — процентная ставка, в долях единицы;

$T$  — прогнозируемый темп инфляции, в долях единицы;

$n$  — количество интервалов, по которым осуществляется начисление процентов.

Модель Фишера имеет вид:

$$I = i + a + i \times a,$$

где  $I$  — реальная процентная премия;

$i$  — номинальная процентная ставка;

$a$  — темп инфляции.

Эта модель предполагает, что для оценки целесообразности инвестиций в условиях инфляции недостаточно просто сложить номинальную процентную ставку и прогнозируемый темп инфляции, необходимо к ним добавить сумму, представляющую собой их произведение  $i \times a$ .

**Пример 4.** Определить номинальную будущую стоимость вклада с учетом фактора инфляции при условиях:

— первоначальная сумма вклада — 1 000 руб.;

— процентная ставка, выплачиваемая ежеквартально — 10 %;

— прогнозируемый годовой темп инфляции — 12 %;

— общий период размещения вклада 3 года при начислении процентов 1 раз в год.

Выполним необходимые вычисления:

$$S = 10\,000 \times [(1 + 0,1) \times (1 + 0,12)]^3 = 1\,545,5.$$

В заданных условиях будущая стоимость составит 1 545,5 руб.

Необходимо отметить, что прогнозирование темпов инфляции является достаточно сложным и трудоемким процессом, результаты которого имеют вероятностный характер и подвержены существенному влиянию субъективных факторов. На практике для упрощения расчетов и избежания необходимости учета инфляции расчеты выполняются в твердых валютах.

### *1.3.3. Концепция учета фактора риска*

*Риск* — это возможность изменения предполагаемого результата, преимущественно в виде потерь, вследствие реализации одного из множества существующих вариантов сочетаний условий и факторов, оказывающих влияние на анализируемый объект. Конечно, можно предположить, что реализация рискового события приведет к положительному финансовому результату. Например, в результате стихийного бедствия погибла часть имущества предприятия, однако сумма возмещения ущерба, полученная от страховой компании по заключенному ранее договору, не только компенсировала понесенные потери, но и позволила получить некоторый доход. Но все-таки, обычно в первую очередь под риском понимается возможность наступления неблагоприятных событий, вызывающих потери, в том числе и финансовые.

Концепция учета фактора риска состоит в оценке его уровня с целью обеспечения формирования необходимого уровня доходности финансово-хозяйственных операций и разработки системы мероприятий, позволяющих минимизировать его негативные финансовые последствия. Под доходностью понимают отношение дохода, создаваемого определенным активом, к величине инвестиций в этот актив.

Предпринимательская деятельность всегда сопряжена с риском. В то же время между риском и доходностью этой деятельности обычно прослеживается четкая зависимость: чем выше требуемая или предполагаемая доходность (т.е. отдача на вложенный капитал), тем выше степень риска, связанная с

возможностью неполучения этой доходности, и наоборот. Как уже отмечалось, при принятии управленческих решений могут ставиться различные задачи, в том числе: максимизации доходности или минимизации риска, но, как правило, чаще речь идет о достижении разумного соотношения между риском и доходностью. В рамках финансового менеджмента категория риска имеет важное значение при принятии решений по структуре капитала, формированию инвестиционного портфеля, обоснованию дивидендной политики и др.

Для оценки риска применяются качественные и количественные методы, в том числе: анализ чувствительности, анализ сценариев, метод Монте-Карло и др. (подробнее о методах оценки рисков см. [9, 13]).

Для оценки уровня финансового риска (*УР*), показателя, характеризующего вероятность возникновения определенного вида риска и размер возможных финансовых потерь при его реализации, применяется формула:

$$УР = BP \times РП,$$

где *BP* — вероятность возникновения данного финансового риска;  
*РП* — размер возможных финансовых потерь при реализации данного риска.

Оценка рисков необходима для определения премии за риск:

$$R\bar{P}_n = (R_n - A_n) \times \beta,$$

где *R\bar{P}\_n* — уровень премии за риск по конкретному проекту;  
*R<sub>n</sub>* — средняя норма доходности на финансовом рынке;  
*A<sub>n</sub>* — безрисковая норма доходности на финансовом рынке (в западной практике по государственным долговым обязательствам);  
 $\beta$  — бэта-коэффициент, характеризующий уровень систематического риска по конкретному проекту.

В рамках настоящего раздела отмечены только отдельные, наиболее существенные аспекты основных базовых концепций, для их подробного изучения следует обратиться к литературе [2, 10, 4].

---

### ***Вопросы для самоконтроля***

1. Каковы основные цели, задачи и принципы финансового менеджмента?
2. Что является основой информационной базы финансово-го менеджмента на предприятии?
3. Какие формы финансовой отчетности представляют наибольший интерес для финансового менеджера и почему?
4. Какие основные элементы финансовой отчетности вы знаете?
5. В чем заключается концепция временной стоимости денег? Почему она считается одной из наиболее важных при проведении финансовых расчетов?
6. Что такое инфляция и как ее учитывают при разработке долгосрочных проектов?
7. Что такое риск? Как связаны между собой риск и доходность?

## **2.**

### **ФИНАНСОВАЯ ДИАГНОСТИКА ПРЕДПРИЯТИЯ**

#### **2.1. Методы финансового анализа**

Анализ финансовой отчетности, результаты которого позволяют оценить имущественное и финансовое состояние предприятия, его динамику и возможные перспективы его дальнейшего развития, является одним из наиболее важных и ответственных этапов его управления, так как является отправной точкой для построения планов развития компании. В работах отечественных специалистов в области финансового анализа [1, 8] рассмотрены различные аспекты проведения финансового анализа. В настоящее время в качестве основных методов финансового анализа применяются: горизонтальный, вертикальный, трендовый, сравнительный, факторный и расчет и анализ относительных показателей.

*Горизонтальный (временной) анализ* позволяет определить абсолютные и относительные изменения различных статей отчетности по сравнению с предшествующим базисным периодом.

*Вертикальный (структурный) анализ* проводится с целью выявления удельного веса отдельных статей отчетности в общем итоговом показателе (например, удельного веса оборотных и внеоборотных активов в стоимости всех активов).

*Трендовый анализ* предполагает сравнение каждой отдельной позиции отчетности за ряд предшествующих периодов и определение тренда, т.е. основной тенденции динамики каждого показателя для исключения влияния индивидуальных особенностей отдельных периодов.

---

*Сравнительный анализ* — это анализ, проводимый по различным показателям для оценки эффективности деятельности; может осуществляться как внутри предприятия (внутрихозяйственный), так и в сравнении с другими предприятиями (конкурентами, среднеотраслевыми и т.д.).

*Факторный анализ* — анализ влияния отдельных факторов на динамику результативного показателя (например, прибыли).

*Анализ финансовых коэффициентов (R-анализ)* предполагает расчет и анализ финансовых коэффициентов для выявления различных взаимозависимостей и их сравнения с выбранной базой (например, аналогичными показателями за предыдущий период, со среднеотраслевыми и т.д.). Выбор и методика расчета отдельных показателей зависит непосредственно от целей проводимого анализа.

Основной целью проведения финансового анализа предприятия является оценка финансового положения, выявление тенденций его изменения и основных причин, определяющих характер этих тенденций, т.е. важно не только рассчитать необходимые показатели, но, самое главное, увидеть, какие тенденции они отражают и какими факторами определяются.

На практике часто возникает необходимость выполнения финансового анализа отчетности не только «своего» предприятия, но и компаний — контрагента, например, компаний, которая является потенциальным крупным покупателем, отгрузка которому будет осуществляться с условием отсрочки платежа. Необходимо отметить, что даже экспресс-анализ «чужого» баланса, проводимый внешним аналитиком, позволяет сделать некоторые предварительные выводы. Например, о положительной динамике развития предприятия свидетельствуют следующие факты: валюта баланса к концу отчетного периода увеличивается; в балансе отсутствуют статьи, свидетельствующие о неэффективной деятельности (например, «Непокрытый убыток»); темпы роста оборотных активов выше, чем темпы роста внеоборотных; темпы роста собственного капитала выше, чем темпы роста заемного и т.д. В то же время надо иметь в виду, что важно не только констатировать положительные изменения, но и выявить, хотя бы в первом приближении, факторы, их определившие. Например, рост валюты баланса может быть прямым результатом проведения переоценки основных средств, которая осуществляется в условиях отсутствия или стагнации хозяйственной деятельности предприятия, или снижение валюты

баланса может быть результатом не только сокращения хозяйственной деятельности, но и следствием отвлечения финансовых средств в дочерние структуры. Поэтому при проведении экспресс-анализа отчетности необходимо попытаться установить основные факторы, определяющие изменения в отчетности.

При проведении анализа имущественного и финансового состояния «чужого» предприятия, например, при выборе потенциального партнера по бизнесу, необходимо учесть следующие обстоятельства:

1. Возможность наличия недостоверной информации в финансовой отчетности. Анализ недостоверной отчетности может привести к неверным выводам относительно имущества и источников его финансирования, которыми располагает экономический субъект. В связи с этим для внешнего аналитика целесообразно ознакомиться с независимым аудиторским заключением (в случае наличия такого заключения). В случае, если в заключении выражены сомнения относительно достоверности отчетности, к ней следует отнести особенно внимательно.

2. В составе оборотных активов могут отражаться фактически несуществующие активы, такие как просроченная и (или) невозможная к взысканию дебиторская задолженность, неликвидные товары и материалы и иные, которые не видны при анализе баланса. В связи с этим необходимо дополнительно проанализировать соответствующие показатели формы № 5 «Приложение к балансу», пояснительную записку к годовому отчету и иные аналитические материалы, возможные для ознакомления, включая акты инвентаризации.

3. В настоящее время в России осуществляются значительные изменения нормативной базы бухгалтерского учета, что приводит в ряде случаев к несопоставимости отдельных показателей за ряд лет. Кроме того, организации получили возможность ежегодно корректировать свою учетную политику, определяющую правила учета отдельных объектов. Поэтому внешнему аналитику необходимо ознакомиться с пояснительной запиской к балансу и учетной политикой предприятия за анализируемый период для исключения работы с несопоставимой информацией.

4. При анализе финансовой отчетности не следует забывать об инфляции, которая оказывает существенное влияние на динамику отдельных показателей.

## **2.2. Анализ имущественного и финансового состояния предприятия**

Основной целью проведения финансового анализа является оценка имущественного и финансового состояния предприятия. В настоящее время существуют различные точки зрения о системах показателей и методах их расчета, которые в наиболее полной мере позволяют решать задачи финансового менеджмента. Несмотря на различие в методиках, суть анализа финансового состояния предприятия сводится к следующим ключевым положениям:

1. Определяется группа показателей, на базе которых рассчитываются коэффициенты, характеризующие различные стороны деятельности предприятия.
2. Полученные в результате расчетов значения коэффициентов сравниваются с величинами, установленными в качестве нормативных (или критических)

На практике при реализации этой, простой, на первый взгляд, технологии приходится решать ряд проблем. Проблема первая: выбор круга показателей, которые необходимы и достаточны для достижения поставленной цели: оценка имущественного и финансового состояния предприятия. При решении этой проблемы необходимо учесть следующее:

— количество расчетных коэффициентов, которые представлены в экономической литературе и рекомендуются для финансового анализа, достаточно велико и может быть еще больше расширено с дальнейшим развитием финансового анализа. Отдельные компьютерные программы, позволяющие выполнять финансовый анализ, содержат более 100 коэффициентов. Однако следует принять во внимание, что даже показатели, входящие в одну группу, могут иметь разнонаправленную динамику, что может крайне затруднить возможность формирования общего вывода о тенденциях изменения объекта анализа;

- малому предприятию и крупной корпорации необходим различный круг показателей, характеризующих их деятельность;
- количество и набор необходимых показателей (коэффициентов) непосредственно зависят от цели проводимого анализа.

«Необходимые» показатели — это тот минимальный круг значимых (независимых) коэффициентов, анализ которых будет признан обязательным; остальные следует рассматривать в качестве вспомогательных, которые могут анализироваться дополнительно, если в этом возникнет необходимость. Таким образом, необходимо провести оптимальный выбор перечня анализируемых коэффициентов, что в значительной степени зависит от квалификации работника, выполняющего финансовый анализ.

Проблема вторая — установление «нормативных» значений коэффициентов, выход за пределы которых означает появление проблем в деятельности компании. В практике развитых стран значения коэффициентов, характеризующих фирму, рекомендуется сравнивать с показателями ее развития за предыдущие периоды и со среднеотраслевыми показателями. В настоящих российских условиях реализовать такую рекомендацию достаточно трудно, а иногда и невозможно. Сравнение одних и тех же показателей за несколько лет зачастую невозможно из-за постоянного изменения «правил игры» (изменений правил составления отчетности и учетной политики предприятия, а также изменения налогового законодательства, оказывающего сильное влияние на хозяйственную деятельность организации). Еще сложнее бывает сравнивать показатели анализируемого предприятия с «нормативными», поскольку часто таковых просто нет. В условиях России возможность применения в качестве базы сравнения среднеотраслевых показателей в настоящее время практически информационно не обеспечена.

Таким образом, в современных условиях методика финансового анализа должна быть ориентирована на синтез основных и дополнительных показателей, максимально учитывающих отраслевую специфику, особенности организации бизнеса и производственных процессов компаний. Для целей финансового менеджмента наиболее существенными признаются следующие группы показателей:

- показатели имущественного положения;
- показатели ликвидности и платежеспособности;
- показатели финансовой устойчивости;
- показатели деловой активности (оборотиваемости);
- показатели эффективности деятельности (оценки рентабельности).

### ***2.2.1. Показатели имущественного положения***

Основная задача анализа имущественного положения — дать оценку динамики и структуры активов, и в первую очередь, основных средств предприятия, которые в значительной мере определяют производственный потенциал предприятия. Для проведения оценки имущественного положения предприятия нам необходимо, в первую очередь, проанализировать актив баланса. В табл. 2 представлены показатели, которые можно получить непосредственно из баланса предприятия или рассчитать на основе данных, имеющихся в этой форме.

Таблица 2

Показатели	Информационное обеспечение (соответствующая строка формы № 1)
1. Активы	стр. 300
2. Внеоборотные активы	стр. 190
3. Оборотные активы	стр. 290
4. Чистые активы = = Активы – Обязательства	стр. $(300 - 220) - (590 + 690 - 640)$

Следует еще раз подчеркнуть, что при выполнении финансового анализа, в том числе и анализа имущественного положения, нас интересует не только абсолютная величина конкретного показателя, но и его динамика за ряд лет, в сравнении со среднеотраслевыми значениями.

На основе информации, которая представлена в балансе и форме № 5 «Приложение к балансу», рассчитываются следующие показатели:

— *доля активной части основных средств*, показывающая, какую часть основных средств составляют активы, непосредственно участвующие в производственном процессе, к числу которых, как правило, относятся рабочие машины, оборудование и транспортные средства. Показатель рассчитывается как отношение среднегодовой стоимости активной части основных средств к среднегодовой стоимости всех основных средств. Увеличение значения этого показателя практически всегда оценивается как благоприятная тенденция;

— *коэффициент износа основных средств*, отражающий долю самортизированной стоимости основных средств, что позволяет оценить их состояние с точки зрения изношенности. Как правило, коэффициент износа рассчитывается в процентах. Для расчета этого коэффициента необходимо сумму начисленной амортизации основных средств разделить на их первоначальную стоимость. Конечно, величина коэффициента износа непосред-

ственno зависит от метода амортизации основных средств, установленного в учетной политике предприятия, и с этой точки зрения в случае применения нелинейных методов сумма начисленной амортизации не всегда точно отражает фактическую изношенность основных средств. Однако, во-первых, до настоящего времени большинство предприятий применяет линейный метод начисления амортизации. Во-вторых, вне зависимости от того, какой способ начисления амортизации применяется, можно утверждать, что если значение коэффициента износа превышает 70 и более процентов, то предприятие имеет изношенные основные средства, что вызывает дополнительные расходы на их содержание и ремонт и приводит к снижению эффективности их использования.

— *коэффициент обновления*, который определяет долю стоимости новых, поступивших в отчетном периоде основных средств, рассчитывается как отношение поступивших основных средств за рассматриваемый период к стоимости основных средств на конец периода;

— *коэффициент выбытия*, показывающий, какая часть основных средств выбыла в отчетном периоде. Коэффициент определяется путем сопоставления стоимости выбывших основных средств за рассматриваемый период к стоимости основных средств на конец периода.

Необходимо отметить, что нормативные значения для вышеперечисленных и иных показателей данной группы не устанавливаются, и принципиальное значение имеет их динамика. Рассмотренные выше показатели являются необходимым минимумом для проведения анализа имущественного положения предприятия, который должен быть дополнен другими показателями в зависимости от целей проведения финансового анализа.

### **2.2.2. Показатели ликвидности и платежеспособности**

Поступательное развитие любой компании требует увеличения объема используемых производственных ресурсов, что, соответственно, определяет рост потребности в источниках финансирования этого увеличения. В связи с этим появляется необходимость в сопоставлении величины активов, которыми располагает предприятие, и имеющихся источников их финан-

сирования. Поэтому основной задачей анализа ликвидности и платежеспособности является оценка способности предприятия своевременно и в полном объеме рассчитываться по своим обязательствам.

Под *ликвидностью актива* понимают способность его трансформироваться в денежные средства без потери своей стоимости, а степень ликвидности определяется продолжительностью времени, в течение которого это превращение может быть осуществлено.

Необходимо отметить, что существуют различия между понятием ликвидности актива и ликвидности баланса предприятия. Ликвидность баланса предполагает наличие такой структуры активов, которая обеспечивает своевременное покрытие обязательств предприятия за счет формирования отдельных групп активов, сроки превращения которых в денежные средства соответствуют установленным срокам погашения задолженностей. Первым признаком ликвидности служит формальное превышение оборотных активов над краткосрочными пассивами.

*Платежеспособность* означает наличие у предприятия денежных средств и их эквивалентов, достаточных для расчетов по кредиторской задолженности, требующей немедленного погашения, основными признаками платежеспособности являются:

- наличие в достаточном объеме средств на расчетном счете;
- отсутствие просроченной кредиторской задолженности.

Понятия ликвидности и платежеспособности не тождественны друг другу. Это связано, например, с тем, что при расчете показателей ликвидности в состав оборотных активов могут быть включены неликвидные товары и материалы; несписанная с баланса дебиторская задолженность, срок погашения которой уже истек; расходы будущих периодов, реализовать которые невозможно, и пр. Для внешнего аналитика выделить эти позиции не представляется возможным.

В настоящее время применяются различные методы оценки платежеспособности организаций, основой которых является:

- а) поэлементное сравнение отдельных групп пассива и актива;
- б) расчет коэффициентов ликвидности и платежеспособности.

#### *Метод поэлементного сравнения активов и пассивов*

Для проведения поэлементного сравнения все виды активов делятся на четыре группы в зависимости от степени их ликвидности и располагаются в порядке убывания ликвидности; соответственно,

в составе обязательств (пассивов) также выделяются четыре группы в зависимости от срочности погашения обязательств и располагаются в порядке возрастания этих сроков (табл. 3).

В результате, в составе активов выделяются следующие группы:

*группа А1* — наиболее ликвидные активы, которые могут быть использованы практически немедленно;

*группа А2* — быстрореализуемые активы, ликвидность которых высока;

*группа А3* — медленнореализуемые активы;

*группа А4* — труднореализуемые активы.

В пассиве формируются следующие группы:

*группа П1* — наиболее срочные пассивы;

*группа П2* — краткосрочные пассивы;

*группа П3* — долгосрочные пассивы (со сроком исполнения более 12 месяцев);

*группа П4* — постоянные пассивы.

Таблица 3

Показатели и их состав	Информац. обеспечение (соответств. строка формы № 1)	Показатели и их состав	Информац. обеспечение (соответств. строка № 1)
1	2	3	4
<i>А1 — наиболее ликвидные активы:</i> - денежные средства - краткосрочные финансовые вложения	260 250	<i>П1 — наиболее срочные пассивы:</i> - кредиторская задолженность	620
<i>А2 — быстрореализуемые активы:</i> - дебиторская задолженность со сроком погашения	240	<i>П2 — краткосрочные пассивы:</i> - краткосрочные кредиты и займы - задолженность перед учредителями - прочие	610 630 660

*Продолжение табл. 3*

1	2	3	4
<i>A3 — медленнореализуемые активы:</i> - запасы - НДС по приобретенным ценностям - дебиторская задолженность со сроком погашения более 12 месяцев (без безнадежной) - прочие оборотные активы	210 220 230  270	<i>П3 — долгосрочные пассивы:</i> - долгосрочные кредиты и займы - доходы будущих периодов - резервы предстоящих расходов	510 640 650
<i>A4 — труднореализуемые активы:</i> - внеоборотные активы	190	<i>П4 — постоянные пассивы:</i> - собственный капитал	490

Для определения ликвидности баланса необходимо сопоставить между собой величины каждой из сформированных групп.

*Баланс абсолютно ликвиден*, т.е. у организации имеются собственные оборотные средства для погашения обязательств, если выполняется система соотношений:

$$\begin{aligned} A1 &\geq P1 \\ A2 &\geq P2 \\ A3 &\geq P3 \\ A4 &\geq P4. \end{aligned}$$

Если одно или более неравенств системы имеет знак отличный от зафиксированного в оптимальном варианте, то ликвидность отличается от абсолютной. Сопоставление соотношений  $A1$  и  $P1$  характеризует текущие расходы и поступления;  $A2$  и  $P2$  – тенденцию в недалеком будущем и т.д. Более подробно особенности анализа представлены в [8].

*Баланс абсолютно неликвиден*, т.е. предприятие не имеет собственных средств для своевременного погашения своих обязательств без продажи внеоборотных активов и, следовательно, в данный момент времени неплатежеспособно в том случае, когда:

$$\begin{aligned}A1 &< P1 \\A2 &< P2 \\A3 &< P3 \\A4 &< P4.\end{aligned}$$

#### *Метод расчета коэффициентов ликвидности и платежеспособности*

К числу наиболее существенных показателей ликвидности относятся следующие показатели (табл. 4).

*Коэффициент абсолютной ликвидности* показывает степень обеспеченности текущих обязательств денежными средствами их эквивалентами на определенную дату. В условиях России оптимальным считается уровень 0,2–0,7 (с учетом отраслевой принадлежности предприятия).

*Коэффициент срочной ликвидности* показывает степень обеспеченности текущих обязательств наиболее ликвидными активами на определенную дату. По международным стандартам коэффициент должен быть выше 1, по российским — выше уровня 0,7–0,8.

*Коэффициент текущей ликвидности* ( $K_{tl}$ ) показывает степень обеспеченности текущих обязательств всеми имеющимися у предприятия оборотными активами. По общепринятым стандартам  $K_{tl}$  должен быть в интервале от 1 до 2–3. Нижняя граница интервала (1) показывает, что предприятие обеспечено средствами, достаточными для погашения краткосрочных обязательств. Оптимальная верхняя граница коэффициента установлена в интервале 2–3, ее превышение ( $K_{tl} > 3$ ) говорит о нерациональной структуре капитала — отвлечении капитала на формирование излишнего объемах оборотных средств.

Коэффициенты абсолютной, срочной и текущей ликвидности могут быть рассчитаны по средним значениям за период или на установленную дату.

*Коэффициент соотношения дебиторской и кредиторской задолженности* может рассчитываться в среднем и на установленную дату. Оптимальное значение коэффициента зависит непосредственно от типа кредитной политики, которую проводит предприятие в отношении управления дебиторской задолженностью (более подробно эта проблема рассмотрена в разделе «Управление дебиторской задолженностью» настоящего пособия). В случае, когда предприятие осуществляет умеренную

кредитную политику, величина коэффициента должна быть близка к 1, что достигается путем реализации политики согласования сроков расчетов с поставщиками и покупателями.

*Доля оборотных средств в активах*, оптимальное значение которой зависит непосредственно от отраслевой принадлежности, но в рамках допустимых возможностей она должна быть максимальной.

Таблица 4

Наименование показателя	Способ расчета	
Коэффициент абсолютной ликвидности	$K_{a} = \frac{\text{Денежные средства} + \text{Краткосрочные финансовые вложения}}{\text{Сумма краткосрочных обязательств}}$	стр. (250 + 260)* стр. 610 + 620 + 630 + 660
Коэффициент срочной ликвидности	$K_{cl} = \frac{\text{Денежные средства} + \text{Краткосрочные финансовые вложения} + \text{Краткосрочная дебиторская задолженность}}{\text{Сумма краткосрочных обязательств}}$	стр. (250 + 260) + 240 стр. 610 + 620 + 630 + 660
Коэффициент текущей ликвидности	$K_{ta} = \frac{\text{Оборотные активы}}{\text{Сумма краткосрочных обязательств}}$	стр. 290 стр. 610 + 620 + 630 + 660
Коэффициент соотношения дебиторской и кредиторской задолженности	$K_{cz} = \frac{\text{Величина дебиторской задолженности}}{\text{Величина кредиторской задолженности}}$	стр. 240 стр. 620
Доля оборотных средств в активах	$K_{oc} = \frac{\text{Оборотные активы}}{\text{Стоймость всех активов}}$	стр. 290 стр. 190 + 290

\* в расчетах вышеперечисленных показателей ликвидности и платежеспособности используются данные указанных строк формы № 1 «Баланс организации».

Следует еще раз подчеркнуть, что для предприятия важны не столько сами значения перечисленных коэффициентов, сколько их динамика, отражающая тенденции в обеспеченности предприятия средствами для своевременных расчетов.

### **2.2.3. Показатели финансовой устойчивости**

Финансовая устойчивость выявляет степень зависимости предприятия от привлеченного заемного капитала и отражает возможность долгосрочной стабильной деятельности предприятия с позиций структуры используемого капитала. Основная задача анализа финансовой устойчивости — дать оценку степени независимости предприятия от заемных источников финансирования.

Для оценки финансовой устойчивости применяются методы оценки, в основе которых лежит:

- а) расчет коэффициентов финансовой устойчивости;
- б) анализ достаточности источников финансирования для формирования запасов.

#### *Метод расчета коэффициентов финансовой устойчивости*

К числу наиболее значимых показателей финансовой устойчивости относятся следующие показатели, основанные на сопоставлении данных, получаемых из пассива баланса (табл. 5).

1. *Коэффициент капитализации (плечо финансового левирида)* показывает, какое количество заемных средств привлечено на один рубль собственного капитала предприятия, может рассчитываться на установленную дату или по средней за рассматриваемый период. Так как привлечение заемных средств генерирует финансовые риски, связанные с потерей финансовой устойчивости вплоть до банкротства предприятия, то считается целесообразным, чтобы величина этого коэффициента не превышала 1,5.

2. *Коэффициент финансовой независимости (коэффициент концентрации собственного капитала)* характеризует удельный вес собственных средств в общем объеме источников финансирования, т.е. фактически отражает общую финансовую независимость, рассчитывается на установленную дату. По данным, приведенным в [10], зарубежная практика в определении опти-

мального уровня этого коэффициента различна: в Японии этот показатель доходит до 80 %, в США определяется на уровне 60 %, что связано с различными особенностями привлечения инвестиционного заемного капитала. Для российских условий желательный уровень коэффициента находится в интервале 0,4—0,6.

3. *Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами* показывает, какая доля оборотных активов финансируется за счет собственного капитала, рассчитывается на установленную дату. Несмотря на существенные отраслевые различия, считается, что нижняя граница доли собственных оборотных средств должна быть не менее 10 %. Оптимальной величиной считается величина коэффициента на уровне 0,5, обеспечивающая полную независимость предприятия в части формирования своих оборотных активов.

4. *Коэффициент финансовой устойчивости* показывает, какая доля актива финансируется за счет устойчивых, т.е. собственных и долговременных источников, рассчитывается на установленную дату или по средней.

Таблица 5

Наименование показателя	Способ расчета	
Коэффициент капитализации	$K_k = \frac{\text{Заемный капитал}}{\text{Собственный капитал}}$	$\frac{\text{стр. } (590 + 690)^*}{\text{стр. } 490}$
Коэффициент обеспеченности собственными источниками финансирования	$K_{fo} = \frac{\text{Собственный капитал} - \text{Внеоборотные активы}}{\text{Оборотные средства}}$	$\frac{\text{стр. } (490 - 190)^*}{\text{стр. } 290}$
Коэффициент финансовой независимости	$K_{oof} = \frac{\text{Собственный капитал}}{\text{Валюта баланса}}$	$\frac{\text{стр. } 490}{\text{стр. } 700}$
Коэффициент финансовой устойчивости	$K_{fu} = \frac{\text{Собственный капитал}}{\text{Заемный капитал активов}}$	$\frac{\text{стр. } 490}{\text{стр. } 590 + 290}$

\* в расчетах показателей финансовой независимости используются данные указанных строк формы № 1 «Баланс организации».

Необходимо отметить, что в экономической литературе рассматривается множество других коэффициентов финансовой устойчивости, которые фактически являются иными комбинациями рассмотренных отчетных показателей пассива баланса и могут быть применены для различных аналитических целей.

#### *Анализ достаточности источников финансирования для формирования запасов*

Кроме расчета коэффициентов финансовой устойчивости, в основе которых лежат данные пассива баланса, оценку финансовой устойчивости проводят с позиции оценки достаточности источников финансирования для формирования запасов. Под запасами и затратами предприятия, для целей настоящего анализа, понимают стоимость текущих активов, отражаемых в балансе по строке 210, в том числе: стоимость сырья, материалов, топлива, полуфабрикатов, незавершенного производства, готовой продукции, товаров.

Как известно, теоретически долгосрочные пассивы, т.е. собственный капитал и долгосрочные кредитные ресурсы, должны направляться преимущественно на создание внеоборотных активов. В этом случае для обеспечения стабильной платежеспособности необходимо, чтобы оборотные средства покрывали краткосрочные пассивы. Это позволит проводить оценку финансовой устойчивости с позиции достаточности (наличия излишка или недостатка) источников средств для формирования запасов. Степень финансовой устойчивости определяется путем сравнения величины запасов и затрат и источников их формирования.

Возможны три основные ситуации.

1. Предприятие имеет *абсолютную финансовую устойчивость*, т.е. не зависит от внешних кредиторов, что выражается в том, что его собственные оборотные средства (*SOC*) полностью покрывают запасы и затраты (33):

$$SOC \geq 33.$$

2. Организация имеет *нормальную финансовую устойчивость*, т.е. собственные оборотные средства и краткосрочные источники финансирования, включая краткосрочный банковский кредит (*KБK*) и кредиторскую задолженность (*KЗ*), покрывают запасы и затраты:

$$SOC < 33 \leq SOC + KБK + K3.$$

3. *Финансовое состояние неустойчиво*, т.е. организация вынуждена привлекать дополнительные источники финансирования в виде просроченной кредиторской задолженности, получения средств от продажи внеоборотных активов и пр.), если выполняется следующее соотношение:

$$33 > SOC + KБK + K3.$$

#### 2.2.4. Показатели деловой активности

Главным критерием хозяйственной деятельности предприятия является эффективность его работы, одной из сторон которой является деловая активность. В финансовом аспекте деловая активность рассматривается, прежде всего, как скорость оборота ресурсов и характеризуется системой коэффициентов, показывающих насколько быстро обрабатываются активы и капитал. Поэтому основная задача анализа деловой активности — дать оценку уровня и динамики обрабатываемости различных видов ресурсов.

Обрабатываемость ресурсов предприятия непосредственно зависит от действия внешних и внутренних факторов хозяйственной деятельности. К числу внешних факторов следует отнести отраслевую принадлежность, сферу деятельности и ее масштаб и пр. Среди внутренних факторов наибольшую роль играют особенности финансовой политики предприятия в части управления товарно-материальными запасами и объемами дебиторской задолженности, ценовая и маркетинговая политика предприятия при реализации продукции, политика привлечения заемных средств и пр.

Результатом ускорения обрабатываемости активов является пропорциональное возрастание величины операционной прибыли, что вытекает из модели Дюпона, выявляющей эту зависимость. Рассмотрим, от каких факторов зависит рентабельность операционных активов, которая равна отношению операционной прибыли ( $\Pi_o$ ) к стоимости операционных активов ( $A_o$ )

$$\frac{\Pi_o}{A_o} = \frac{\Pi_o}{B_p} \times \frac{B_p}{A_o} = K_{ppn} \times K_{oaa},$$

где  $P_o$  — сумма операционной прибыли;  
 $A_o$  — стоимость операционных активов;  
 $B_p$  — выручка от реализации продукции;  
 $K_{ppr}$  — коэффициент рентабельности реализованной продукции;  
 $K_{oaa}$  — коэффициент оборачиваемости операционных активов.

Анализ представленных соотношений показывает, что.

- рентабельность операционных активов зависит от величины прибыли, получаемой при реализации продукции, и от оборачиваемости этих активов;
- при неизменном коэффициенте рентабельности реализованной продукции ( $K_{ppr}$ ) увеличение значения коэффициента оборачиваемости операционных активов ( $K_{oaa}$ ) приводит к пропорциональному росту текущей (операционной) прибыли. В этой связи у предприятия появляется возможность выбора приоритетного направления увеличения прибыли: за счет роста рентабельности или ускорения оборачиваемости активов.

Для оценки оборачиваемости могут рассчитываться две основные группы показателей:

1 группа — показатели, характеризующие скорость оборота, т.е. количество оборотов, которое делает за анализируемый период капитал предприятия и его составляющие;

2 группа — показатели, характеризующие период оборота, т.е. средний срок, за который ресурсы предприятия возвращаются в хозяйственный оборот.

В основе расчета основных показателей, характеризующих скорость оборота, лежит выявление отношения нетто-выручки от реализации продукции к средним показателям соответствующих ресурсов. Выручка от реализации продукции определяется из строки 010 формы № 2 «Отчет о прибылях и убытках». Так как в форме № 2 выручка отражается за установленный период времени (квартал, полугодие, год), то для расчета показателей оборачиваемости применяются средние (среднекронологические) показатели исходных величин за соответствующий период.

К числу наиболее существенных показателей первой группы относятся следующие (табл. 6):

1. Коэффициент оборачиваемости активов показывает количество оборотов всех активов в анализируемом периоде, т.е. фактически характеризует объем реализованной продукции, приходящийся на 1 руб. средств, вложенных в активы. Рост значения коэффициента является положительной тенденцией,

свидетельствующей о повышении эффективности использования активов.

2. *Фондоотдача (коэффициент фондоотдачи)* характеризует количество оборотов основных средств, которые, как правило, имеют наибольший удельный вес в составе внеоборотных активов.

3. *Коэффициент оборачиваемости оборотных активов* показывает количество оборотов оборотных активов, включая материальные и денежные средства.

4. *Коэффициент оборачиваемости дебиторской и кредиторской задолженности* отражает скорость оборота средств в соответствующих видах задолженности.

5. *Коэффициент оборачиваемости собственного капитала* характеризует количество оборотов собственных средств предприятия.

Таблица 6

Наименование показателя	Способ расчета	
Коэффициент оборачиваемости активов	$K_{oa} = \frac{\text{Выручка от реализации}}{\text{Средняя стоимость активов}}$	стр. 010 ф. 2 стр. (190 + 290) ф. 1
Коэффициент фондоотдачи	$K_{fo} = \frac{\text{Выручка от реализации}}{\text{Средняя стоимость основных средств}}$	стр. 010 ф. 2 стр. 120 ф. 1
Коэффициент оборачиваемости оборотных активов	$K_{oob} = \frac{\text{Выручка от реализации}}{\text{Средняя стоимость оборотных средств}}$	стр. 010 ф. 2 стр. 290 ф. 1
Коэффициент оборачиваемости дебиторской (или кредиторской) задолженности	$K_{odz} (K_{okz}) = \frac{\text{Выручка от реализации}}{\text{Средняя величина дебиторской (или кредиторской) задолженности}}$	стр. 010 ф. 2 стр. (230 + 240) (или 620) ф. 1
Коэффициент оборачиваемости собственного капитала	$K_{osc} = \frac{\text{Выручка от реализации}}{\text{Средняя величина собственного капитала}}$	стр. 010 ф. 2 стр. 490 ф. 1

Расчет показателей второй группы, отражающих период оборота ресурсов, можно выполнять по следующей схеме: среднюю стоимость ресурса надо разделить на выручку от

реализации продукции (строка 010 формы № 2) и умножить на количество дней в анализируемом периоде ( $T$ ). Например, период оборота материально-производственных запасов ( $PO_{МПЗ}$ ) определяется:

$$PO_{МПЗ} = \frac{\text{Средняя стоимость МПЗ (стр. 210 ф. 1)}}{\text{Выручка от реализации (стр. 010 ф. 2)}} \times T,$$

где  $T$  — количество дней в анализируемом периоде.

Аналогичным образом рассчитываются показатели, отражающие период оборота денежных средств, срока погашения дебиторской задолженности и иных видов ресурсов.

#### **2.2.5. Показатели эффективности деятельности**

Основная задача анализа эффективности деятельности — дать оценку рентабельности различных сторон финансово-хозяйственной деятельности предприятия с целью выявления наиболее существенных направлений увеличения прибыли, т.е. анализ эффективности деятельности направлен на выявление способности предприятия генерировать прибыль в сравнении с расходами, понесенными для получения этой прибыли.

Как правило, в основе расчета коэффициентов рентабельности лежит отношение чистой прибыли (т.е. прибыли, оставшейся после уплаты налога на прибыль) к соответствующим средним показателям. Использование показателя чистой прибыли вызвано тем, что именно он характеризует конечный финансовый результат деятельности компании. В то же время в аналитических целях можно использовать и иные показатели прибыли (например, операционную прибыль). Для анализа применяются коэффициенты (табл. 7):

- *коэффициент экономической рентабельности* характеризует рентабельность всех используемых активов;
- *коэффициент финансовой рентабельности* показывает рентабельность применения собственного капитала;
- *коэффициент коммерческой рентабельности* отражает рентабельность реализации продукции.

Для аналитических целей рассчитывают дополнительно и другие показатели, например, рентабельность внеоборотных активов.

Таблица 7

Наименование показателя	Способ расчета	
Коэффициент экономической рентабельности	$K_{эр} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Средняя стоимость активов}}$	стр. 190 ф. 2 стр. (190 + 290) ф. 1
Коэффициент финансовой рентабельности	$K_{фро} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Средняя стоимость собственного капитала}}$	стр. 190 ф. 2 стр. 490 ф. 1
Коэффициент коммерческой рентабельности	$K_{коа} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Выручка от реализации продукции}}$	стр. 190 ф. 2 стр. 010 ф. 2
Коэффициент рентабельности внеоборотных активов	$K_{одз} (K_{окз}) = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Средняя стоимость внеоборотных активов}}$	стр. 190 ф. 2 стр. 190 ф. 1

Необходимо обратить особое внимание на роль показателя «коэффициент финансовой рентабельности». Именно этот показатель с позиции инвестора характеризует целесообразность вложения капитала в данный вид бизнеса и является приоритетным для оценки эффективности осуществленных инвестиций. Любое вложение капитала, в конечном счете, должно быть ориентировано на экономический результат, который выражается в обеспечении роста стоимости бизнеса компании. Возможность достижения этого роста непосредственно зависит от эффективности выбора новых видов деятельности, внедрения новых инвестиционных проектов, освоения выпуска новых видов продукции и пр., что должно найти свое выражение в росте эффективности используемого капитала.

### *Вопросы для самоконтроля*

1. Каковы сущность, цели и задачи финансовой диагностики предприятия?
2. Почему необходимо обеспечить достоверность и сопоставимость отчетных данных при выполнении финансового анализа?
3. Какие методы финансового анализа применяются и какие задачи решает каждый из них?
4. Какие показатели используются для оценки имущественного положения предприятия?
5. Что такое платежеспособность предприятия и от каких факторов она зависит?
6. Как изменение структуры капитала отражается на финансовой устойчивости предприятия в перспективном периоде?
7. Что такое деловая активность предприятия и каково ее значение?
8. Каково экономическое значение показателей рентабельности?

## **3.**

### **УПРАВЛЕНИЕ ОБОРОТНЫМИ АКТИВАМИ**

#### **3.1. Активы предприятия и их классификация**

Основной целью формирования активов компании является удовлетворение ее потребностей в их отдельных видах для обеспечения бесперебойного производственного процесса и высокой эффективности операционной деятельности. К числу факторов, оказывающих максимальное влияние на принятие решений в части управления активами, относятся сфера и масштаб деятельности компании, стадия ее развития, возможности получения высокоэффективных условий работы с контрагентами, наличие (или отсутствие) сезонных колебаний в производстве и (или) реализации продукции и пр. Учитывая многообразие видов активов, их можно классифицировать по ряду критериев. Для целей финансового менеджмента наибольший интерес представляют классификации активов, представленные на рис. 1.

По характеру участия в хозяйственном процессе и скорости оборота в составе активов выделяются внеоборотные и оборотные активы.

В соответствии с действующими нормативными актами в состав внеоборотных (долгосрочных) активов включаются объекты, отвечающие следующим требованиям: производственный характер применения актива, использование его в течение срока, превышающего 12 месяцев, наличие способности актива приносить организации экономические выгоды в настоящее время или в будущем. В состав долгосрочных активов включаются основные средства, нематериальные активы, долгосрочные финансовые

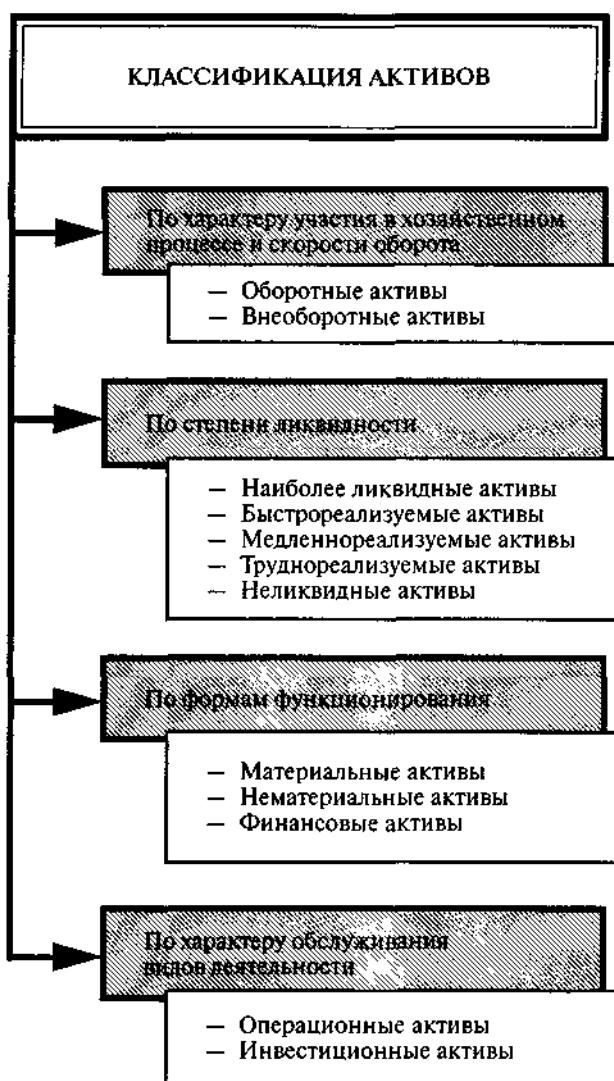


Рис. 1. Классификация активов предприятия

вложения, отложенные налоговые активы и пр. Общая стоимость внеоборотных активов равна итогу раздела I баланса предприятия (строка 190).

В состав оборотных (текущих, мобильных) активов включают денежные средства, товарно-материальные запасы, дебиторскую задолженность, краткосрочные финансовые вложения и иные объекты, которые характеризуются тем, что будут потреблены в течение одного производственного цикла или одного года. Общая стоимость оборотных активов отражена в итоге раздела II баланса (строка 290).

Классификация активов по степени ликвидности рассмотрена ранее при анализе показателей ликвидности и платежеспособности.

По формам функционирования в составе активов выделяют материальные, нематериальные и финансовые активы. К материальным активам относятся основные средства, незавершенные капитальные вложения, оборудование к установке, запасы сырья и материалов, объем незавершенного производства, запасы готовой продукции и товаров и пр. Нематериальные активы включают объекты, которые характеризуются отсутствием материально-вещественной структуры, возможностью долговременного (свыше 12 месяцев) использования в производственной деятельности и иным, установленным нормами ПБУ 14/2000 «Учет нематериальных активов» (нормативные требования, предъявляемые к отдельным видам, изложены в [12]). К числу нематериальных объектов относят «ноу-хау», права на патенты, изобретения, промышленные образцы и модели, товарные знаки, «гудвили», исключительные права на программные продукты и пр. Финансовые активы характеризуют финансовые инструменты, принадлежащие предприятию, в том числе: денежные активы в национальной и иностранной валюте, дебиторскую задолженность, финансовые вложения в виде вкладов в уставный капитал других организаций, предоставленных заемных средств и пр.

По характеру обслуживания видов деятельности активы делятся на операционные и инвестиционные. Операционные активы включают основные средства, нематериальные активы и оборотные активы, которые используются предприятием в его текущей хозяйственной деятельности. К инвестиционным активам относят объекты, непосредственно связанные с осуществлением инвестиционной деятельности, в том числе: незавершенные капитальные вложения, оборудование к установке, долгосрочные и краткосрочные финансовые вложения.

В основе формирования активов лежат следующие принципы:

- учет ближайших перспектив развития предприятия и возможности диверсификации его деятельности;
- обеспечение соответствия объема и структуры активов объему и структуре производства продукции;
- формирование оптимальной структуры активов с позиции принятых решений в части соотношения риска и доходности деятельности;
- обеспечение ускорения обрачиваемости активов, являющегося одним из факторов генерирования прибыли.

### **3.2. Особенности управления оборотными активами**

*Оборотные активы* — это совокупность имущественных и финансовых ценностей, полностью потребляемых в течение одного операционного цикла или в течение одного года. Основной целью управления оборотными активами является определение их необходимого объема и структуры, а также оптимизация структуры финансирования.

Сравнение внеоборотных и оборотных активов позволяет выявить как положительные, так и отрицательные особенности каждого из этих видов активов. Отметим наиболее существенные положительные и отрицательные характеристики оборотных средств. К числу положительных относится в первую очередь высокая ликвидность, а также большая управляемость, т.е. управленческие решения, принимаемые по оборотным средствам, могут быть реализованы в течение короткого времени. К наиболее значимым отрицательным особенностям относятся:

- оборотные средства, находящиеся в форме дебиторской задолженности и денежных активов, подвержены инфляции;
- хранение запасов товарно-материальных ценностей (далее — ТМЦ) неразрывно связано с потерями (в виде естественной убыли, потерь при внутренних перемещениях и вследствие недобросовестности работников и пр.);
- временно свободные оборотные средства, не участвующие в хозяйственной деятельности, не генерируют прибыль, а излишние запасы ТМЦ вызывают дополнительные затраты по хранению.

Остановимся кратко на отдельных классификациях оборотных активов, которые представляют интерес с позиции финансового менеджмента (рис. 2).

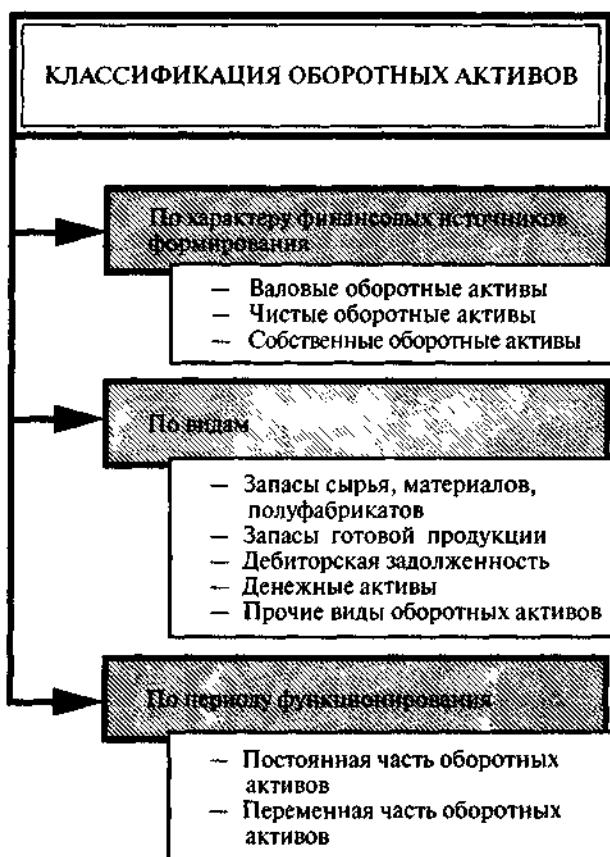


Рис. 2. Классификация оборотных активов предприятия

По характеру финансовых источников формирования выделяются:

- *валовые оборотные активы*, характеризующие полную величину оборотных средств, сформированных как за счет собственного, так и за счет привлеченного капитала. В активе баланса их величина равна итогу второго раздела баланса (строка 290);
- *чистые оборотные активы*, показывающие величину оборотных средств, сформированных как за счет собственных средств и долгосрочных заемных средств, срок привлечения

которых превышает 12 месяцев. Величина чистых оборотных активов (ЧОА) рассчитывается по формуле:

$$ЧОА = ОА - КО,$$

где  $OA$  — сумма валовых оборотных активов (стр. 290 формы № 1);  
 $KO$  — сумма краткосрочных обязательств (стр. 690 формы № 1);

— собственные оборотные активы, отражающие стоимость оборотных средств, источником финансирования которых является собственный капитал предприятия. Сумма собственных оборотных активов (СОА) рассчитывается по формуле:

$$СОА = ОА - ДО - КО,$$

где  $ДО$  — сумма долгосрочных обязательств (стр. 590 формы № 1).

По видам в составе оборотных средств выделяются такие группы объектов, как запасы сырья, материалов и полуфабрикатов, запасы готовой продукции, включая остатки незавершенного производства, дебиторская задолженность, денежные активы и прочие виды оборотных активов, экономическая сущность которых нам знакома из курса бухгалтерского учета.

По периоду функционирования в составе оборотных активов выделяют:

— *постоянную часть оборотных активов*, под которой, как правило, понимают минимально допустимую величину оборотных средств, необходимую для осуществления операционной деятельности, не зависящую от сезонных и иных колебаний объемов производства и реализации и не связанную с формированием запасов ТМЦ сезонного хранения;

— *переменную часть оборотных активов*, которая представляет собой варьирующуюся часть оборотных средств, величина которой зависит от сезонных изменений производства и реализации продукции и определяется необходимостью формирования запасов ТМЦ для обеспечения бесперебойной деятельности предприятия в период сезонных подъемов. Ярким примером производства, имеющего выраженный сезонный характер, является производство мороженого, безалкогольных напитков и пива, продажа которых резко возрастает в летний период и снижается в зимний.

В основе управления оборотными активами лежит понимание особенностей их операционного цикла, под которым подразумевают период полного оборота всей совокупности оборотных средств. В процессе этого оборота можно выделить четыре основные стадии, где последовательно происходит смена их отдельных видов. На первой стадии — стадии подготовки производства — денежные средства трансформируются в форму закупленных сырья и материалов. На второй стадии — в результате осуществления производственной деятельности — запасы сырья и материалов приобретают форму готовой продукции. На третьей стадии — в процессе реализации — готовая продукция отгружается покупателям и переходит в дебиторскую задолженность. И, наконец, на четвертой стадии — в результате осуществления оплаты покупателями — дебиторская задолженность трансформируется в денежные средства, и процесс повторяется заново.

Важнейшей характеристикой операционного цикла является его продолжительность, которая включает период времени от момента расходования предприятием денежных средств на приобретение ТМЦ до момента поступления денег от дебиторов за реализованную продукцию. Формула, применяемая для расчета операционного цикла, имеет вид:

$$POЦ = PO_{da} + PO_{mпz} + PO_{gp} + PO_{dз}$$

где  $POЦ$  — период операционного цикла, дней;  
 $PO_{da}$  — период оборота среднего остатка денежных активов, дней;  
 $PO_{mпz}$  — период оборота среднего остатка материально-производственных запасов, дней;  
 $PO_{gp}$  — период оборота среднего остатка готовой продукции, дней;  
 $PO_{dз}$  — продолжительность инкассации дебиторской задолженности, дней.

В составе операционного цикла выделяют две составляющие: производственный и финансовый цикл предприятия.

*Производственный цикл* характеризует период полного оборота материальных элементов оборотных активов, используемых в производственном процессе, начиная с момента поступления сырья и материалов на предприятие и заканчивая моментом отгрузки готовой продукции, которая изготовлена из этого

сырья, покупателям. Под моментом отгрузки в данном случае понимается момент перехода права собственности на продукцию (товар) от изготовителя поставщика к покупателю. Период производственного цикла (ППЦ) равен:

$$ППЦ = ПО_{см} + ПО_{нз} + ПО_{зп}$$

где  $ПО_{см}$  — период оборота запаса сырья, материалов и полуфабрикатов, дней;

$ПО_{нз}$  — период оборота запаса незавершенного производства, дней.

Финансовый цикл представляет собой период полного оборота денежных средств, инвестированных в оборотные средства, начиная с момента погашения кредиторской задолженности за сырье и материалы, полученные на условиях отсрочки платежа, и заканчивая инкассацией дебиторской задолженности, т.е. превращению задолженности в денежные средства. Период финансового цикла ( $ПФЦ$ ) определяется:

$$ПФЦ = ППЦ + ПО_{дз} - ПО_{кз},$$

где  $ПО_{кз}$  — период оборота кредиторской задолженности, дней.

Рассматривая операционный цикл с позиции отдельных составляющих можно сразу отметить значительные преимущества организаций, осуществляющих торговую деятельность или производственную, но отличающуюся очень кратким производственным циклом (например, хлебопекарное производство) по сравнению с предприятиями, имеющими длительный производственный цикл (например, автомобильный завод). Эти преимущества заключаются в том, что обеспечение равного объема реализации продукции (товаров) может быть достигнуто за счет привлечения меньшего объема оборотных средств, так как отсутствует потребность в инвестировании (или она незначительна) в незавершенное производство и готовую продукцию — для торговли.

**Пример 5.** Определить продолжительность операционного, производственного и финансового циклов, исходя из того, что средний период оборота составляет: сырья и материалов — 25, незавершенного производства — 8, готовой продукции — 19, дебиторской задолженности — 20, денежных активов — 3, кредиторской задолженности — 16 дней.

Проведем необходимые расчеты:

- а) Операционный цикл  $25 + 8 + 19 + 20 + 3 = 75$  (дней);
- б) Производственный цикл  $25 + 8 + 19 = 52$  (дня);
- в) Финансовый цикл  $52 + 20 - 16 = 56$  (дней).

Расчет периода оборота отдельных видов активов можно проводить, используя формулы, в основе которых лежит сопоставление средней стоимости соответствующего ресурса и выручки от реализации продукции с учетом продолжительности анализируемого периода (см. раздел «Показатели деловой активности») или на базе применения информации формы № 5 «Приложение к бухгалтерскому балансу». Для получения более точных результатов целесообразно подготовить более детализированную исходную информацию на основе данных управленческого учета.

Эффективное и целенаправленное управление оборотными средствами предприятия осуществляется путем разработки и последовательной реализации политики управления оборотными активами, в качестве основных этапов которой можно выделить следующие:

1. Анализ уровня и структуры оборотных активов предприятия за предшествующие периоды, в том числе:

- определение динамики удельного веса оборотных активов, темпов изменения их стоимости в сравнении с темпами изменения стоимости всех активов и объема реализации продукции;
- выявление тенденции изменения материоемкости продукции;
- определение удельного веса каждого из видов оборотных ресурсов, анализ динамики их отдельных видов (ТМЦ, дебиторской задолженности, денежных активов) и сравнение ее с темпами изменения объемов производства и реализации продукции;
- оценка уровня ликвидности баланса; .
- расчет операционного, производственного и финансового цикла предприятия, выявление факторов, определяющих их величину;
- анализ структуры источников финансирования оборотных активов.

2. Расчет и оптимизация соотношения постоянной и переменной части запасов.

3. Оптимизация объема оборотных активов за счет сокращения операционного цикла предприятия, что обеспечивает

уменьшение потребности в ресурсах для формирования оборотных средств.

4. Обеспечение заданного уровня ликвидности путем формирования оптимальной структуры оборотных средств.

5. Разработка мероприятий по минимизации потерь всех видов, в том числе: потеря ТМЦ от естественной убыли и хищений, потеря дебиторской задолженности от невозврата, потеря денежных средств от инфляции и т.д.

6. Формирование оптимальной структуры источников финансирования оборотных активов.

По сути, политика управления оборотными активами включает в себя четыре основных компонента:

- политика управления запасами;
- политика управления дебиторской задолженностью;
- политика управления денежными активами;
- политика финансирования оборотных активов.

### *3.2.1. Управление запасами*

Основной целью политики управления запасами является формирование такой оптимальной величины и структуры запасов, которая позволяет осуществлять бесперебойную хозяйственную деятельность при минимальном объеме средств, инвестиированных в создание производственных запасов. Управление запасами имеет принципиальное значение для предприятия в технологическом и финансовом аспектах, так как, с одной стороны, предприятие должно постоянно иметь необходимые объем и номенклатуру производственных запасов, обеспечивающих его работу без срывов и остановок, но, с другой стороны, величина этих запасов должна быть минимальна. В состав запасов включаются запасы сырья, материалов и полуфабрикатов, готовой продукции, включая объем незавершенного производства (с учетом коэффициентов его готовности). Стоимость запасов отражена по строке 210 баланса предприятия.

Основные этапы разработки политики управления запасами:

1. Анализ динамики и структуры материально-производственных запасов (в целом и по отдельным группам МПЗ), определение постоянной и переменной части запасов и выявление сезонных колебаний, анализ объема и структуры затрат по обслуживанию запасов (приобретению, хранению и пр.).

2. Определение принципиального подхода к формированию запасов, который отражает позицию предприятия в части выбора приемлемого соотношения риска и доходности в процессе формирования запасов.

*Консервативный подход* предполагает полное обеспечение текущих потребностей, гарантирующих нормальный ход операционной деятельности, а также создание значительных резервов на непредвиденные случаи. Данный подход обеспечивает минимизацию операционных и финансовых рисков, но отрицательно отражается на финансовых результатах деятельности, что находит свое выражение в снижении обрачиваемости активов и экономической рентабельности.

*Умеренный подход* основан на полном удовлетворении текущих операционных потребностей и создание нормальных резервов на случаи наиболее типичных сбоев. При реализации этого подхода обеспечивается средний уровень рисков и среднее значение показателей обрачиваемости и рентабельности.

*Агрессивный подход* заключается в минимизации страховых запасов по всем видам активов. В условиях реализации подхода при отсутствии сбоев обеспечивается высокая эффективность, но при их наличии предприятие может встать перед проблемой сокращения или полной остановки производства.

3. Выполнение расчета необходимого объема финансовых средств, инвестированных в материально-производственные запасы, на базе выбранного принципиального подхода к их формированию запасов:

$$I_{\text{мпз}} = P_3 \times H_3 - K_3,$$

где  $I_{\text{мпз}}$  — объем финансовых ресурсов, инвестированных в запасы, руб.;

$P_3$  — среднедневной объем расходов запасов, руб.;

$H_3$  — норматив хранения запасов (при отсутствии норматива, используется средняя продолжительность оборота), дней;

$K_3$  — средняя сумма кредиторской задолженности, руб.

По каждому из основных видов запасов расчет выполняется отдельно; инвестиции в запасы, объем потребления которых относительно невысок, оцениваются общей величиной; полученные результаты суммируются.

4. Определение оптимального объема заказываемой партии.

Одной из задач управления запасами является задача определения оптимальной партии поставки, т.е. оптимального объема закупки сырья и материалов. Расчет этой оптимальной величины связан с наличием двух тенденций. Первая тенденция: при увеличении партии закупок МПЗ появляется возможность сокращения расходов, связанных с их приобретением за счет снижения транспортных затрат на единицу ресурса, возможности получения скидок при увеличении объема закупок и пр. Вторая тенденция: увеличение величины закупаемых партий вызывает рост расходов, связанных с хранением запасов за счет увеличения стоимости складских услуг, роста потерь при хранении и т.д. С позиции соотношения риска и эффективности увеличение партии закупки позволяет минимизировать риски, но приводит к снижению эффективности хозяйственной деятельности за счет дополнительных затрат на хранение запасов, и наоборот, стремление минимизировать объем закупок позволяет обеспечить высокую эффективность, но приводит к генерированию рисков остановки производства.

Одним из решений имеющейся проблемы является использование модели экономически обоснованного заказа. В основе действия этой модели лежит понимание того, что существует такая величина партии поставки (точка EOQ – Economic Order Quantity), которая обеспечивает минимальную сумму совокупных затрат на покупку и хранение запасов. Математически модель экономически обоснованного заказа выражается формулой:

$$EOQ = \sqrt{\frac{2 \times D \times F}{H}} ,$$

- где  $EOQ$  — оптимальный средний размер партии заказа, ед.;  
 $D$  — потребность в запасах в заданном периоде (месяц, квартал, год), ед.;  
 $F$  — затраты по размещению и выполнению одного заказа, руб.;  
 $H$  — затраты по хранению единицы производственных запасов, руб.

Оптимальный средний размер производственных запасов равен:

$$q = \frac{EOQ}{2} ,$$

где  $q$  — оптимальный средний размер производственных запасов, ед.

Вывод приведенных формул представлен в [7,16].

Задача оптимизации запасов сырья и готовой продукции решается отдельно для каждого из этих видов запасов. Для запасов готовой продукции задача оптимизации состоит в определении оптимального размера партии производимой продукции. В данном случае затраты по хранению готовой продукции минимальны при производстве небольших партий продукции, в то же время в этом случае возрастают расходы на подготовку производства и переналадку оборудования, поэтому вместо показателя «стоимость размещения заказа» принимается показатель «планируемый объем производства».

Конечно, модель экономически обоснованного заказа, как и иные модели, описанные в литературе [10,4], имеет в определенной степени искусственный характер, связанный с наличием следующих обстоятельств:

- рассмотренные зависимости чаще всего имеют нелинейный характер, в то время как рассмотренная модель описывает их линейно;
- на практике достаточно сложно точно рассчитать все параметры расчета.

В то же время, несмотря на некоторую условность, применение модели экономически обоснованного заказа показывает необходимость определения оптимальной партии поставки для снижения совокупных расходов на формирование запасов.

5. Анализ показателей обрачиваемости запасов, основной целью которого является выявление наиболее эффективных путей ускорения их обрачиваемости.

6. Внедрение эффективной системы контроля за движением и сохранностью запасов, которая является неотъемлемой частью политики управления запасами. Организация системы контроля предполагает нормирование расхода производственных запасов, систематическое проведение инвентаризаций ТМЦ, выявление сверхнормативных запасов и анализ причин их наличия, а также уровня и причин фактических потерь запасов, разработка мероприятий по сокращению потерь и сверхнормативных запасов.

7. Выбор и закрепление в учетной политике предприятия наиболее эффективных способов учета ТМЦ для обеспечения реального отражения стоимости запасов, что является особенно

важным в условиях инфляции. В настоящее время в соответствии с п. 16 ПБУ 5/01 установлены четыре возможных способа учета (по стоимости каждой единицы, по средней себестоимости, по методу ФИФО, по методу ЛИФО), при этом у предприятия имеется возможность выбора различных методов учета для однородных групп ТМЦ.

### *3.2.2. Управление дебиторской задолженностью*

Дебиторская задолженность представляет собой сумму задолженности в пользу предприятия по расчетам за реализованные товары (работы, услуги), по расчетам с бюджетом, персоналом и иными лицами, а также авансы, выданные поставщикам. В балансе предприятия дебиторская задолженность отражается в зависимости от сроков возвращения по срокам 230 (долгосрочная) и 240 (краткосрочная). Как правило, на долю расчетов с покупателями приходится 80—90% всей дебиторской задолженности, поэтому управление дебиторской задолженностью рассматривается, прежде всего, как управление задолженностью по расчетам за отгруженные товары. Основной целью политики управления дебиторской задолженностью является оптимизация ее величины и увеличение объема реализации продукции.

Основные этапы формирования политики управления дебиторской задолженностью:

1. Анализ динамики и реального состояния дебиторской задолженности в предшествующих периодах, ее структуры (в разрезе отдельных контрагентов и сроков возникновения), расчет и анализ динамики показателей, характеризующих состояние расчетов по задолженности с покупателями. К числу наиболее существенных показателей относятся: период инкассации ( $\Pi_{\partial_3}$ ) и коэффициент просроченной дебиторской задолженности ( $K_{\partial_3п}$ ), которые рассчитываются следующим образом:

$$\Pi_{\partial_3} = \frac{ДЗ}{O_o},$$

где  $\Pi_{\partial_3}$  — средний период инкассации дебиторской задолженности, дней ;  
 $ДЗ$  — средняя дебиторская задолженность, руб.;  
 $O_o$  — сумма однодневного оборота по реализации продукции, руб.

$$K_{\partial\text{зп}} = \frac{\text{ДЗп}}{\text{ДЗ}},$$

где  $K_{\partial\text{зп}}$  — коэффициент просроченной дебиторской задолженности;  
 $\text{ДЗп}$  — средняя дебиторская задолженность, срок исполнения которой истек, руб.

Выявление реального состояния дебиторской задолженности предполагает анализ и оценку суммы безнадежных долгов в предшествующем периоде. Для этого необходимо:

- выделить в составе дебиторской задолженности отдельные группы в зависимости от сроков ее возникновения;
- рассчитать средний фактически сложившийся процент невозвращаемой задолженности и оценить вероятность возможных невозвратов по каждой группе;
- рассчитать возможную сумму безнадежных долгов (как произведение суммы дебиторской задолженности на процент, характеризующий вероятность невозврата задолженности);
- создать резерв на полученную сумму (для целей финансового менеджмента).

Пример расчета оценки безнадежных долгов и реального состояния дебиторской задолженности представлен в табл. 8.

Таблица 8

Классификация дебиторской задолженности по срокам возникновения, дней	Сумма фактической дебиторской задолженности, тыс. руб.	Удельный вес дебиторской задолженности в общей сумме, %	Вероятность безнадежных долгов, %*	Сумма безнадежных долгов, тыс. руб.	Реальная сумма дебиторской задолженности, тыс. руб.
0—30	1000	39,2	2	20	980
31—60	800	31,4	4	32	768
61—90	400	15,7	7	28	372
91—120	200	7,8	10	20	180
121—150	100	3,9	13	13	87
151—180	50	2,0	16	8	42
Итого	2550	100,0	4,75**	121	2429

оценивается экспертино или по имеющимся фактическим данным

$$4,75 \% = \frac{121 \times 100 \%}{2550}$$

## 2. Определение принципиального подхода к выбору типа кредитной политики.

*Консервативный тип* направлен на минимизацию кредитного риска. Проведение этой политики предполагает ограничение круга покупателей за счет исключения групп повышенного риска, а также ужесточение условий предоставления товарного кредита, что приводит к сокращению возможности по росту объема реализации продукции и, соответственно, прибыли от текущей деятельности.

*Умеренный тип* ориентирован на средний уровень кредитного риска и средний результат в отношении увеличения объема продаж в условиях отсрочки платежа.

*Агрессивный тип* характеризуется направленностью на максимизацию прибыли за счет значительного расширения объемов реализации в кредит, в том числе, за счет продаж покупателям из группы повышенного риска в условиях значительной вероятности невозврата кредита, а также снижения стоимости кредита до минимально допустимых размеров.

## 3. Расчет необходимого объема финансовых средств, инвестированных в дебиторскую задолженность, запасы с учетом выбранного типа кредитной политики.

$$I_{d3} = \frac{OP_k \times K_{сц} \times (ППК + PR)}{T},$$

где  $I_{d3}$  — объем финансовых средств, инвестированных в дебиторскую задолженность, руб.;

$OP_k$  — объем реализации в кредит, руб.;

$K_{сц}$  — коэффициент соотношения себестоимости и цены;

$ППК$  — средний период предоставления кредита, дней;

$PR$  — средний период просрочки выплаты кредита, дней;

$T$  — период времени, дней.

**Пример 6.** Определить необходимую сумму финансовых средств, инвестируемых в дебиторскую задолженность, при следующих условиях:

- объем реализации на условиях кредита — 1 млн руб.;
- удельный вес себестоимости в цене — 0,8;
- средний период предоставления кредита — 30 дней;
- средний период просрочки — 5 дней.

Проведем необходимые расчеты:

$$I_{\partial_3} = \frac{1000000 \times 0,8 \times (30+5)}{365} = 76712 \text{ (руб.)}$$

Для обеспечения заданного объема дебиторской задолженности предприятию необходимо финансирование в сумме 76 712 руб.

4. Разработка политики кредитования покупателей своей продукцией, в которой должны быть четко определены следующие принципиальные положения:

- сроки предоставления товарного и потребительского кредита (особенно в условиях высокой инфляции);
- стандарты кредитоспособности покупателя и возможность корректировки стоимости товарного кредита, срока его оплаты, порядка предоставления скидок и т.д. с учетом проведенной оценки кредитоспособности покупателя;
- разработка системы скидок за ускорение оплаты, которая на практике часто оказывается более эффективной, чем система штрафных санкций.

Рассмотрим на примере целесообразность предоставления скидок покупателю.

**Пример 7.** Определить возможность предоставления скидки покупателям в размере 1 руб. за единицу продукции при следующих условиях:

- датой реализации признается дата отгрузки продукции;
- объем реализации продукции составлял 10 тыс. единиц по продажной цене 20 руб. за единицу;
- снижение цены приведет к росту объема продаж на 10% (в натуральном измерении);
- общие расходы на производство продукции составляют 120 тыс. руб., из них постоянные:
- вариант А — 25 тыс. руб.;
- вариант Б — 50 тыс. руб.

Проведем необходимые расчеты.

1. Выручка до изменения цены  $20 \times 10000 = 200000$  (руб.).
2. Прибыль до изменения цены  $200000 - 120000 = 80000$  (руб.).
3. Объем реализации продукта после изменения цены  $10000 \times 110\% / 100\% = 11000$  (единиц).
4. Выручка после изменения цены  $19 \times 11000 = 209000$  (руб.).

**Вариант А**

5. Расходы равны:
  - постоянные 25 000 руб.
  - переменные  $95000 \times 11000 / 10000 = 104500$  (руб.)

Итого расходов  $25\ 000 + 104\ 500 = 129\ 500$  (руб.).  
6. Финансовый результат  $209\ 000 - 129\ 500 = 79\ 500$  (руб.).  
7. Изменение финансового результата  $79\ 500 - 80\ 000 = -500$  (руб.).

#### Вариант Б

5. Расходы равны:  
— постоянные 50 000 (руб.);  
— переменные  $\frac{70\ 000 \times 11\ 000}{10\ 000} = 77\ 000$  (руб.).

Итого расходов  $50\ 000 + 77\ 000 = 127\ 000$  (руб.).  
6. Финансовый результат  $209\ 000 - 127\ 000 = 82\ 000$  (руб.).  
7. Изменение финансового результата  $82\ 000 - 80\ 000 = +2\ 000$  (руб.).

Расчеты показали, что предоставление скидки покупателям в условиях варианта А приводит к сокращению прибыли на 500 руб., а в условиях варианта Б – к получению дополнительной прибыли в сумме 2 000 руб. по сравнению с базовым вариантом.

Следует иметь в виду, что предоставление скидок покупателям неоднозначно трактуется налоговыми органами с позиции налогообложения по НДС и налогу на прибыль, особенно это относится к «ретроскидкам», которые предоставляет поставщик, как правило, значительно позднее даты отгрузки и подписания сторонами товаросопроводительных документов. Для обоснованного проведения политики скидок и возможности отстаивания своей позиции в судебном порядке целесообразно разработать и утвердить маркетинговую политику, рассматривая ее как неотъемлемую часть учетной политики предприятия. Одним из разделов маркетинговой политики в данном случае должен быть раздел «Предоставление скидок покупателям», в котором необходимо зафиксировать все условия предоставления скидок в разрезе каждого конкретного покупателя.

5. Анализ показателей оборачиваемости дебиторской задолженности, поддержание заданного соотношения дебиторской и кредиторской задолженности.

6. Внедрение системы эффективного контроля дебиторской задолженности (включая ее ранжирование по срокам возникновения, систематическую инвентаризацию в разрезе отдельных контрагентов), системы сбора платежей и штрафных санкций за нарушения покупателями условий договоров, направленных на своевременное погашение задолженности и минимизацию безнадежных долгов.

## **7. Применение современных форм рефинансирования дебиторской задолженности, одной из которых является факторинг.**

*Факторинг* – финансовая операция, при которой специализированная факторинговая компания приобретает у поставщика все права, возникающие с момента отгрузки товара покупателю, и сама взыскивает долг. В этом случае поставщик освобождается от кредитного риска, связанного с возможной неуплатой долга. Большую часть задолженности за отгруженный товар поставщик получает от факторинговой фирмы непосредственно после отгрузки товара. После поступления денег от покупателя оставшаяся сумма задолженности за минусом процентов и комиссионных факторинговой фирмы оплачивается поставщику в срок, установленный договором. Эффективность этой операции для продавца определяется путем сравнения расходов по этой операции со средним уровнем процентной ставки по краткосрочному банковскому кредитованию.

### ***3.2.3. Управление денежными средствами***

Основной целью политики управления денежными активами является обеспечение стабильной платежеспособности предприятия. В составе денежных активов выделяют следующие основные группы: денежные средства в кассе предприятия и на расчетных и текущих банковских счетах (в национальной и иностранной валюте), денежные средства в пути, денежные активы в форме краткосрочных финансовых вложений. Величина денежных средств отражается по строке 260 баланса, краткосрочных финансовых вложений — соответственно по строке 250.

На практике очень часто наличие денежных средств отождествляется с наличием прибыли у предприятия. Однако необходимо иметь в виду, что получение прибыли не гарантирует предприятию наличие денежных средств. Ситуация, когда прибыль, иногда значительная, уже есть, а денег для дальнейшей деятельности уже нет, является очень знакомой для отечественных предприятий. Причины такой ситуации вполне понятны. Практически все предприятия осуществляют бухгалтерский учет по методу начисления, что означает, что операционная прибыль формируется в момент отгрузки продукции вне зависимости от факта поступления денег за эту продукцию на расчетный счет или в кассу предприятия. В случае наличия временного лага между отгрузкой продукции и получением оплаты за нее и наличием несогласованности денежных платежей и поступлений наличие прибыли и денежных средств — события разновременные. Рассмотрим на данных примера 8 ситуацию, когда в условиях рентабельной деятельности предприятие теряет платежеспособность на пятый день работы.

**Пример 8.** На момент начала деятельности предприятие имело 20 000 руб. Предприятие ежедневно закупает сырье на условиях оплаты в объеме дневной потребности. Производственный цикл — 1 день. Датой реализации признается дата отгрузки продукции покупателям. Деньги за отгруженную продукцию поступают с отсрочкой платежа в 1 день. Расходы на производство единицы продукции составляют 100 руб., цена реализации — 110 руб. Предприятие ежедневно наращивает объем выпуска продукции. Динамика финансово-экономических показателей предприятия будет иметь следующий вид.

Таблица 9

День	Объем производства продукции (ед.)	Расходы на выпуск продукции, руб.	Выручка от реализации, руб.	Прибыль (нарастающим итогом), руб.	Наличие денежных средств, руб.
					20 000
1	100	10 000	11 000	1 000	10 000
2	150	15 000	16 500	2 500	6 000
3	200	20 000	22 000	4 500	2 500
4	240	24 000	26 400	6 900	500

Из данных таблицы следует, что за 4 дня работы предприятие получило прибыль в сумме 6 900 руб., однако остаток его денежных средств составляет 500 руб. Таким образом, у предприятия отсутствуют финансовые возможности продолжения своей деятельности в дальнейшем.

#### *Основные этапы разработки политики управления денежными активами*

1. Анализ движения денежных потоков предприятия. Информационной базой для анализа является форма № 4 «Отчет о движении денежных средств» финансовой отчетности предприятия, в которой процесс поступления и расхода денежных средств отражен по основным направлениям хозяйственной деятельности.

В основе анализа денежных потоков по данным формы № 4 лежит применение *прямого метода расчета*: денежные потоки рассчитываются на основе исчисления притока и оттока денежных средств по видам деятельности.

Для целей анализа рассматриваются основные виды деятельности:

- *текущая*, в рамках которой учитываются: расчеты с покупателями и поставщиками, включая авансы выданные и полученные, расчеты с персоналом, бюджетом и внебюджетными фондами, краткосрочные кредиты и займы, выплаченные (полученные) проценты по ним, использованные для текущей деятельности и пр.;

- *инвестиционная*, учитывая движение денежных средств, связанных с приобретением и реализацией основных средств и нематериальных активов;
- *финансовая*, включающая расчеты по долгосрочным кредитам и займам, выплату дивидендов собственникам.

Кроме того, возможно применение *косвенного метода расчета*, в основе которого лежит сумма прибыли, которая корректируется на величину изменения отдельных показателей (изменение суммы задолженности по расчетам с поставщиками и покупателями, величину начисленной амортизации и проч.). Подробно особенности применения косвенного метода описаны в [8].

К числу наиболее существенных показателей, которые необходимо проанализировать, относятся коэффициент абсолютной ликвидности и период оборачиваемости денежных активов, методы расчета которых рассмотрены ранее в соответствующих разделах настоящего пособия.

2. Расчет минимально допустимой потребности в денежных активах, в основе расчета которого лежит применение формулы:

$$\Delta A_{min} = \frac{PP_{da}}{KO_{da}},$$

где  $PP_{da}$  — предполагаемый объем расхода денежных активов в предстоящем периоде, руб. ;  
 $KO_{da}$  — коэффициент оборачиваемости денежных активов в отчетном периоде.

**Пример 9.** В соответствии с планом поступления и расходования денежных средств на предстоящий год объем платежного оборота предусмотрен в размере 50 млн руб. Оборачиваемость остатков денежных средств в отчетном году составляла 25 раз. Рассчитать минимальную потребность в денежных средствах при условии нулевых остатков денежных средств на начало года.

Проведем необходимые расчеты:

$$\Delta A_{min} = \frac{50}{25} = 2 \text{ (млн руб.)}.$$

Минимальная потребность предприятия в денежных средствах в предстоящем году составляет 2 млн руб.

3. Определение оптимальной величины денежных средств.

Для оптимизации остатка денежных средств в практике зарубежного финансирования используется модель Баумоля,

который трансформировал модель EOQ для планирования остатка денежных средств. Исходными положениями модели Баумоля являются: постоянство потока расходования денежных средств; хранение всех резервных денежных активов в форме краткосрочных финансовых вложений, в виде ценных бумаг; изменение остатка денежных средств от минимума до максимума.

Математическая модель выглядит следующим образом:

$$Q = \sqrt{\frac{2 \times V \times c}{r}},$$

где  $Q$  — оптимальный размер максимального остатка денежных средств, руб.;  
 $V$  — планируемая потребность в денежных средствах в периоде (месяц, квартал, год), руб.;  
 $c$  — расходы по обслуживанию одной операции пополнения денежных средств, руб.;  
 $r$  — уровень потерь альтернативных доходов при хранении денежных средств (средняя процентная ставка по краткосрочным финансовым вложениям), выраженный десятичной дробью.

$$k = \frac{Q}{2},$$

где  $k$  — оптимальный размер среднего остатка денежных средств, руб.

Конечно, анализ исходных положений модели Баумоля показывает отсутствие практической возможности их реализации в полном объеме. Однако наличие этой и иных моделей свидетельствует о поиске оптимальной величины денежных активов, являющейся актуальной задачей финансового менеджмента.

4. Разработка мероприятий по ускорению оборачиваемости денежных активов, в том числе: ускорение инкассации наличных денежных средств на расчетные счета предприятия для вовлечения их в денежных оборот, сокращение расчетов с поставщиками с помощью аккредитивов и чеков, которые замораживают денежные средства вследствие резервирования их на специальных банковских счетах.

5. Внедрение системы контроля за денежным оборотом с целью обеспечения платежеспособности предприятия.

6. Осуществление мероприятий по эффективному использованию временно свободных денежных средств путем их размещения на условиях выплаты депозитного процента (например, при поддержании неснижаемого остатка) и использования краткосрочных финансовых вложений (в виде ценных бумаг) при условии их высокой ликвидности.

### *3.2.4. Управление финансированием оборотных активов*

Определение потребности в инвестициях, необходимых для формирования необходимых объемов производственно-материальных запасов, дебиторской задолженности, денежных активов позволяет рассчитать общую потребность инвестиций в оборотный капитал ( $I_{оба}$ ) на предстоящий период:

$$I_{оба} = I_{мпз} + I_{дз} + ДА.$$

Завершающим и наиболее ответственным этапом разработки политики управления оборотными активами является формирование политики их финансирования. Основная цель этой политики — установить объем финансовых ресурсов, достаточный для обеспечения потребности предприятия в оборотных активах, а также определить оптимальную структуру финансовых источников в отношении собственных и заемных средств. Таким образом, результатом принятия решений по выбору источников финансирования оборотных средств должен стать баланс, примерная форма которого представлена в табл. 10.

Основные этапы формирования политики финансирования оборотных активов:

1. Анализ баланса оборотных активов в прошлом периоде (выявление объема и структуры источников финансирования).

2. Выбор принципиального подхода к финансированию оборотных средств.

*Консервативный подход* предполагает, что за счет собственного и долгосрочного заемного капитала должна финансироваться величина оборотных активов, равная сумме их постоянной и половине переменной части, финансирование второй половины переменной части, соответственно, будет выполняться за счет привлечения краткосрочного заемного капитала.

Таблица 10

Потребность в оборотных активах		Источники финансирования оборотных активов	
Группы оборотных активов	Сумма	Источники финансирования оборотных активов	Сумма
1. Запасы сырья, материалов, полуфабрикатов 2. Объем незавершенного производства 3. Запасы готовой продукции 4. Дебиторская задолженность 5. Денежные активы 6. Прочие		1. Собственный капитал 2. Долгосрочные заемные средства 3. Краткосрочные заемные средства 4. Кредиторская задолженность (внешняя) 5. Внутренняя кредиторская задолженность 6. Прочие	
Итого		Итого	
В том числе: — постоянная часть оборотных активов — переменная часть оборотных активов		В том числе: — собственные оборотные средства — чистый рабочий капитал	

*Умеренный подход* основан на том, что за счет собственного и долгосрочного заемного капитала финансируется постоянная часть оборотных активов, а их переменная часть — за счет краткосрочного заемного капитала.

*Агрессивный подход* заключается в том, что за счет собственного и долгосрочного заемного капитала осуществляется финансирование не более половины постоянной части, оставшаяся часть оборотных средств финансируется за счет краткосрочных источников.

### 3. Выполнение многовариантных расчетов для формирования оптимальной структуры источников финансирования.

Рассмотрим на примере последовательность проведения расчетов, лежащих в основе принятия управленческих решений по выбору варианта финансирования оборотных средств.

**Пример 10.** В табл. 11 представлен баланс предприятия по состоянию на 31 декабря отчетного года (в тыс. руб.). В следующем году планируется:

- сохранение объема выпуска и реализации продукции, а также имеющейся величины и структуры активов предприятия, в том числе объема переменной и постоянной части оборотных активов;
- сокращение величины внешней кредиторской задолженности на 20%;
- сохранение внутренней кредиторской задолженности на существующем уровне.

На основе заданных условий следует разработать и проанализировать варианты формирования источников финансирования оборотных активов при различных подходах к выбору этих источников.

Таблица 11

Актив	Сумма, тыс. руб.	Пассив	Сумма, тыс. руб.
1. Внеоборотные активы	6 200	1. Собственный капитал	4 000
2. Оборотные активы всего, в том числе:	5 400	2. Заемные средства всего, в том числе:	7 600
— запасы сырья и материалов	2 350	— долгосрочные заемные средства	2 500
— объем незавершенного производства	420	— краткосрочные заемные средства	3 400
— запасы готовой продукции	1 580	— кредиторская задолженность (внешняя)	1 400
— дебиторская задолженность	600	— кредиторская задолженность (внутренняя)	300
— денежные активы	250		
— краткосрочные финансовые вложения	200		
<b>Баланс</b>	<b>11 600</b>	<b>Баланс</b>	<b>11 600</b>
В том числе:		В том числе*:	
— постоянная часть	3 510	— собственный оборотный капитал	—
— переменная часть	1 890	— чистый рабочий капитал	300

\* Величина собственного оборотного капитала (СОК) равна:  

$$СОК = 11 600 - 6 200 - 7 600 = - 2 200 \text{ (тыс. руб.)},$$
 т.е. собственный оборотный капитал у предприятия отсутствует.

Чистый рабочий капитал (далее — ЧРК) равен 300 тыс. руб.:  

$$\text{ЧРК} = 11 600 - 6 200 - (3 400 + 1 400 + 300) = 300 \text{ (тыс. руб.)}.$$

Проведем необходимые расчеты.

Для решения поставленной задачи на основе баланса предприятия сформируем баланс финансирования оборотных средств, сложившийся на 31 декабря отчетного года. Для этого из состава активов исключим стоимость внеоборотных активов (6 200 тыс. руб.), а из источников финансирования, соответственно, источники финансирования этих внеоборотных активов на эту же сумму, в том числе: собственный капитал (4 000 тыс. руб.) и долгосрочный заемный капитал (2 200 тыс. руб.). Полученный баланс оборотных активов (базовый вариант) представлен в табл. 12.

*Таблица 12*

Актив	Сумма, тыс. руб.	Пассив	Сумма, тыс. руб.
1. Оборотные активы всего, в том числе:	5 400	1. Собственный капитал	—
— запасы сырья и материалов	2 350	2. Заемные средства всего, в том числе:	5 400
— объем незавершенного производства	420	— долгосрочные заемные средства	300
— запасы готовой продукции	1 580	— краткосрочные заемные средства	3 400
— дебиторская задолженность	600	— кредиторская задолженность (внешняя)	1 400
— денежные активы	250	— кредиторская задолженность (внутренняя)	300
— краткосрочные финансовые вложения	200		
<b>Итого</b>	<b>5 400</b>	<b>Итого</b>	<b>5 400</b>

Данные баланса оборотных активов (табл. 12) показывают, что при отсутствии собственного капитала для финансирования оборотных активов привлечены долгосрочные заемные ресурсы в сумме 300 тыс. руб. ( $\text{ЧРК} = 300$ ). Исходя из заданных условий, рассчитаем максимальную величину возможной внешней кредиторской задолженности в предстоящем периоде:

$$1 400 \times 0,8 = 1 120 \text{ (тыс. руб.)}$$

Перейдем к построению и анализу возможных вариантов.

a) **Консервативный подход.** Объем привлечения долгосрочного капитала составит:

$$3 510 + (1 890 \times 0,5) = 4 455 \text{ (тыс. руб.)}$$

Оставшаяся потребность в ресурсах (945 тыс. руб.) будет восполнена за счет привлечения краткосрочных источников и в первую очередь за счет получения внешней кредиторской задолженности на сумму 645 тыс. руб. ( $645 = 5 400 - 4 455$ ) —

— 300) (при имеющейся возможности максимального привлечения — 1 120 руб.). В этом случае у предприятия пропадает необходимость привлечения краткосрочных кредитов, одним из условий получения которых, как известно, является платность. Баланс оборотных активов (вариант № 1) предприятия имеет следующий вид (табл. 13).

Таблица 13

Актив	Сумма, тыс. руб.	Пассив	Сумма, тыс. руб.
1. Оборотные активы всего, в том числе:	5 400	1. Собственный капитал	—
— запасы сырья и материалов	2 350	2. Заемные средства всего, в том числе:	5 400
— объем незавершенного производства	420	— долгосрочные заемные средства	4 455
— запасы готовой продукции	1 580	— краткосрочные заемные средства	—
— дебиторская задолженность	600	— кредиторская задолженность (внешняя)	645
— денежные активы	250	— кредиторская задолженность (внутренняя)	300
— краткосрочные финансовые вложения	200		
<b>Итого</b>	<b>5 400</b>	<b>Итого</b>	<b>5 400</b>

б) Умеренный подход. При использовании этого подхода величина долгосрочных заимствований составит 3 510 тыс. руб. Оставшаяся потребность в ресурсах (1 890 тыс. руб.) будет восполнена за счет привлечения краткосрочных источников, из которых на долю внешней и внутренней кредиторской задолженности приходится соответственно 1 120 и 300 тыс. руб., на долю краткосрочного кредита — 470 тыс. руб. ( $470 = 1890 - 1120 - 300$ ). Баланс оборотных активов предприятия (вариант № 2) представлен в табл. 14.

в) Агрессивный подход. В этом случае объем привлечения долгосрочного капитала должен составить 1 755 тыс. руб. ( $1 755 = 3 510 \times 0,5$ ). Тогда на долю краткосрочных источников остается 3 645 тыс. руб., которые будут восполнены следующим образом: привлечение внешней и внутренней кредиторской задолженности обеспечит финансирование на сумму 1 120 и 300 тыс. руб. соответственно, оставшаяся потребность будет покрыта за счет краткосрочных кредитов на 2 225 тыс. руб. ( $2 225 = 5 400 - 1 755 - 1 120 - 300$ ).

Баланс оборотных активов предприятия (вариант № 3) представлен в табл. 15.

Таблица 14

Актив	Сумма, тыс. руб.	Пассив	Сумма, тыс. руб.
1. Оборотные активы всего, в том числе: — запасы сырья и материалов — объем незавершенного производства — запасы готовой продукции — дебиторская задолженность — денежные активы — краткосрочные финансовые вложения	5 400 2 350 420 1 580 600 250 200	1. Собственный капитал 2. Заемные средства всего, в том числе: — долгосрочные заемные средства — краткосрочные заемные средства — кредиторская задолженность (внешняя) — кредиторская задолженность (внутренняя)	— 3 510 470 1 120 300
Итого	5 400	Итого	5 400

Таблица 15

Актив	Сумма, тыс. руб.	Пассив	Сумма, тыс. руб.
1. Оборотные активы всего, в том числе: — запасы сырья и материалов — объем незавершенного производства — запасы готовой продукции — дебиторская задолженность — денежные активы — краткосрочные финансовые вложения	5 400 2 350 420 1 580 600 250 200	1. Собственный капитал 2. Заемные средства всего, в том числе: — долгосрочные заемные средства — краткосрочные заемные средства — кредиторская задолженность (внешняя) — кредиторская задолженность (внутренняя)	— 5 400 1 755 2 225 1 120 300
Баланс	5 400	Баланс	5 400

Сравнительный анализ полученных результатов (табл. 13—15) показывает существенные различия в структуре привлекаемого капитала при различных подходах к выбору источников финансирования. Для того чтобы выбрать оптимальный для предприятия вариант финансирования, необходимо оценить достоинства и недостатки каждого из вариантов с различных

точек зрения, в том числе с позиции изменения ликвидности и финансовой устойчивости предприятия, динамики эффективности деятельности (с учетом различной стоимости привлечения каждого из источников финансирования) и т.д. В рамках настоящего примера остановимся только на динамике отдельных показателей ликвидности и платежеспособности предприятия (табл. 16).

Таблица 16

Показатели	Варианты			
	Базовый	№ 1	№ 2	№ 3
Коэффициенты:				
- абсолютной ликвидности	0,09	0,48	0,24	0,12
- срочной ликвидности	0,21	1,11	0,56	0,29
- текущей ликвидности	1,06	5,71	2,86	1,48

Анализ полученных результатов и сравнение их с рекомендуемым уровнем показателей показывает:

- вариант № 1 (применение консервативного подхода) является наиболее предпочтительным с точки зрения величины коэффициента абсолютной ликвидности (0,48 при рекомендуемом уровне в интервале 0,2–0,7), достаточно приемлемым с точки зрения коэффициента срочной ликвидности; в то же время имеет чрезвычайно высокий уровень коэффициента текущей ликвидности — 5,71 (при желательном уровне 2,0–3,0);
- вариант № 2 (реализация умеренного подхода) по сравнению с остальными имеет оптимальное значение коэффициента текущей ликвидности (2,86), невысокий уровень коэффициентов абсолютной ликвидности (0,24) и срочной ликвидности (0,56 при оптимальных значениях 0,7–0,8);
- базовый вариант и вариант № 3 (использование агрессивного подхода) являются неудовлетворительными с позиции практически всех рассмотренных показателей ликвидности.

Приведенный выше пример не носит исчерпывающего характера и отражает только принципиальный подход к формированию множества возможных вариантов финансирования оборотных активов, из которых необходимо выбрать один, максимально учитывающий особенности финансового положения предприятия.

### ***Вопросы для самоконтроля***

1. Какие виды активов вы знаете?
2. Что такое операционный, производственный и финансовый цикл? Как рассчитать их продолжительность?
3. Каковы пути снижения продолжительности операционного цикла?
4. Какие основные виды оборотных активов можно выделить для целей финансового менеджмента?
5. Каковы отличительные особенности оборотных и внеоборотных активов?
6. Какие основные этапы включает политика управления оборотными активами?
7. В чем заключается сущность политики управления запасами?
8. Что такое дебиторская задолженность, и какие факторы влияют на ее величину?
9. Каковы основные причины дефицита денежных средств на предприятии?
10. В чем заключается сущность различных подходов к финансированию оборотных активов?

## **4.**

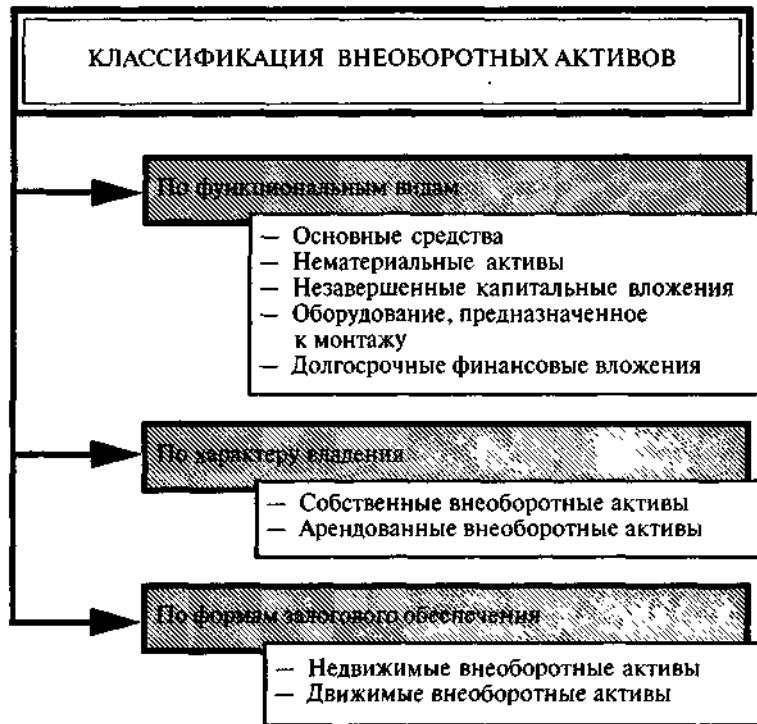
### **УПРАВЛЕНИЕ ВНЕОБОРОТНЫМИ АКТИВАМИ**

Приоритетное значение внеоборотных активов определяется тем, что они являются доминирующим фактором, который определяет производственный потенциал предприятия и его способность выпускать конкурентоспособную продукцию, отвечающую растущим потребностям рынка. Рассмотрим некоторые отдельные виды внеоборотных активов, представляющие наибольший интерес с позиции финансового менеджмента (рис. 3).

По функциональным видам в составе внеоборотных активов выделяются основные средства, нематериальные активы, незавершенные капитальные вложения, оборудование к установке, долгосрочные финансовые вложения и прочие объекты. Критерии отнесения отдельных объектов внеоборотных активов к конкретному виду установлены нормативными документами, в том числе ПБУ 6/01 «Учет основных средств», ПБУ 14/2000 «Учет нематериальных активов», ПБУ 2/94 «Учет договоров (контрактов) на капитальное строительство» и пр. Отличительной чертой всех видов внеоборотных активов является производственный, долгосрочный характер их использования (в течение периода, превышающего 12 месяцев) и способность приносить экономические (социальные) выгоды предприятию.

По характеру владения выделяют:

- *собственные долгосрочные активы*, принадлежащие предприятию на правах собственности и владения, которые отражаются в разделе I баланса;
- *арендованные (заемные) долгосрочные активы*, которые предоставлены предприятию в соответствии с договором аренды.



**Рис 3. Классификация внеоборотных активов предприятия**

ды (лизинга) на правах пользования и отражаются в учете за балансом.

По формам залогового обеспечения различают:

— *Недвижимые внеоборотные активы*, включающие земельные участки, обособленные водные объекты, леса, здания, сооружения и иные объекты, перемещения которых невозможны без ущерба для них (ст. 130 ГК РФ). Кроме того, в соответствии с законодательством к недвижимому имуществу относят отдельные объекты, подлежащие государственной регистрации: воздушные и морские суда, космические корабли и пр. Указанные объекты не могут быть изъяты из владения в целях обеспечения кредита.

— *Движимые внеоборотные активы*, включающие объекты, не вошедшие в состав недвижимого имущества, которые могут быть изъяты из владения в целях обеспечения кредита.

#### **4.1. Формирование политики управления внеоборотными активами**

Как правило, необходимый объем и структура операционных внеоборотных активов формируется на первоначальном этапе деятельности предприятия, в процессе его поступательного развития происходит увеличение их объема и изменение структуры, например, увеличивается доля нематериальных активов, что обусловлено инновационными изменениями, распространением информационных технологий, тенденциями реструктуризации предприятий и пр. В то же время наибольший интерес для производственного предприятия представляют внеоборотные операционные активы, и в первую очередь, основные средства, непосредственно используемые для осуществления производственной деятельности предприятий.

Управление внеоборотными активами связано с особенностями их кругооборота, который включает три основные стадии:

- на первой стадии внеоборотные активы, используемые в операционной деятельности, амортизируются, т.е. переносят часть своей стоимости на себестоимость готовой продукции;
- на второй стадии в процессе реализации продукции осуществляется накопление начисленной амортизации;
- на третьей стадии накопленная амортизация как часть собственных финансовых ресурсов предприятия направляется на реинвестирование, т.е. обновление операционных активов.

По завершению третьей стадии процесс повторяется.

Эффективное управление внеоборотными активами предприятия требует разработки и последовательной реализации политики управления внеоборотными средствами, основной целью которой является создание их необходимого объема и структуры, а также выбор оптимального варианта обновления.

В настоящее время, как правило, преобладающую долю внеоборотных активов составляют основные средства, поэтому принципиальное значение имеет формирование политики управления основными средствами, в которой можно выделить следующие основные этапы:

1. Анализ динамики основных средств в предшествующие периоды, в том числе:
  - анализ динамики общего объема и состава основных средств, сопоставление этой динамики с темпами роста объема

производства и реализации продукции, а также стоимости всех активов;

— определение динамики стоимости операционных основных средств и удельного веса их активной части, выявление тенденций их изменения и тенденции изменения фондоемкости продукции;

— оценка состояния основных средств по степени изношенности (путем расчета коэффициентов изношенности и годности основных средств), анализ коэффициентов выбытия и обновления;

— оценка использования технологического оборудования (путем анализа коэффициентов сменности использования оборудования, коэффициентов планового и календарного времени его работы, показателя внутрисменных простоев и пр.);

— определение периода оборота основных средств.

Период времени, в течение которого совершается полный кругооборот стоимости основных средств, характеризует полезный срок их использования, который рассчитывается по формуле:

$$PO_{oc} = \frac{PC_{oc}}{A_{oc}},$$

где  $PO_{oc}$  — период оборота основных средств, лет;

$PC_{oc}$  — среднегодовая первоначальная стоимость основных средств, руб;

$A_{oc}$  — среднегодовая сумма амортизации основных средств, руб.

## 2. Расчет необходимого объема основных средств на предстоящий период.

Для расчета потребности предприятия в основных средствах необходимо рассчитать потребность по их отдельным группам: машины и оборудование, используемые в технологическом процессе, оборудование, используемое в процессе управления, производственные здания и сооружения.

Для определения потребности в технологическом оборудовании можно использовать следующую зависимость:

$$PO_{oc} = \frac{OP}{\Pi} \times C,$$

---

где  $P_{oc}$  — потребность в технологическом оборудовании конкретного вида, руб;  
 $OP$  — планируемый объем производства в натуральном измерении, единиц;  
 $P$  — производительность оборудования данного вида в натуральном измерении, единиц;  
 $C$  — стоимость единицы данного оборудования, включая расходы на монтаж, руб.

Расчет потребности в технологическом оборудовании начинают с выпускного оборудования, затем рассчитывается потребность по всей технологической цепочке с учетом технологической сопряженности оборудования, что особенно важно для предприятий, имеющих многопереходный характер производства (т.е. тех предприятий, где сырье и материалы проходят несколько последовательных стадий обработки, на каждой из которых образуются полуфабрикаты). На следующем этапе рассчитывается потребность в оборудовании, используемом для организации процесса управления (вычислительная техника, средства связи, транспортные средства, офисная мебель и пр.); затем определяется потребность в производственных помещениях. Для расчета общей потребности предприятия в основных средствах полученные результаты следует суммировать. В последующих периодах потребность в основных средствах уточняется с учетом динамики выпуска продукции, повышения интенсивного и экстенсивного использования оборудования и иных факторов.

3. Формирование амортизационной политики предприятия, которая выражается в выборе методов начисления амортизации, установлении сроков полезного использования отдельных групп и объектов основных средств. Среди факторов, влияющих на выбор отдельных положений амортизационной политики, необходимо отметить следующие:

- величина основных средств и нематериальных активов, подлежащих амортизации и степень влияния амортизации на формирование финансового результата;
- использование переоценки основных средств для отражения в учете их реальной стоимости;
- позиция предприятия по выбору срока полезного использования отдельных объектов внеоборотных активов;
- разрешенные законодательно методы амортизации.

В настоящее время законодательно (положениями ПБУ 6/01 «Учет основных средств») установлена возможность:

- применения любого из четырех методов начисления амортизации: линейного метода и трех нелинейных, к которым относятся: метод уменьшаемого остатка, метод списания стоимости по сумме чисел лет срока полезного использования, метод стоимости пропорционально объему продукции (порядок начисления амортизации для целей налогового учета в рамках данного пособия не рассматривается);
- самостоятельно устанавливать срок полезного использования объекта в пределах нормативного срока, установленного для амортизационной группы, в которую входит данный объект основных средств. Перечень оборудования, входящего в амортизационные группы, определен в постановлении Правительства РФ от 01.01.2002 г. №1.

Использование нелинейных методов амортизации и минимальных сроков полезного использования объектов позволяет ускорять процесс формирования собственных источников финансирования и процесс обновления основных средств, а также снижать сумму налога на прибыль в первые годы их использования (при условии применения одинаковых сроков полезного использования и методов начисления амортизации для целей бухгалтерского и налогового учета).

В то же время вопрос о выборе срока полезного использования и метода амортизации должен решаться, прежде всего, с учетом соотношения себестоимости и цены выпускаемой продукции. Если предприятие получает высокую прибыль и нацелено на ускорение обновления внеоборотных активов, то ему целесообразно выбирать минимальные сроки эксплуатации объектов и (или) нелинейные методы амортизации. Если ситуация обратная, т.е. себестоимость и так слишком высока, а прибыль недостаточна, то увеличение амортизационных отчислений может привести к дальнейшему снижению эффективности производства и возникновению убытков. В такой ситуации лучше «растянуть» период начисления амортизации, применяя линейный метод.

#### **4.2. Выбор источников финансирования обновления внеоборотных активов**

Одной из наиболее важных функций финансового менеджмента является обеспечение своевременного и эффективного обновления внеоборотных операционных активов (далее – ВОА), которое предполагает решение ряда задач:

- определение необходимого уровня интенсивности обновления отдельных групп ВОА и в первую очередь основных средств с учетом их физического и морального износа;
- определение необходимого и возможного объема обновления ВОА в предстоящем периоде с учетом задач предприятия по обеспечению темпов роста выпуска продукции;
- выбор наиболее эффективных форм обновления отдельных групп ВОА и источников их финансирования, которые могут быть осуществлены за счет собственного капитала или за счет привлечения заемных источников (в форме долгосрочного банковского капитала или в форме аренды (лизинга)).

Необходимость развития и повышения эффективности производства, а также обеспечение конкурентоспособности продукции требуют систематического обновления основных средств. По формам воспроизводства основных средств различают:

- *новое строительство*, осуществляемое на новых площадках в целях создания новых производственных мощностей и предполагающее сооружение комплекса объектов основного, вспомогательного и обслуживающего назначения вновь создаваемых предприятий, а также филиалов и отдельных производств, которые после ввода в эксплуатацию будут находиться на самостоятельном балансе;
- *расширение действующих предприятий*, под которым понимается строительство новых производств (цехов, объектов) на уже существующих предприятиях, также приводящих к увеличению производственных мощностей и характеризуемых меньшими удельными капитальными затратами по сравнению с новым строительством, и которые после ввода в эксплуатацию не будут находиться на самостоятельном балансе;
- *реконструкция*, к которой относится переустройство существующих цехов и объектов, связанное с совершенствованием производства и повышением его технико-экономического уровня в целях увеличения производственных мощностей, улучшения качества и изменения номенклатуры выпускаемой продукции;
- *техническое перевооружение*, включающее комплекс мероприятий по повышению технико-экономического уровня отдельных производств, цехов и участков на основе внедрения передовой техники и технологии, механизации и автоматизации производства, модернизации и замены устаревшего и

физически изношенного оборудования новым, более производительным, основной целью которого является интенсификация производства, увеличение выпуска продукции и улучшение ее качества при обеспечении роста производительности труда и сокращения рабочих мест, снижения материалоемкости и себестоимости продукции, экономии материальных и топливно-энергетических ресурсов, улучшения других технико-экономических показателей работы предприятия в целом.

Как следует из приведенных выше характеристик, при любой форме воспроизводства обеспечивается рост производственных мощностей предприятия и качественное улучшение технико-экономических параметров основных средств. В то же время, каждое предприятие осуществляет ремонт основных средств, основной целью которого является обеспечение поддержания основных средств в рабочем состоянии, восстановление утраченной работоспособности на прежнем уровне, предохранение их от преждевременного выхода из строя путем устранения выявленных неисправностей и замены изношенных деталей и узлов. Таким образом, выполнение ремонта предполагает, прежде всего, сохранение технико-экономических параметров, характерных для данного вида основных средств. Однако проведение ремонта и, тем более, обновление основных средств, требует определения источников их финансирования, в качестве которых могут выступать издержки производства, амортизационные отчисления, реинвестированная прибыль и иные собственные и заемные источники.

Рассмотрим подходы к выбору источника финансирования обновления внеоборотных активов в современных условиях. В экономической литературе используются термины «аренда» и «лизинг». Сущность обоих терминов установлена положениями Гражданского кодекса РФ и Закона «О лизинге», принятого 29.10.1998 № 164-ФЗ (в последующих редакциях). Ключевые вопросы, регулирующие арендные отношения, рассмотрены в главе 34 «Аренда» ГК РФ. В § 6 указанной главы, который носит название «Финансовая аренда (лизинг)», установлены особенности лизинговых отношений, что позволяет считать лизинг одной из разновидностей аренды. В то же время в ст. 17 Федерального закона «О лизинге» рассматривается «предоставление во временное владение и пользование предмета договора лизинга, его обслуживание и возврат», т.е. предполагается

---

хозяйственная операция, которая на практике называется арендой. Это позволяет считать, что принципиальные различия между терминами «аренда» и «лизинг» отсутствуют, поэтому в дальнейшем мы будем пользоваться термином «лизинг». Объектами лизинга могут быть предприятия и иные имущественные комплексы, здания, сооружения, оборудования, транспортные средства и другое движимое и недвижимое имущество.

*Лизинг* — соглашение, посредством которого лизингодатель, т.е. собственник имущества, передает лизингополучателю право пользования этим имуществом в течение оговоренного срока и за согласованную плату. Различают два основных вида лизинга: оперативный и финансовый.

*Оперативный лизинг* представляет собой хозяйственную операцию, предусматривающую передачу лизингополучателю права пользования основными средствами, принадлежащими лизингодателю, с обязательным их возвратом владельцу после окончания срока действия лизингового соглашения. Как правило, основные средства, переданные в оперативный лизинг, остаются на балансе арендодателя.

*Финансовый лизинг* представляет собой операцию, предусматривающую приобретение лизингодателем по заказу лизингополучателя основных средств с дальнейшей их передачей в пользование последнего на срок, не превышающий периода полной их амортизации, с обязательной последующей передачей права собственности на эти объекты лизингополучателю\*. То есть фактически лизинговая компания финансирует приобретение имущества. Основные средства, переданные в финансовый лизинг, как правило, включаются в состав основных средств арендатора (с учетом условий договора). Одной из форм финансового лизинга является возвратный лизинг, который представляет собой операцию, предусматривающую продажу предприятием объектов основных средств лизинговой компании с одновременным обратным получением этих основных средств в финансовый лизинг, т.е. с условием обязанности выкупить по истечении срока лизингового соглашения. В этом случае лизингополучатель продолжает пользоваться принадлежащим ему ранее имуществом и получает дополнительные финансовые средства.

\* Необходимо отметить, что в соответствии с действующим законодательством учет лизингового имущества осуществляется в полном соответствии с положениями заключенного договора.

Основными преимуществами лизинга (по сравнению с приобретением основных средств в собственность при условии оплаты в момент приобретения) являются:

- возможность увеличения объема выпуска продукции и диверсификации хозяйственной деятельности в условиях отсутствия инвестиционных ресурсов;
- значительное снижение риска потери финансовой устойчивости (при оперативном лизинге), так как он не ведет к росту финансовых обязательств;
- снижение налогооблагаемой базы предприятия по налогу на прибыль, так как величина лизинговых платежей в полном объеме учитывается для целей налогообложения.

В то же время необходимо отметить и недостатки, присущие лизингу:

- рост себестоимости продукции, вызванный тем, что сумма лизинговых платежей, как правило, значительно выше, чем сумма амортизационных отчислений, что снижает конкурентные преимущества предприятия при формировании цены выпускаемой продукции и приводит к уменьшению операционной прибыли;
- невозможность модернизации или реконструкции объектов лизинга без согласия лизингодателя;
- более высокая, как правило, стоимость обслуживания лизинговых платежей в сравнении с установленной платой за долгосрочный банковский кредит.

Критерием принятия управленческих решений о приобретении (на различных условиях) или лизинге объектов основных средств, наряду с оценкой вышеизложенных преимуществ и недостатков лизинга, является сравнение дисконтированных потоков платежей при различных формах финансирования обновления основных средств. Как известно, основу денежного потока, необходимого для приобретения или лизинга основных средств, составляют:

- в случае приобретения объектов за счет собственных ресурсов — расходы по его покупке, т.е. рыночная цена актива;
- при приобретении за счет долгосрочного кредита — проценты за пользование банковским кредитом и общая сумма самого кредита, подлежащая возврату;

— при лизинге — сумма регулярных лизинговых платежей и сумма авансового лизингового платежа (в случае, когда он предусмотрен договором).

Для выбора оптимального варианта финансирования выполняется расчет и сравнение величин дисконтированных денежных потоков по трем вышеперечисленным основным вариантам:

- приобретение активов в собственность за счет собственных средств;
- приобретение активов в собственность за счет привлечения долгосрочного банковского кредита;
- финансовый лизинг активов.

Для расчета дисконтированных денежных потоков применяются следующие формулы:

$$ДПК_n = \sum_{t=1}^n \frac{ПК(1-H_t)}{(1+i)^t} + \frac{СК}{(1+i)^n},$$

где  $ДПК_n$  — сумма дисконтированного денежного потока по долгосрочному банковскому кредиту, руб;

$ПК$  — сумма процентов за кредит за год, руб;

$H_t$  — ставка налога на прибыль, в долях единицы;

$СК$  — сумма полученного кредита, подлежащего погашению в конце кредитного периода, руб;

$i$  — годовая процентная ставка за долгосрочный кредит, в долях единицы;

$n$  — количество интервалов, по которым осуществляется расчет процентных платежей, в общем периоде.

$$ДПЛ_n = АП_n + \sum_{t=1}^n \frac{ЛП(1-H_t)}{(1+i)^t},$$

где  $ДПЛ_n$  — сумма дисконтированного денежного потока по лизингу, руб;

$АП_н$  — сумма авансового лизингового платежа, руб;  
 $ЛП$  — сумма регулярного лизингового платежа за календарный год, руб.

**Пример 11.** Выбрать вариант финансирования обновления основных средств при следующих заданных условиях:

- стоимость необходимого объекта основных средств — 100,0 тыс. руб;
- срок полезного использования — 5 лет;
- годовая процентная ставка по долгосрочному банковскому кредиту — 18%;
- авансовый лизинговый платеж составляет 5 тыс. руб;
- регулярный лизинговый платеж за использование актива — 30 тыс. руб. в год;
- ставка налога на прибыль — 24%;

Проведем необходимые расчеты стоимости денежного потока по вариантам (с использованием вышеприведенных формул).

1. При приобретении за счет собственных финансовых ресурсов

$$ДПСн = 100,0 \text{ тыс. руб.}$$

2. При приобретении за счет долгосрочного кредита

$$ДПКн = 86,46 \text{ тыс. руб.}$$

3. При финансовом лизинге актива

$$ДПЛн = 76,33 \text{ тыс. руб.}$$

Сравнив результаты расчетов по вариантам, необходимо отметить, что наименьшей является стоимость денежного потока при лизинге:

$$76,33 < 86,4 < 100,0.$$

Результаты расчетов показали, что в данном случае наиболее эффективной формой обновления основных средств является лизинг.

Следует отметить, что результаты расчетов непосредственно зависят от сочетания анализируемых параметров, поэтому выбор варианта финансирования необходимо проводить на основе учета условий, действующих на конкретный момент времени с учетом возможной перспективы их изменения.

В результате принятия управлеченческих решений в отношении выбора форм обновления и (или) ремонта основных средств, а также в выявлении потребности в других видах внеоборотных активов необходимо сформировать баланс, представленный в табл. 17.

*Таблица 17*

Потребность в ремонте и обновлении внеоборотных активов		Источники финансирования внеоборотных активов	
Формы ремонта и обновления внеоборотных активов	Сумма	Источники финансирования внеоборотных активов	Сумма
1. Текущий ремонт 2. Капитальный ремонт 3. Приобретение новых внеоборотных активов 4. Иные формы обновления основных средств (реконструкция, модернизация)		1. Издержки производства 2. Амортизационные отчисления 3. Нераспределенная прибыль 4. Иные собственные средства 5. Долгосрочные банковские кредиты 6. Лизинг 7. Прочие	
<b>Итого</b>		<b>Итого</b>	
В том числе: — основные средства; — нематериальные активы;		В том числе: — собственные источники; — заемные источники;	

### *Вопросы для самоконтроля*

1. Что такое внеоборотные активы и какова их структура?
2. Каковы основные этапы политики управления основными средствами?
3. Какие элементы можно выделить в амортизационной политике предприятия?
4. Чем различаются ремонт и обновление основных средств?
5. Какова сущность аренды и лизинга? Какие виды лизинга вы знаете?
6. Какой критерий является основным при выборе форм финансирования обновления основных средств?

## **5.**

### **УПРАВЛЕНИЕ КАПИТАЛОМ**

Капитал является наиболее важным измерителем рыночной стоимости любого предприятия, а темпы его изменения отражают эффективность финансово-хозяйственной деятельности. С позиции финансового менеджмента капитал представляет собой общую стоимость средств в денежной, материальной и нематериальной формах, инвестированных в создание активов предприятия. Основной целью управления капиталом является формирование такой величины и структуры капитала, которая позволяет в полной мере обеспечить потребность предприятия в ресурсах, необходимых для решения поставленных задач.

Рассмотрим основные виды капитала, выделяемые в соответствии с отдельными критериями (рис. 4).

По принадлежности предприятию выделяют *собственный* и *заемный* капитал:

— *собственный капитал* характеризует источники финансирования, принадлежащие предприятию на правах собственности, его величина отражена по строке 490 баланса предприятия;

— *заемный капитал* показывает объем обязательств предприятия, т.е. финансовых ресурсов, которые привлечены им на возвратной основе. В балансе предприятия заемные обязательства делятся на долгосрочные, со сроком погашения больше 12 месяцев (стр. 590 ф. 1) и краткосрочные, со сроком погашения до 12 месяцев (стр. 690 ф. 1).

По объекту инвестирования различают основной капитал, т.е. часть капитала, которая инвестирована в создание внеоборот-

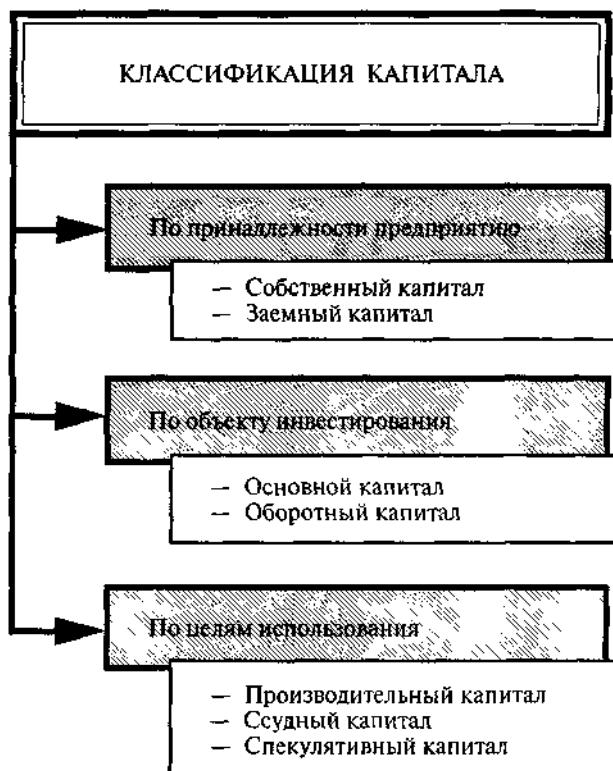


Рис. 4. Классификация капитала предприятия.

ных активов, и оборотный капитал, который вложен, соответственно, в формирование оборотных средств.

По целям использования могут быть выделены производительный, ссудный и спекулятивный капитал. Производительный капитал показывает объем ресурсов, investedанных в создание операционных активов, которые используются в операционной (текущей) хозяйственной деятельности. Ссудный капитал отражает часть капитала, направленную на создание денежных активов в форме депозитных вкладов, и долговые фондовые инструменты (облигации, векселя, депозитные сертификаты и пр.). Спекулятивный капитал характеризует часть капитала, которая используется для проведения финансовых операций, основой которых является разница в ценах (например, приобретение и продажа активов).

тение акций с целью последующей продажи на более выгодных условиях).

Существуют и иные классификации капитала, подробно описанные в [4].

Эффективное и целенаправленное управление капиталом предприятия осуществляется путем формирования и выполнения политики управления собственным и заемным капиталом, в качестве основных этапов которой можно выделить следующие:

1. Анализ уровня и структуры капитала предприятия за предшествующие периоды, в том числе:

- определение динамики капитала в сравнении с динамикой объема реализованной продукции; выявление тенденции изменения капиталоемкости продукции;
- определение удельного веса собственного и заемного капитала, анализ их динамики; анализ изменения структуры собственного капитала (динамика объема нераспределенной прибыли) и структуры заемного капитала (изменения соотношения между различными привлеченными источниками финансирования);
- оценка уровня финансовой устойчивости предприятия.

2. Определение стоимости капитала и оптимизация источников его формирования; обеспечение формирования заданного объема капитала, необходимого для эффективной деятельности предприятия, в условиях максимального использования собственного капитала.

3. Внедрение управления затратами и разработка системы мероприятий по обеспечению роста операционной прибыли на основе анализа динамики операционной прибыли и выявление факторов ее определяющих.

4. Оптимизация уровня производственного и финансового левериджа с позиции заданного уровня риска и доходности.

5. Анализ динамики операционных и внереализационных доходов и расходов предприятия, осуществление мероприятий по их сокращению (например, четкое выполнение договорных обязательств во избежание внереализационных расходов в виде штрафных санкций со стороны контрагентов).

6. Формирование оптимальной структуры капитала предприятия.

7. Формирование дивидендной политики.

## 5.1. Стоимость капитала

Под стоимостью капитала понимают общую сумму средств, которую следует заплатить за привлечение определенного объема финансовых ресурсов из различных источников, выраженную в процентах к этому объему. Количественно стоимость капитала выражается в сложившихся в компании относительных годовых расходах по обслуживанию своей задолженности перед собственниками и инвесторами, т.е. речь идет об относительном показателе, выраженном в процентах, который исчисляется, как правило, в целом по году. Экономический смысл показателя «стоимость капитала» заключается в том, что он показывает, какую сумму следует «уплатить» за привлечение единицы капитала из данного источника. Стоимость капитала является одним из наиболее важных показателей при формировании бюджета капиталовложений, а также характеризует привлекательность компании для потенциальных инвесторов.

Как правило, компания финансируется одновременно из нескольких источников, поэтому основным показателем стоимости капитала является его средневзвешенная стоимость, которая представляет собой среднюю стоимость привлечения собственных и заемных источников финансирования. Для оценки стоимости капитала необходимо сначала осуществить поэлементную оценку стоимости каждого отдельного источника, а затем рассчитать обобщающую оценку капитала путем определения его средневзвешенной стоимости. Рассмотрим методику проведения такой оценки.

**Первый этап.** Для выполнения поэлементной оценки стоимости капитала выделяют пять основных источников капитала: банковские кредиты и займы, облигационные займы, привилегированные акции, обыкновенные акции и нераспределенная прибыль. Рассмотрим механизм определения стоимости каждого из этих источников.

а) *Банковский кредит* — это денежные средства, предоставляемые кредитным учреждением (банком) заемщику для целевого использования на условиях платности, срочности и возвратности. Стоимость банковского кредита равна:

$$C_{kp} = \frac{C_{\delta_k} \cdot (1 - C_{nn})}{(1 - \beta_{\delta_k})},$$

где  $C_{kp}$  — стоимость заемных средств, привлекаемых за счет банковского кредита, % ;  
 $C_{bk}$  — процентная ставка по банковскому кредиту, в долях единицы;  
 $C_{nn}$  — ставка налога на прибыль, в долях единицы;  
 $Z_{bk}$  — уровень затрат по привлечению банковского кредита к его сумме, включая затраты на оформление договора залога, страхование предмета залога и пр., в долях единицы.

Возможность получения «бесплатных» займов, т.е. заемных денежных средств от лиц, не имеющих кредитной лицензии, на условиях отсутствия платности, в данном случае не рассматривается как несоответствующая принципам финансового менеджмента.

б) *Облигация* — это ценная бумага, подтверждающая внесение ее владельцем денежных средств на сумму, указанную в номинале облигации (купонные облигации), и обязательство возместить ее номинальную стоимость и установленный процент по ней. В зависимости от выбранного критерия облигации делятся на следующие типы:

- по сроку действия: краткосрочные (1–3 года), среднесрочные (3–7 лет), долгосрочные (7–20 лет) и бессрочные, выплаты процентов по которым не ограничены во времени;
- по характеру обращения: обычные и конвертируемые, которые могут быть конвертированы, т.е. заменены на привилегированные или обычные акции в зависимости от условий выпуска облигационного займа;
- по характеру установленных выплат: с фиксированной купонной ставкой, т.е. когда величина выплат (в процентах) не изменяется; с плавающей купонной ставкой, когда уровень выплат (в процентах) зависит от колебаний уровня ссудного процента и пр.

Номинальная стоимость облигаций является базой для начислений процентов по ним. В связи с тем, что средства, полученные от размещения облигаций, относятся к заемным средствам, оценка их стоимости практически совпадает с оценкой стоимости банковского капитала:

$$C_{zko} = \frac{C_o \cdot (1 - C_{nn})}{(1 - Z_{so})},$$

где  $C_{зко}$  — стоимость заемного капитала, привлекаемого за счет облигаций, %;  
 $C_o$  — процентная ставка по облигации, %;  
 $\beta_{зо}$  — уровень эмиссионные затрат по отношению к объему эмиссии, в долях единицы.

в) *Привилегированная акция* — это ценная бумага, дающая владельцу право на получение дивидендов в форме гарантированного зафиксированного процента, а также право на долю в остатке активов в случае ликвидации предприятия. Владельцы привилегированных акций, в отличие от владельцев обыкновенных акций, не имеют права голоса на общем собрании акционеров (ст. 32 Закона «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ (в ред. Федерального закона от 07.08.2001 г. № 120-ФЗ), т.е. не участвуют в управлении обществом. Исключением может являться ситуация, когда их права нарушены (например, выплата дивидендов произведена в меньших размерах, чем это предусмотрено условиями эмиссии или не произведена вообще). В этих случаях владельцы привилегированных акций получают право на участие в общем собрании акционеров до момента первой выплаты по указанным акциям дивидендов в полном размере. Привилегированные акции могут быть конвертированы в обыкновенные акции в случае, если это предусмотрено Уставом общества. Стоимость капитала в форме привилегированных акций равна:

$$C_{скпа} = \frac{Д_{на} \cdot 100}{K_{на} \cdot (1 - \beta_{на})},$$

где  $C_{скпа}$  — стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии привилегированных акций, %;  
 $Д_{на}$  — сумма дивидендов, предусмотренная к выплате, руб.;  
 $K_{на}$  — сумма собственного капитала привлекаемого за счет эмиссии привилегированных акций, руб.;  
 $\beta_{на}$  — уровень эмиссионных затрат по отношению к объему эмиссии, в долях единицы.

г) *Обыкновенная акция* — ценная бумага, подтверждающая право ее владельца участвовать в управлении предприятием, в

распределении его прибыли и получении доли имущества, пропорционально вкладу в уставный капитал – в случае его ликвидации. Стоимость обыкновенной акции равна:

$$C_{скоa} = \frac{N_{oa} \cdot D_{oa} \cdot 100}{K_{oa} \cdot (1 - З_{зоa})},$$

где  $C_{скоa}$  – стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии обыкновенных акций, %;  
 $N_{oa}$  – количество дополнительно эмитируемых акций, единиц;  
 $D_{oa}$  – сумма дивидендов, предусмотренная к выплате на 1 обыкновенную акцию, руб.;  
 $K_{oa}$  – сумма собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии обыкновенных акций, руб.;  
 $З_{зоa}$  – уровень эмиссионных затрат по отношению к объему эмиссии, в долях единицы.

д) *Нераспределенная прибыль* представляет собой часть прибыли, которая осталась после уплаты налога на прибыль за отчетный период и иных платежей в бюджет, источником которых является прибыль, а также после выделения части прибыли для распределения между собственниками в виде дивидендов. Нераспределенная прибыль является основным источником пополнения капитала компании, ее стоимость равна:

$$C_{срк} = \frac{ЧП \cdot 100}{СК},$$

где  $C_{срк}$  – стоимость собственного реинвестированного капитала в отчетном периоде, %;  
 $ЧП$  – сумма чистой прибыли, выплаченная собственникам за отчетный период, руб.;  
 $СК$  – средняя сумма собственного капитала в отчетном периоде, руб.

С позиции соотношения риска и доходности, связанных с каждым источником финансирования, теоретически должны выполняться следующие неравенства:

$$C_{ср} < C_{зко} < C_{скоa} < C_{срк} < C_{скоa}.$$

Выполнение этих соотношений вытекает из оценки рисков, связанных с привлечением капитала из каждого из рассмотренных источников. Эти риски связаны, в первую очередь, с обязательностью и очередностью осуществления выплат за привлечение капитала. Остановимся на этом подробнее.

Проценты за привлечение банковского кредита выплачиваются в первоочередном порядке вне зависимости от финансового результата деятельности предприятия, т.е. они должны быть выплачены даже при наличии убытков от финансово-хозяйственной деятельности в отчетном периоде. Гарантия возврата кредита и процентов по нему со стороны предприятия-заемщика вытекает как из условий самого кредитного договора, так и из условий договоров залога и поручительства, которые, как правило, заключаются заинтересованными сторонами одновременно с подписанием кредитного договора. С этой точки зрения, предоставляемые банковские кредиты являются для инвестора наименее рискованным вложением денежных средств (по сравнению с иными источниками формирования капитала) и, следовательно, должны иметь меньшую доходность.

Финансовые ресурсы, полученные в результате размещения облигационного займа, являются более дорогим источником (по сравнению с банковскими кредитами) вследствие наличия риска неразмещения выпущенного облигационного займа. Это положение и определяет более высокую стоимость этого источника.

Акционеры, вкладывающие свои средства в акции коммерческой организации, как правило, рассчитывают на получение дивидендов. Размер дивидендных выплат по привилегированным акциям установлен (на уровне фиксированного процента от номинала), что делает их менее рискованными по отношению к обыкновенным акциям. Получение дивидендов по обыкновенным акциям полностью зависит от эффективности деятельности организации и сопряжено с еще большими рисками и, прежде всего, с риском неполучения прибыли. Кроме того, с точки зрения очередности выплат владельцы обыкновенных акций могут рассчитывать на выплату дивидендов только после уплаты ссудных процентов, осуществления выплат по облигациям и по привилегированным акциям, и поэтому обыкновенные акции являются значительно более рисковыми ценными бумагами по сравнению с иными, рассмотренными выше. Это позволяет предполагать, что их стоимость, как одного из источников

капитала компании, должна быть более высокой по отношению к остальным, ранее рассмотренным источникам.

С позиции соотношения доходности и риска нераспределенная прибыль является самым дорогим источником привлечения капитала. Однако, в представленной цепочке неравенств она занимает предпоследнее место, что связано с тем, что реинвестирование прибыли не требует никаких затрат в отличие от размещения акций, привлечение средств по которым предполагает обязательные расходы, связанные с их эмиссией и размещением.

**Второй этап.** Определив стоимость каждого из источников, можно рассчитать средневзвешенную стоимость капитала (ССК или WACC – Weighted Average Cost of Capital):

$$CCK = \sum C_i \times Y_i,$$

где  $CCK$  – средневзвешенная стоимость капитала, %;  
 $C_i$  – стоимость отдельных элементов капитала, %;  
 $Y_i$  – удельный вес отдельных элементов, в долях единицы.

Экономический смысл показателя ССК заключается в том, что он является базой сравнения при выборе решений инвестиционного характера, т.е. предприятие может рассматривать и осуществлять выбор среди инвестиционных проектов, уровень рентабельности которых не ниже текущего значения показателя ССК. Более подробно проблемы и критерии выбора инвестиционных проектов рассмотрены в [11].

**Пример 12.** Рассчитать средневзвешенную стоимость капитала (ССК) по данным, приведенным в табл. 18:

Таблица 18

Наименование источника средств	Средняя стоимость источника средств, %	Удельный вес источника средств в общей величине капитала
Банковские кредиты	16	0.4
Облигации	18	0.1
Привилегированные акции	20	0.1
Обыкновенные акции и нераспределенная прибыль	30	0.4

Проведем необходимые вычисления:

$$CCK = 16 \times 0,4 + 18 \times 0,1 + 20 \times 0,1 + 30 \times 0,4 = 0,222.$$

Средневзвешенная стоимость капитала составляет 22,2%.

## 5.2. Управление формированием операционной прибыли

Управление собственным капиталом компании связано, прежде всего, с управлением формированием прибыли. Как известно, прибыль представляет собой конечный результат финансово-хозяйственной деятельности предприятия. Существующая финансовая отчетность<sup>\*</sup> и, прежде всего, «Отчет о прибылях и убытках» позволяет выделить в составе прибыли до налогообложения (стр. 140 формы № 2) следующие составляющие:

- прибыль (убыток) от продаж, т.е. операционная прибыль, полученная от реализации продукции (стр. 050 ф. 2);
- операционные доходы и расходы (стр. 060—100 ф. 2);
- внеоперационные доходы и расходы (стр. 120—130 ф. 2).

Как правило, главная роль в формировании финансового результата деятельности предприятия принадлежит операционной прибыли, удельный вес которой часто составляет 90—95 % от общей суммы прибыли. Поэтому управление формированием прибыли, в первую очередь, представляет собой процесс управления операционной прибылью. Основной целью управления формированием операционной прибыли является выявление основных факторов, определяющих ее конечную величину, и возможных резервов ее увеличения.

Механизм управления формированием операционной прибыли предполагает выявление зависимости операционной прибыли от динамики объемов реализации продукции и расходов предприятия, связанных с ее получением. Этот механизм можно представить в виде схемы, представленной на рис. 5. Построение представленной схемы в некоторой степени отражает порядок составления формы № 2 «Отчет о прибылях и убытках», хотя необходимо отметить различие в используемой терминологии.

В процессе расчета и анализа операционной прибыли можно выделить несколько основных этапов:

\* В рамках настоящей работы проблемы и особенности формирования налогооблагаемой прибыли в соответствии с положениями главы 25 НК РФ не рассматриваются.

- определение валовой маржи, представляющей разницу между операционными нетто-доходами (т.е. операционными доходами от продаж продукции за минусом НДС, акцизов и иных аналогичных налогов) и переменными расходами предприятия;
- расчет операционной прибыли до вычета ссудных процентов и налогов, которая равна валовой марже за минусом постоянных расходов;
- выявление валовой операционной прибыли, которая определяется как разница между операционной прибылью и расходами на уплату процентов по полученным банковским кредитам и налогов, источником которых является себестоимость продукции (например, налог на имущество организаций, транспортный налог);
- установление прибыли к распределению, которая остается у предприятия после уплаты налога на прибыль и иных платежей (например, штрафных санкций и пени по налогам и сборам), источником которых является прибыль.

Как известно, с позиции зависимости изменения величины расходов при изменении объемов производства в составе расходов выделяют:

- постоянные (или условно-постоянные) расходы, не связанные непосредственно с изменением объемов производства продукции (в определенных интервалах), к числу таких расходов относятся: амортизация основных средств, расходы на аренду, охрану, отопление и освещение производственных помещений, большая часть управленческих расходов и пр.;
- переменные расходы, изменяющиеся пропорционально изменению объемов производства продукции, в том числе прямые расходы на сырье, материалы и комплектующие, прямые расходы на заработную плату производственного персонала и пр.

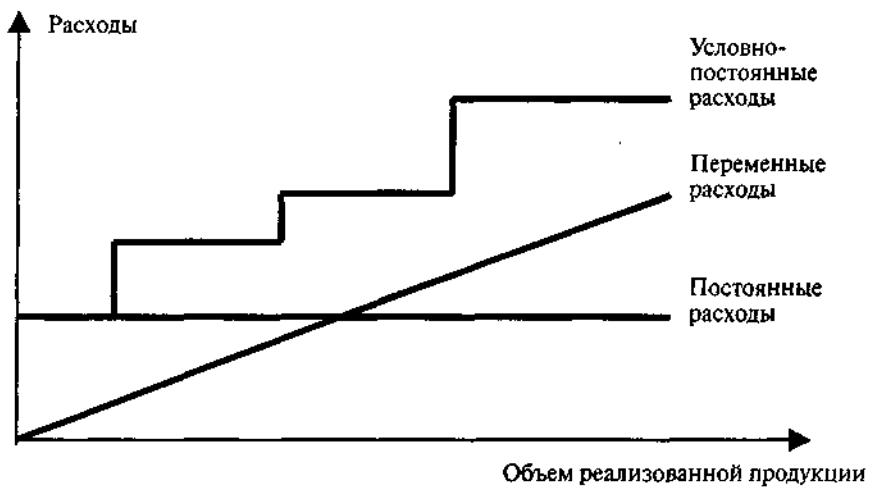
Несмотря на внешнюю простоту формулировок, на практике очень часто достаточно сложно четко разграничить постоянные и переменные издержки, так как их отдельные виды в определенной степени можно отнести к обеим группам, например, расходы на ремонт технологического оборудования. С одной стороны, плановый ремонт оборудования должен выполняться вне зависимости от объемов выпуска, но, с другой стороны, увеличение загрузки оборудования приводит к увеличению потребности в его ремонте. В данной ситуации решением проблемы является выделение в составе расходов на ремонт



Рис. 5. Схема формирования операционной прибыли

постоянной и переменной составляющих на основе фактических данных за ретроспективный период, которые можно получить на основе данных финансового и управленческого учета. Более подробно классификация расходов и методические подходы к анализу себестоимости продукции рассмотрены в [6].

Графически зависимость между величиной постоянных и переменных издержек и объемами выручки от реализации продукции (в данном случае, произведенная продукция признается реализованной) представлена на рис. 6.



**Рис. 6. Динамика расходов при увеличении объема реализации продукции**

Изображение на указанном рисунке «ступенчатых» условно-постоянных расходов отражает факт возможного единовременного роста постоянных расходов при выходе за рамки периода, когда предприятие «перешагивает» объем выпуска и реализации продукции, который может быть обеспечен имеющимся объемом постоянных расходов. Например, предприятие арендует производственные помещения, размер которых позволяет при заданном режиме сменности работы оборудования выпускать 100 тыс. единиц продукции. Увеличение выпуска продукции до 110 тыс. единиц (в условиях сохранения действующего режима работы оборудования) требует, как минимум, роста производственных площадей для дополнительной установки технологического оборудования, которое и будет выпускать планируемый прирост продукции (10 тыс. единиц). Четкое представление данной ситуации должно приводить менеджера к пониманию целесообразности принятия дополнительных заказов на производство продукции или отказа от них с позиции ступенчатого изменения постоянных расходов.

На рис. 7 представлена графическая модель зависимости динамики величины расходов и объема реализованной продукции.

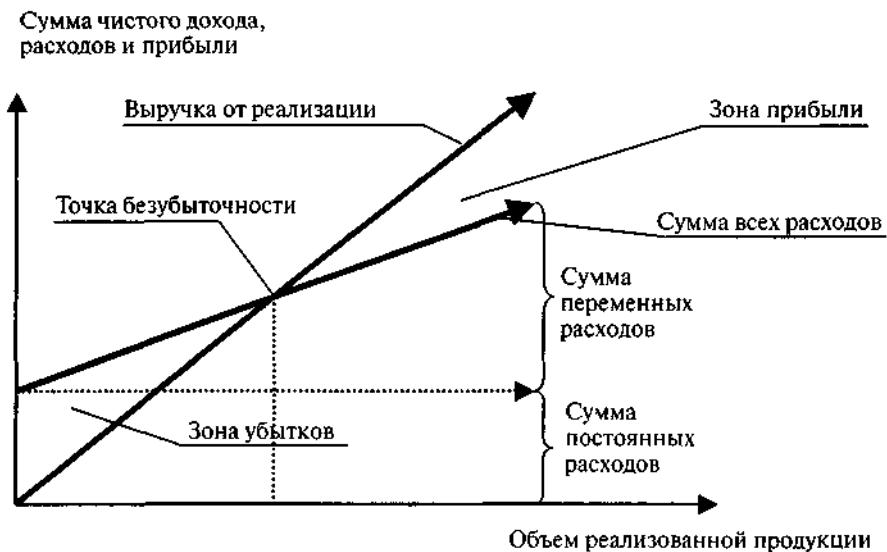


Рис. 7. Графическая модель зависимости динамики величины расходов и объема реализованной продукции

Из графика, представленного на рис. 7, видно, что прямые, характеризующие выручку от реализации и расходы, пересекаются в точке, которая называется *точкой безубыточности* (порогом рентабельности). Для достижения точки безубыточности предприятие должно выпускать и продавать такой объем продукции, при котором величина операционного нетто-дохода равна сумме постоянных и переменных издержек. Экономический смысл точки безубыточности заключается в том, что она отражает количество единиц продукции, реализация которой обеспечит получение маржинальной прибыли, равной сумме постоянных расходов. Естественно, приведенное графическое представление зависимости выручки и расходов от объема выпуска является достаточно условным в связи с тем, что имеющаяся зависимость рассматривается как линейная. На практике эта зависимость носит нелинейный характер, результатом чего является наличие нескольких точек безубыточности в различных периодах.

Расчет точки безубыточности ( $T_b$ ) в натуральном выражении выполняется следующим образом<sup>\*</sup>:

$$T_b = \frac{P_{пост}}{Ц_{ne} - P_{ne}},$$

где  $P_{пост}$  — величина постоянных расходов, руб. ;  
 $Ц_{ne}$  — цена единицы продукции, руб.;  
 $P_{ne}$  — величина переменных расходов в расчете на единицу продукции, руб.

Исходя из представленного выше выражения, можно рассчитать объем производства ( $O_n$ ), т.е. количество единиц продукции, выпуск которых позволит получить заданную величину прибыли:

$$O_n = \frac{P_{пост} + П}{Ц_{ne} - P_{ne}},$$

где  $П$  — заданная величина прибыли, руб.

Точка безубыточности в стоимостном выражении равна:

$$T_b = \frac{P_{пост}}{1 - \left( \frac{P_{ne}}{Ц_{ne}} \right)}.$$

**Пример 13.** Имеются следующие исходные данные:

- постоянные расходы — 100 тыс. руб.;
- переменные расходы на единицу продукции — 70 руб.;
- цена единицы продукции — 110 руб.

Требуется:

1. Определить точку безубыточности в натуральном и стоимостном выражении.
2. Рассчитать объем продаж, обеспечивающий получение прибыли до вычета процентов по заемным средствам и налогов в размере 50 тыс руб.

Проведем необходимые расчеты:

$$T_b = \frac{100\ 000}{110 - 75} = 4\ 000 \text{ (единиц);}$$

---

\* Здесь и далее в данном разделе рассмотрен только один из нескольких возможных методов расчета рассматриваемых показателей.

$$T_6 = \frac{100\ 000}{1 - \left( \frac{75}{100} \right)} = 400\ 000 \text{ (единиц);}$$

$$O_n = \frac{100\ 000 + 50\ 000}{100 - 75} = 6\ 000 \text{ (единиц).}$$

Из представленных расчетов следует, что для того, чтобы покрыть все расходы, предприятию необходимо выпустить 4 000 единиц продукции, что составляет в стоимостном выражении 400 тыс. руб.; для получения прибыли в сумме 50 тыс. руб. необходимо выпустить 6 000 единиц продукции данного вида.

На практике задача определения точки безубыточности усложняется тем, что предприятие выпускает, как правило, несколько видов продукции, себестоимость которых различна. В этом случае при наличии точки безубыточности для деятельности предприятия в целом каждый отдельный вид продукции имеет свою точку безубыточности, и для управления операционной прибылью их необходимо рассчитать. Основная проблема, с которой сталкиваются предприятия при решении этой задачи, это выбор критерия распределения постоянных расходов. Ошибочный выбор этого критерия приводит к искажению величины себестоимости отдельных видов продукции и, следовательно, к неверным решениям по оптимизации структуры выпускаемой продукции. Рассчитаем точку безубыточности, приняв в качестве критерия распределения постоянных расходов выручку от реализации продукции.

**Пример 14.** Предприятие выпускает продукцию А и продукцию Б. Выпуск продукции характеризуется данными, представленными в табл. 19.

Таблица 19

№	Показатели	Продукция А	Продукция Б	Всего
1	Выручка от реализации продукции, тыс. руб.	40 000	70 000	110 000
2	Переменные расходы, тыс. руб.	36 000	52 500	88 500
3	Удельный вес переменных расходов в выручке	0.9	0.75	0.8045
4	Валовая маржа, тыс. руб. (стр. 1 – стр. 2)	4 000	17 500	21 500
5	Удельный вес валовой маржи в выручке	0.1	0.25	0.1955
6	Постоянные расходы, тыс. руб.			15 000
7	Прибыль, тыс. руб. (стр. 1 – (стр. 4 + стр. 6))			6 500

Проведем необходимые расчеты.

1. Точка безубыточности в целом по предприятию

$$T_b = \frac{15\ 000}{(1 - 0,8045)} = 76\ 726,3 \text{ (тыс. руб.)}.$$

2. Рассчитаем величину постоянных расходов и прибыли по отдельным видам продукции, выбрав в качестве критерия распределения выручку от реализации продукции (табл. 20).

Таблица 20

Показатели	Продукция А	Продукция Б
Доля выручки в общем объеме выручки	$40\ 000 / 110\ 000 = 0,3636$	$70\ 000 / 110\ 000 = 0,6364$
Постоянные расходы, тыс. руб.	$15\ 000 \times 0,3636 = 5\ 454$	$1\ 500 \times 0,6364 = 9\ 546$
Прибыль, тыс. руб.	$40\ 000 - 36\ 000 - 5\ 454 = - 1\ 454$	$70\ 000 - 52\ 500 - 9\ 546 = 7\ 954$
Точка безубыточности, тыс. руб.	$\frac{5\ 454}{(1 - 0,9)} = 54\ 540$	$\frac{9\ 546}{(1 - 0,75)} = 38\ 184$

Из данных табл. 20 следует, что выпуск продукции А не достиг точки безубыточности, продукции Б – значительно превысил ее.

3. В связи с нерентабельностью продукции А принято решение отказаться от ее производства без увеличения выпуска продукции Б. Необходимо определить финансовые последствия этого решения для предприятия.

Прибыль:  $70\ 000 - 52\ 500 - 15\ 000 = 2\ 500$  (тыс. руб.).

Точка безубыточности:  $\frac{15\ 000}{1 - 0,75} = 60\ 000$  (тыс. руб.).

Проведенные расчеты показывают, что отказ от производства нерентабельной продукции А при условии сохранения объема выпуска продукции Б привел к сокращению суммы прибыли с 6 500 до 2 500 тыс. руб.

Анализ результатов, полученных при проведении расчета, представленного выше, позволяет сделать следующие основные выводы:

— максимальное внимание необходимо уделить выбору критерия распределения постоянных расходов, в качестве которого могут выступать, например, прямые расходы основного (основных) вида сырья, составляющего основу продукции; сумма стоимости основного сырья и прямой заработной платы основных производственных рабочих; выручка от реализации продукции и пр.;

— в случае отказа от выпуска убыточных видов продукции необходимо принять управленческие решения, позволяющие компенсировать величину постоянных расходов, которая ранее приходилась на убыточную продукцию, например, разработать мероприятия по увеличению объема реализации сохраняемого ассортимента, освоению производства новых, более рентабельных видов продукции, диверсификации производства и иных, направленных на сохранение величины прибыли;

— при отсутствии возможности отказа от выпуска нерентабельной продукции целесообразно выявить пути, которые позволяют сократить убытки, например, расширить номенклатуру производимой продукции с целью перераспределения и снижения доли постоянных расходов, приходящихся на выпуск убыточного ассортимента, или осуществлять диверсификацию хозяйственной деятельности (в рамках имеющихся технологических и финансовых возможностей).

### **5.3. Взаимосвязь категорий «риск» и «леверидж»**

Текущая деятельность любого коммерческого предприятия всегда сопряжена с различными рисками. Риск является сложной и недостаточно изученной экономической категорией, имеющей свои особенности:

- одной из постоянных характеристик риска является его вероятностный характер, что связано с тем, что рисковое событие может произойти, а может и не произойти;
- практически всегда понятие риска связывается с ожиданием неблагоприятных последствий;
- уровень риска изменяется во времени: чем дальше отдалено от данного момента рассматриваемое событие, тем больше возрастает неопределенность, и сложнее оценить уровень риска данного события за счет того, что с течением времени генерируются новые факторы риска, которые, кроме того, вступают во взаимодействие между собой. При этом и сами эти факторы риска не всегда имеют стабильный характер и могут проявляться (или не проявляться) в различные отрезки времени.

Как уже отмечалось, риск — это возможность изменения предполагаемого результата, преимущественно в виде потерь, вследствие реализации одного из множества возможных вариантов сочетаний условий и факторов, влияющих на анализируемый объект.

В настоящее время в экономической литературе отсутствует единая, общепризнанная система классификации предпринимательских рисков, что связано со сложностью рисков как экономической категории. В основу существующих классификаций рисков положены различные признаки, в том числе:

- по сфере возникновения (производственно-операционные, формирующиеся в процессе производственной деятельности; коммерческие, связанные со сбытом произведенной продукции; финансовые, связанные с осуществлением операций с ценными бумагами; инвестиционные, возникающие в процессе инвестиционной деятельности и пр.);
- по времени возникновения (ретроспективные, текущие и перспективные);
- по факторам возникновения (политические и экономические);
- по степени управляемости (управляемые и неуправляемые);
- по характеру последствий (чистые, создающие только экономические потери для экономического субъекта; спекулятивные, вызывающие как получение убытков и потерь, так и получение дополнительной прибыли к предполагаемому результату) и т.д.

Кроме того, риски, сопровождающие текущую деятельность предприятия, можно условно разделить на две группы с точки зрения расположения в балансе объектов, генерирующих эти риски:

- производственные, непосредственно связанные с наличием определенной структуры операционных активов и структуры операционных расходов, которые обусловлены, прежде всего, отраслевыми особенностями производства;
- финансовые, связанные со структурой пассивов предприятия, отражающие использование нескольких источников финансирования активов.

Количественная оценка риска и факторов, его обуславливших, выполняется на основе анализа вариабельности прибыли. Взаимосвязь между прибылью и стоимостной оценкой затрат активов или источников этих активов, направленных предприятием на получение данной прибыли, характеризуется с помощью показателя *леверидж* (или *рычаг*).

#### 5.4. Эффект производственного левериджа

Производственный леверидж количественно характеризуется соотношением между постоянными и переменными расходами и вариабельностью показателя «прибыль до вычета процентов и налогов». Действие производственного левериджа проявляется в том, что за счет наличия в составе себестоимости постоянных расходов любое изменение выручки от реализации продукции всегда порождает более сильное изменение прибыли. Одним из показателей производственного левериджа является коэффициент производственного левериджа ( $K_{нл}$ ), который показывает удельный вес постоянных расходов в общей сумме расходов, т.е. соотношение между постоянными и переменными расходами.

$$K_{нл} = \frac{P_{пост}}{P_o},$$

где  $P_{пост}$  — величина постоянных расходов, руб.;  
 $P_o$  — общая сумма операционных расходов, руб.

$$\vartheta_{нл} = \frac{\Delta ВОП}{\Delta OP},$$

Эффект производственного левериджа ( $\vartheta_{нл}$ ) характеризует соотношение прироста операционной прибыли и объема реализации продукции.

где  $\Delta ВОП$  — темпы прироста валовой операционной прибыли, %;

$\Delta OP$  — темпы прироста объема реализации продукции, %.

В табл. 21 представлен расчет эффекта производственного левериджа на примере данных предприятий А и Б, рассматриваемых за три периода, в течение которых происходит стабильный рост объема реализованной продукции.

Рассчитаем эффект производственного левериджа ( $\vartheta_{нл}$ ) при увеличении объема производства и реализации продукции:

— в интервале от 80 до 130 тыс. руб.:

для предприятия А  $\vartheta_{нл} = \frac{134,62}{62,50} = 2,15;$

*Таблица 21*

Показатели	Предприятие А, периоды			Предприятие Б, периоды		
	80	130	180	80	130	180
1 Объем реализованной продукции (нетто-выручка), тыс руб	80	130	180	80	130	180
2 Удельный вес переменных расходов в объеме реализованной продукции	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
3 Сумма переменных расходов (стр 1 × стр 2 / 100), тыс руб	24	39	54	16	26	36
4 Валовая маржа (стр 1 – стр 3), тыс руб	56	91	126	64	104	144
5 Сумма постоянных расходов, тыс руб	30	30	30	45	45	45
6 Операционная прибыль (стр 4 – стр 5), тыс руб	26	61	96	19	59	99
7 Эффект производственного левериджа (стр 4 / стр 6)	2,15	1,49	1,31	3,37	1,76	1,45
8 Удельный вес валовой маржи в объеме реализованной продукции	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8
9 Точка безубыточности, (стр 5 / стр 8), тыс руб	42,86			56,25		
10 Запас финансовой прочности (стр 1 – стр 9), тыс руб % от выручки, %	37,14 46,43	87,14 67,03	137,14 76,19	23,75 29,69	73,75 56,73	123,75 68,75
11 Темпы прироста объема реализованной продукции, % к 1 периоду ко 2 периоду	– –	62,50 –	125,00 38,46	– –	62,50 –	125,00 38,46
12 Темпы прироста операционной прибыли, % к 1 периоду ко 2 периоду	– –	134,62 –	269,23 57,38	– –	210,53 –	421,05 67,80

для предприятия Б  $\mathcal{E}_{n.z} = \frac{210,53}{62,50} = 3,37;$

— в интервале от 130 до 180 тыс. руб.

для предприятия А  $\mathcal{E}_{n.z} = \frac{57,38}{38,46} = 1,49;$

для предприятия Б  $\vartheta_{нр} = \frac{67,80}{38,46} = 1,76$ .

Анализ полученных результатов показывает:

1. Оба предприятия преодолели точку безубыточности и получают операционную прибыль.
2. В условиях стабильного увеличения объема реализованной продукции (от 80 до 180 тыс. руб.) величина постоянных расходов сохраняется. Каждое из рассматриваемых предприятий получает эффект производственного левериджа ( $\vartheta_{нр}$ ) за счет наличия постоянных расходов.

3. При равном приросте объема реализации предприятие Б по сравнению с предприятием А получает значительно больший прирост операционной прибыли за счет более высокого удельного веса постоянных расходов. Так, например, расчет  $\vartheta_{нр}$  показывает, что при увеличении объема реализации на 62,5% (с 80 до 130 тыс. руб.) предприятие Б получает прирост валовой операционной прибыли на 210,53%, в то время как предприятие А — только на 134,62%.

4. С удалением от точки безубыточности эффект производственного левериджа снижается. Так, для предприятия А точка безубыточности составляет 42,86 тыс. руб., с увеличением выручки (в интервале от 80 до 180 тыс. руб.)  $\vartheta_{нр}$  уменьшается с 2,15 до 1,49. Аналогичная ситуация наблюдается и для предприятия Б.

5. Показатель «запас финансовой прочности» является показателем обратным показателю «эффект производственного левериджа» и отражает, какое максимальное сокращение объемов реализации (в стоимостном выражении или процентах) может быть допущено без перехода предприятия в зону убытков. Предприятие А, имеющее меньшее значение точки безубыточности, имеет больший запас финансовой прочности, чем предприятие Б.

На практике мы часто сталкиваемся с ситуацией, когда при наличии сложного финансового положения, вызванного неэффективной деятельностью самого предприятия или иными, внешними факторами, принимается решение о сокращении, в первую очередь, расходов на управление, что обеспечивает снижение абсолютной величины и, соответственно, доли постоянных расходов. Конечно, выполнение такого решения сразу обеспечивает снижение себестоимости продукции. В то же время, достигнутое сокращение доли постоянных расходов в последующих периодах (периодах подъема) снижает возможность получения эффекта производственного левериджа. Поэтому необходимо стремиться к обоснованной минимизации не только постоянных, но и переменных расходов, хотя, как правило, это значительно труднее.

### 5.5. Эффект финансового левериджа

Категория финансового левериджа характеризует взаимосвязь между собственным и заемным капиталом и вариабельностью показателя «прибыль после уплаты налогов». Чем выше доля заемного капитала в источниках финансирования, тем выше уровень финансового левериджа и уровень финансового риска компании, связанный с вероятностью неисполнения своих обязательств по обслуживанию и возвращению заемных средств.

Эффект финансового левериджа заключается в получении дополнительного прироста к рентабельности собственного капитала за счет привлечения кредитных ресурсов, несмотря на необходимость уплаты процентов за пользование этими ресурсами. Для расчета эффекта финансового левериджа ( $\mathcal{E}_{\text{фл}}$ ) применяется следующая формула:

$$\mathcal{E}_{\text{фл}} = (1 - C_{\text{пп}}) \times (K_{\text{вр}} - ПК) \times \frac{ЗК}{СК},$$

где  $C_{\text{пп}}$  — ставка налога на прибыль;  
 $K_{\text{вр}}$  — коэффициент валовой рентабельности активов, %;  
 $ПК$  — средняя величина процентов, начисляемых за пользование заемными средствами, %;  
 $ЗК$  — средняя сумма заемного капитала, руб.;  
 $СК$  — средняя сумма собственного капитала, руб.

Как видно из приведенной формулы, эффект финансового левериджа непосредственно зависит от трех составляющих, в том числе:

- налоговый корректор финансового левериджа ( $1 - C_{\text{пп}}$ ), который отражает степень влияния действующей ставки налога на прибыль на финансовый результат;
- дифференциал финансового левериджа ( $K_{\text{вр}} - ПК$ ), который характеризует разницу между валовой рентабельностью активов и средним размером процентов за привлеченные кредитные ресурсы;
- коэффициент (плечо) финансового левериджа ( $ЗК/СК$ ), который показывает соотношение заемного капитала к собственному.

**Пример 15.** В табл. 22 представлены показатели 5 предприятий, имеющих одинаковый уровень экономической рентабельности (15 %), но разную структуру используемого капитала: предприятие А пользуется только собственным капиталом, предприятия Б и В привлекают заемные средства в объемах соответственно 250 и 500 тыс. руб. под 10 % годовых; предприятия Г и Д привлекают заемные средства в объемах соответственно 250 и 500 тыс. руб. под 18 % годовых. Заемные средства привлекаются на 12 месяцев. Рассчитать эффект финансового левериджа.

Таблица 22

Показатели	Предприятие				
	А	Б	В	Г	Д
1. Средняя стоимость активов, тыс. руб.	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
2. Средняя величина собственного капитала, тыс. руб.	1 000	750	500	750	500
3. Средняя величина заемного капитала, тыс. руб.	—	250	500	250	500
4. Сумма операционной прибыли (без учета расходов на уплату процентов за кредит), тыс. руб.	150	150	150	150	150
5. Коэффициент рентабельности активов (без учета расходов на уплату процентов за кредит) (стр.4 × 100 / стр.1)	15	15	15	15	15
6. Средний уровень процентов за кредит, %	—	10	10	18	18
7. Сумма начисленных процентов за кредит (стр.3 × стр.6 / 100), тыс. руб.	—	25	50	45	90
8. Сумма валовой операционной прибыли с учетом расходов на уплату процентов за кредит, тыс. руб.	150	125	100	105	60
9. Ставка налога на прибыль, в долях единицы	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24
10. Сумма налога на прибыль* (стр. 8 × стр. 9), тыс. руб.	36,0	30,0	24,0	25,2	14,4
11. Сумма прибыли, оставшейся после вычета налога на прибыль (стр. 8 – стр. 10), тыс. руб.	114,0	95,0	76,0	9,8	45,6
12. Коэффициент финансовой рентабельности, % (стр. 11 × 100 / стр. 2)	11,4	12,67	15,20	10,64	9,12
13. Эффект финансового левериджа по отношению к предприятию А	—	+1,27	+3,8	-0,76	-2,28

\* В рамках данного расчета расходы на уплату налогов, учитываемых в составе операционных расходов (налога на имущество, транспортного и пр.). не учтены

\*\* Сумма налога на прибыль рассчитана без учета норм, установленных 25-й главой «Налог на прибыль» НК РФ

Рассчитаем эффект финансового левериджа с помощью ранее представленной формулы.

$$\mathcal{E}_{fl} = (1 - 0,24) \times (15 - 10) \times 250 / 750 = + 1,27\% \text{ — для}$$

предприятия Б;

$$\mathcal{E}_{fl} = (1 - 0,24) \times (15 - 10) \times 500 / 500 = + 3,8\% \text{ — для}$$

предприятия В;

$$\mathcal{E}_{fl} = (1 - 0,24) \times (15 - 18) \times 250 / 750 = - 0,76\% \text{ — для}$$

предприятия Г;

$$\mathcal{E}_{fl} = (1 - 0,24) \times (15 - 18) \times 500 / 500 = - 2,28\% \text{ — для}$$

предприятия Д.

Выполненные в рамках данного примера расчеты показывают:

1. Предприятие А является базой сравнения для остальных предприятий, так как не привлекает заемные средства, соответственно, эффект финансового левериджа у него отсутствует.

2. Несмотря на максимальную налоговую нагрузку по налогу на прибыль, предприятие А имеет наибольшую сумму прибыли к распределению по сравнению с остальными за счет того, что не несет расходов на уплату процентов по заемным средствам. В то же время в условиях необходимости сохранения достигнутых результатов (объемов производства и реализации продукции) оно не может сокращать величину собственного капитала, например, направить прибыль на выплату дивидендов собственникам, что, как правило, не отвечает интересам последних.

3. Предприятия Б и В имеют положительное значение дифференциала финансового левериджа ( $15 - 10 = 5$ ). В условиях положительного дифференциала максимальный эффект получает предприятие, имеющее наибольший удельный вес заемных средств в общей сумме функционирующего капитала (в данном случае — предприятие В).

4. Предприятия Г и Д имеют отрицательное значение дифференциала финансового левериджа ( $15 - 18 = -3$ ). В этом случае, чем выше удельный вес заемных средств в общей сумме функционирующего капитала предприятия, тем меньшая сумма прибыли приходится на собственный капитал.

**Управление эффектом финансового левериджа требует понимания возможности использования каждого из его факторов:**

— в настоящее время налогообложение прибыли выполняется в соответствии с положениями 25-й главы НК РФ, которая установила единую налоговую ставку (24 %) для всех видов деятельности (за исключением случаев получения юридическими лицами дивидендов). В то же время, предприятие может направлять собственный капитал для участия в дочерних и иных структурах,

осуществляющих свою деятельность в экономических зонах, имеющих меньшую налоговую нагрузку на прибыль, или для ведения деятельности, имеющей более льготный режим налогообложения;

— наличие положительного дифференциала является главным условием, обеспечивающим рост рентабельности собственного капитала. Если дифференциал является отрицательной величиной, то предприятие в определенной части покрывает расходы на оплату заемных средств за счет чистой прибыли;

— коэффициент финансового левериджа является рычагом, который усиливает положительный или отрицательный эффект, получаемый за счет соответствующего значения его дифференциала. При неизменном дифференциале плечо финансового левериджа является главным фактором возрастания уровня рентабельности собственного капитала, в то же время резкое увеличение объемов заемного капитала снижает финансовую устойчивость предприятия, генерируя дополнительные риски потери создаваемой прибыли, а в крайних случаях — и потери самого предприятия.

В основе всех предыдущих рассуждений об эффекте финансового левериджа лежала предпосылка, заключающаяся в том, что все привлеченные заемные ресурсы являются платными. Однако практически всегда предприятие имеет кредиторскую задолженность, как внутреннюю, так и внешнюю, включая задолженность по оплате товаров (работ, услуг), которая является для них бесплатной (по крайней мере в сроки, установленные договорными отношениями). Рассмотрим на конкретном примере, какое влияние оказывает наличие кредиторской задолженности на рентабельность собственного капитала.

**Пример 16.** В табл. 23 представлены показатели 3 предприятий, имеющих одинаковый уровень экономической рентабельности (15 %), но разную структуру используемого капитала: предприятие А пользуется только собственным капиталом, предприятие Б пользуется только банковским кредитом (под 10 % годовых); предприятие В привлекает заемные средства на общую сумму 500 тыс. руб., в том числе: банковский кредит — 300 тыс. руб. (под 10 % годовых), кредиторскую задолженность — 200 тыс. руб. (беспроцентную).

Выполненные расчеты позволяют сделать следующие основные выводы:

1. Наличие кредиторской задолженности, не требующей оплаты, усиливает эффект финансового рычага, одновременно усиливая при этом риск потери финансовой устойчивости.

*Таблица 23*

Показатели	Предприятие		
	A	B	V
1. Средняя стоимость активов, тыс. руб.	1 000	1 000	1 000
2. Средняя сумма собственного капитала, тыс. руб.	1 000	500	500
3. Средняя сумма заемных средств (ЗС), тыс. руб., в том числе:	—	500	500
— сумма банковского кредита, тыс. руб.	—	500	300
— удельный вес от суммы заемных средств, %	—	100	60
— сумма кредиторской задолженности, тыс. руб.	—	—	200
— удельный вес от суммы заемных средств, %	—	—	40
4. Сумма валовой прибыли (без учета расходов на уплату % за кредит), тыс. руб.	150	150	150
5. Коэффициент рентабельности активов (без учета расходов на уплату % за кредит) (стр. 4 × 100 / стр.1)	15	15	15
6. Средний уровень % за банковский кредит, %	—	10	10
7. Сумма % за кредит (стр. 3 × стр. 6 / 100)**, тыс. руб	—	50	30
8. Сумма валовой прибыли с учетом расходов на уплату % за кредит, тыс. руб	150	100	120
9. Ставка налога на прибыль, в должностях единицы	0,24	0,24	0,24
10. Сумма налога на прибыль (стр. 8 × стр. 9), тыс. руб.	36	24,0	28,8
11. Сумма чистой прибыли (стр. 8 – стр. 10), тыс. руб	114	76,0	91,2
12. Коэффициент финансовой рентабельности, % (стр.11 × 100/ стр. 2)	11,40	15,20	18,24
13. Эффект финансового левериджа по отношению к предприятию А	—	+3,80	+6,84

2. Для получения достоверной оценки эффекта финансового рычага при решении практических задач, связанных с привлечением кредитов, из расчетов необходимо исключать кредиторскую задолженность.

Необходимо отметить, что действие производственного и финансового левериджа определяет появление сопряженного эффекта производственно-финансового левериджа, уровень воздействия которого можно представить в виде произведения силы воздействия обоих видов левериджа. Несмотря на то, что наглядно представить экономический смысл этого показателя достаточно проблематично, из факта его наличия следует:

- одновременное действие производственного и финансового левериджа усиливает экономические риски, которые связаны с каждым из этих видов левериджа, генерируя дополнительные риски;
- для обеспечения нейтрализации действия дополнительных рисков необходим поиск компромисса между допустимыми уровнями риска: высокий производственный леверидж целесообразно сочетать с низким финансовым, и наоборот, высокому финансовому левериджу должен соответствовать низкий уровень производственного левериджа.

### **5.6. Дивидендная политика**

*Дивиденды* представляют собой денежный доход собственников от вложения своих денежных средств и иного имущества в капитал компании, возможность получения которого и величина зависят от эффективности работы предприятия. Под термином «дивидендная политика» понимают механизм формирования доли прибыли, выплачиваемой собственникам в соответствии с долей их вклада в общую сумму собственного капитала предприятия. Дивидендная политика является составной частью общей политики управления прибылью; ее основной целью является оптимизация пропорций между распределяемой и капитализируемой частями прибыли с целью максимизации рыночной стоимости предприятия и обеспечения его стратегического развития.

На большинстве предприятий России пока не сложилась практика формирования обоснованной и целенаправленной дивидендной политики в связи с тем, что значительная часть коммерческих организаций до настоящего времени была занята развитием бизнеса и направляла полученную прибыль в первую очередь на реинвестирование. Кроме того, отсутствие потребности в получении дивидендов у отдельных собственников являлось следствием того, что наличие теневого бизнеса в ряде организаций позволяло получать неучтенные доходы, выведенные из-под

налогообложения. Однако ситуация меняется: многие коммерческие структуры уже достигли определенного уровня развития, налоговое законодательство совершенствуется и ужесточается, и собственники уже хотят получать дивиденды в установленном законом порядке. Поэтому разработка и проведение продуманной дивидендной политики становится актуальной и необходимой. Вспомним порядок распределения прибыли после налогообложения:

- из суммы прибыли после уплаты налога на прибыль вычитываются обязательные отчисления в резервный капитал (при наличии таких обязательств);
- оставшаяся прибыль делится на потребляемую и капитализируемую части в соответствии с принятой дивидендной политикой;
- сформированный фонд потребления распределяется на фонд дивидендных выплат и фонд стимулирования персонала по итогам финансового года.

Источником выплаты дивидендов является прибыль компании, оставшаяся после налогообложения за отчетный финансовый год. Однако могут быть ситуации, когда при получении убытков в отчетном году компания направляет на выплату дивидендов нераспределенную прибыль прошлых лет, хотя это является недостаточно корректным в связи с тем, что эта прибыль уже реинвестирована в производство (в соответствии с действующим законодательством это не отражается в балансе). В практике зарубежных компаний выплаты дивидендов в подобных условиях осуществляются для поддержания положительного имиджа и избежания резкого «броса» акций их держателями на фондовом рынке. Однако следует иметь в виду, что такая практика может носить исключительный характер.

Реальная возможность выплаты дивидендов зависит от действия ряда факторов, выступающих в качестве ограничений, в том числе:

- ограничения правового характера, которые с позиции законодательства устанавливают, какая часть собственного капитала может быть направлена на выплату дивидендов;
- ограничения контрактного характера, которые предполагают сохранение определенной доли нераспределенной прибыли для обеспечения обслуживания своих обязательств, и в первую очередь, долгосрочных кредитов;

- ограничения в связи с недостаточной ликвидностью, предполагающие, что дивиденды могут быть выплачены только при наличии возможности их выплаты без урона для платежеспособности предприятия;
- ограничения в связи с расширением производства, выражающиеся в том, что многие предприятия, особенно на стадии становления, сталкиваются с проблемой острой нехватки капитала для реинвестирования;
- ограничения, связанные с интересами акционеров, которые основаны на том, что в основе дивидендной политики должен лежать принцип максимизации совокупного дохода акционеров, имея в виду рост рыночной стоимости компании;
- ограничения рекламно-информационного характера, которые требуют стабильной выплаты дивидендов для поддержания положительного имиджа компании и дополнительного привлечения инвесторов и акционеров.

В соответствии с российским законодательством акционерные общества имеют право объявлять о выплате дивидендов ежеквартально, 1 раз в полгода или ежегодно. В то же время общества не вправе принимать решение о выплате дивидендов в следующих случаях, когда не полностью оплачен уставный капитал, обществом не выкуплены в полном объеме собственные акции, по которым у владельцев возникло право требовать их выкупа, на момент выплаты дивидендов общество является банкротом или станет таковым после выплаты дивидендов и иных, установленных Законом «Об акционерных обществах».

При разработке дивидендной политики возможно использование трех основных подходов.

*Консервативный подход* предполагает приоритетное направление прибыли на цели реинвестирования, его реализация направлена в первую очередь на минимизацию риска потери финансовой устойчивости компаний. В рамках этого подхода используется:

- остаточная политика дивидендных выплат, которая предполагает, что фонд дивидендных выплат формируется после того, как удовлетворены потребности предприятия в источниках финансирования, в том числе на инвестиционные цели. Преимущество этой политики заключается в обеспечении высокой финансовой устойчивости за счет стабильного роста собственного капитала, недостаток — в неуверенности акционеров в возможности получения дивидендов в отдельные периоды;
- политика фиксированных дивидендных выплат, при которой выплата дивидендов на протяжении продолжительного периода

осуществляется в одних и тех же размерах, которые корректируются только при высоких темпах инфляции. Преимуществом политики является уверенность акционеров в получении стабильного дохода, недостатком — отсутствие непосредственной связи между величиной дивидендов и суммой полученной прибыли.

*Умеренный подход* предполагает стабильную выплату гарантированного минимума и выплату «экстра-дивидендов» — в случае получения успешного ведения деятельности и получения высокого уровня прибыли. Реализация этого подхода, с одной стороны, позволяет снизить риски снижения финансовой устойчивости, возрастающие при сокращении собственного капитала, а с другой стороны отвечает интересам акционеров, получающих стабильный доход.

*Агрессивный подход* заключается в первоочередном обеспечении высокого уровня дивидендных выплат. Реализация агрессивного подхода способствует генерированию дополнительных рисков потери финансовой устойчивости. В рамках этого подхода используется:

- политика стабильных дивидендов, которая предполагает применение долгосрочного нормативного коэффициента, равного отношению величины дивидендов (по обыкновенным акциям) к сумме распределяемой прибыли. Преимущество данной политики — непосредственная связь между уровнем прибыли и величиной дивидендных выплат, недостаток — возможные существенные колебания в размере выплачиваемых дивидендов, являющиеся прямым следствием различной эффективности деятельности компании в отдельные периоды времени;

- политика постоянного возрастания дивидендов, которая предполагает стабильный рост дивидендов на одну акцию. Преимущество политики — формирование положительного имиджа компании, недостаток — необходимость отвлечения собственного капитала в возрастающих объемах и, соответственно, возникающие ограничения по величине реинвестируемой прибыли.

Выбор дивидендной политики непосредственно связан с оценкой изменения акционерного капитала при изменении размера дивидендов. Эта оценка производится на основе формулы Гордона:

$$C = \frac{D \times (1 + T_d)}{K_d - T_d},$$

где  $C$  — стоимость одной акции;

$D$  — величина дивиденда на одну акцию, выплаченная в отчетном периоде;

$T_d$  — ждаемый темп прироста дивидендов;

$K_d$  — коэффициент дисконтирования.

В рамках настоящего раздела изложены основные положения, которые необходимо учитывать при формировании дивидендной политики компании, более подробно аспекты ее разработки представлены в [4, 10].

### *Вопросы для самоконтроля*

1. Что такое капитал предприятия?
2. Что понимают под стоимостью капитала и как ее рассчитать?
3. Как формируется операционная прибыль предприятия?
4. Какой критерий лежит в основе деления текущих расходов на постоянные и переменные?
5. Что такое точка безубыточности и как она определяется?
6. Какие практические трудности возникают при расчете точки безубыточности и каковы пути их преодоления?
7. Как связаны между собой категории риска и левериджа?
8. Какими факторами определяются производственные риски? Что понимают под эффектом производственного левериджа?
9. В чем заключается эффект финансового левериджа? От каких факторов он зависит?
10. Какие наиболее важные аспекты формирования дивидендной политики Вы знаете?

## **СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ**

1. Анализ финансовой отчетности / Под ред. О.В.Ефимовой. М.: ОМЕГА, 2004.
2. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент. Полный курс: В 2 т. / Пер. с англ. СПб.: Экономическая школа, 1997.
3. Баканов М.И., Шеремет А.Д. Теория экономического анализа. М.: Финансы и статистика, 2003.
4. Бланк И.А. Финансовый менеджмент. Киев: Эльга; Ника-Центр, 2002.
5. Ван Хорн Д.К., Вахович Д.М. Основы финансового менеджмента. М.; Спб; Киев: Изд. дом «Вильямс», 2004.
6. Вахрушина М.А. Бухгалтерский управленческий учет. М.: ОМЕГА-Л, 2003.
7. Давыдова Л.А., Фальцман В.К. Экономика и управление предприятием. М.: Финансы и статистика, 2003.
8. Донцова Л.В., Никифорова Н.А. Анализ финансовой отчетности. М.: Дело и Сервис, 2003.
9. Ендовицкий Д.А. Инвестиционный анализ в реальном секторе экономики. М.: Финансы и статистика, 2003.
10. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. М.: Финансы и статистика, 2003.
11. Ковалев В.В. Методы оценки инвестиционных проектов. М.: Финансы и статистика, 2004.
12. Лисовская И.А. Бухгалтерский учет для менеджеров. М.: ТЕИС, 2005.
13. Москвин В.А. Управление рисками при реализации инвестиционных проектов. М.: Финансы и статистика, 2004.
14. Финансовый менеджмент / Под ред. Е.С. Стояновой. М.: Перспектива, 2003.
15. Шеремет А.Д., Негашев Е.В. Методика финансового анализа деятельности коммерческой организации. М.: ИНФРА-М, 2004.
16. Шмален Г. Основы и проблемы экономики предприятия / Пер. с нем. М.: Финансы и статистика, 1996.

## **Об авторе**

*Лисовская Ирина Анатольевна — кандидат экономических наук, доцент кафедры «Макро- и микроэкономика» Российской-немецкой высшей школы управления Академии народного хозяйства при Правительстве Российской Федерации. Ведет курсы по финансовому менеджменту, бухгалтерскому учету и аудиту, налоговой системе России.*

*Имеет практический опыт работы управления финансами в коммерческих организациях (1995—2005 гг.). В настоящее время сочетает научно-педагогическую деятельность в РНВШУ с аудиторской и консультационной практикой в области финансового менеджмента, бухгалтерского учета, налогообложения и является аттестованным аудитором.*

Лицензия ИД № 04386 от 26.03.2001 г.

Подписано в печать 01.12.2005 г. Формат 60x88/16

Печать офсетная. Печ. л. 7,5. Тираж 2000 экз. Зак. 6425

«ООО «ТЕИС»

115407, Москва, Судостроительная ул., 59

Отпечатано с готовых диапозитивов в филиале Государственного ордена

Октябрьской Революции, Ордена Трудового Красного Знамени

Московского предприятия «Первая Образцовая типография»

Федерального агентства по печати и массовым коммуникациям

115114, Москва, Шлюзовая наб., 10