

Министерство образования и науки Российской Федерации

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего профессионального образования
«Оренбургский государственный университет»

Е.В. Скобелева

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Рекомендовано Ученым советом федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Оренбургский государственный университет» в качестве учебного пособия для студентов, обучающихся по программам высшего профессионального образования по специальности 080105.65 Финансы и кредит и по направлениям подготовки 080200.62 Менеджмент, 080100.62 Экономика

Оренбург
2012

УДК 338.24(075.8)
ББК 65.291.9-21 я 73
С 44

Рецензенты

доцент, кандидат экономических наук Н.Д. Стеба

С 44 **Скобелева, Е. В.**
Финансовый менеджмент: учебное пособие / Е. В. Скобелева;
Оренбургский гос. ун-т. – Оренбург: ОГУ, 2012. - 325 с.
ISBN

Учебное пособие содержит комплекс вопросов, подлежащих рассмотрению в процессе разработки оптимальных управленческих решений в рамках системы управления финансами предприятия.

Пособие предназначено для студентов финансово-экономических специальностей, а также слушателей учебно-методических центров подготовки финансовых менеджеров и бухгалтеров.

УДК 338.24(075.8)
ББК 65.291.9-21я 73

Содержание

Введение.....	5
1 Теоретические и методологические основы финансового менеджмента.....	8
1.1 Цели и задачи финансового менеджмента. Функции финансового менеджера.....	8
1.2 Объекты финансового менеджмента. Финансовые ресурсы предприятия....	20
1.3 Показатели информационного обеспечения финансового менеджмента.....	24
1.4 Базовые концепции финансового менеджмента.....	28
1.5 Методы финансового менеджмента.....	32
1.6 Контрольные вопросы.....	35
2 Управление денежным потоком предприятия.....	36
2.1 Денежный поток предприятия: виды и методы расчета. Достоинства денежного потока перед другими финансовыми показателями, используемыми в финансовом менеджменте.....	36
2.2 Управление денежным оборотом предприятия.....	45
2.3 Контрольные вопросы.....	57
3 Управление затратами предприятия и финансовыми результатами предприятия.....	58
3.1 Классификации затрат предприятия.....	58
3.2 Методы управления затратами предприятия.....	69
3.3 Операционный анализ и его роль в финансовом менеджменте.....	80
3.4 Контрольные вопросы.....	86
4 Финансовые проблемы воспроизводства оборотных активов.....	88
4.1 Оборотные средства и оценка эффективности их использования.....	88
4.2 Определение потребности в оборотных средствах.....	98
4.3 Выбор источников финансирования оборотных активов.....	109
4.4 Контрольные вопросы.....	118
5 Управление элементами оборотных активов.....	119

5.1 Управление запасами.....	119
5.2 Управление дебиторской задолженностью.....	139
5.3 Управление денежными средствами.....	158
5.4 Контрольные вопросы.....	172
6 Управление инвестициями.....	173
6.1 Классификация инвестиций.....	173
6.2 Принципы и методы оценки реальных инвестиционных проектов.....	181
6.3 Оценка эффективности финансовых инвестиций.....	187
6.4 Принципы выбора источников финансирования инвестиционной деятельности предприятия.....	192
6.5 Контрольные вопросы.....	194
7 Управление структурой капитала предприятия.....	196
7.1 Цена основных источников капитала предприятия.....	196
7.2 Средневзвешенная и предельная цена капитала.....	206
7.3 Управление структурой капитала предприятия. Финансовый рычаг.....	214
7.4 Контрольные вопросы.....	223
8 Дивидендная политика и её влияние на стоимость компании.....	225
8.1 Порядок выплаты дивидендов акционерным обществом.....	226
8.2 Теории выплаты дивидендов.....	229
8.3 Типы дивидендной политики.....	233
8.4 Факторы, определяющие дивидендную политику. Оценка ее эффективности.....	241
8.5 Контрольные вопросы.....	247
9 Системы и методы финансового анализа.....	248
9.1 Цели, задачи и методы финансового анализа.....	248
9.2 Система показателей оценки имущественного и финансового состояния предприятия.....	256
9.3 Анализ и корректировка финансовой отчетности.....	283
9.4 Контрольные вопросы.....	291
10 Финансовое планирование и прогнозирование на предприятии.....	293
10.1 Содержание, цели и задачи финансового планирования и прогнозирования на предприятии.....	293
10.2 Методы финансового планирования и прогнозирования.....	297
10.3 Виды финансовых планов предприятия.....	301
10.4 Контрольные вопросы.....	311
Список использованных источников.....	313

Введение

Для предприятий, действующих в конкурентном окружении, первостепенную роль приобретают проблемы в области финансового обеспечения деятельности предприятия и оптимального распределения ресурсов. Несмотря на то, что хозяйствующие субъекты могут самостоятельно формировать свою финансовую и производственную политику, однако они зачастую не могут самостоятельно, качественно и эффективно ее реализовывать, поскольку современный бизнес задает все больше и больше сложных вопросов, на которые предприятиям необходимо искать оптимальные ответы. Поиск таких ответов должен осуществляться в рамках финансового менеджмента как одной из ключевых подсистем общей системы управления предприятием.

В данном учебном пособии предпринята попытка решения проблемы эффективности финансового управления предприятием за счет обособленного представления содержания функций финансового менеджера во взаимосвязи таких смежных наук, как экономический анализ, менеджмент и финансы.

Научная и методологическая проработанность любой любого труда характеризуется логичностью его структурирования. Учитывая, что финансовый менеджмент может рассматриваться с двух сторон:

1) как система принятия управленческих решений по оптимизации финансов предприятия;

2) как содержательный аспект деятельности финансовых менеджеров, раскрывающих последовательность их действий в рамках конкретной управленческой задачи, содержание данного учебного пособия построено во взаимной увязке разделов, в каждом из которых акцентируется внимание на одном из ключевых вопросов работы финансового менеджера.

В разделе 1 дана общая характеристика финансового менеджмента как системы управления финансами предприятия. Обсуждены цели финансового менеджмента, их значение, условия реализации, выявлены объекты и субъекты управления, представлены основные направления работы финансового менеджера,

раскрыты фундаментальные концепции, разработанные в рамках теории финансов, на которых базируется финансовый менеджмент.

В разделе 2 рассмотрено содержание политики управления денежными потоками предприятия, в рамках которой осуществляется финансирование текущей деятельности предприятия, организация движения денежных средств и оптимизация их остатков, имеющие целью обеспечения платежеспособности и ритмичности текущих платежей при одновременном повышении рентабельности деятельности предприятия.

Раздел 3 посвящен решению ключевых вопросов в области управления затратами с целью их минимизации повышения эффективности деятельности предприятия. При этом проанализированы действующие классификации затрат в бухгалтерском, налоговом и управленческом учете, рассмотрены методы учета затрат, раскрыто содержание операционного анализа как одного из инструментов финансового менеджмента в области управления затратами и финансовыми результатами.

В разделе 4 представлен подход к формированию оборотных активов предприятия как важнейшего фактора обеспечения непрерывности его текущей деятельности. Особое внимание уделено стратегиям финансирования оборотных активов, реализация которых в определенных условиях позволит финансовому менеджеру изменить соотношение между риском потери платежеспособности и рентабельностью деятельности.

Раздел 5 раскрывает этапы политики управления основными элементами оборотных активов: производственными запасами, дебиторской задолженностью, денежными средствами при этом акцент делается на оптимизации размеров указанных элементов, при которой обеспечивается минимизация издержек их создания и повышение прибыльности компании.

В разделе 6 представлена методика оценки эффективности инвестиций предприятия, объем которых выступает важнейшим показателем развития хозяйствующего субъекта. При этом управление инвестиционной деятельностью рассматривается с позиций оценки эффективности инвестиций в так называемые

реальные активы и инвестиций в финансовые активы. Соблюдение принципов выбора источников финансирования инвестиционной деятельности поможет финансовому менеджеру обеспечить максимальный разрыв между рентабельностью инвестиций и уровнем инвестиционных затрат.

В разделе 7 раскрыта политика управления источниками финансовых ресурсов как области деятельности финансового менеджера, имеющей целью обеспечение финансовой устойчивости и повышение доходности собственников предприятия. В рамках главы проанализированы достоинства и недостатки привлечения собственного и заемного капитала, рассмотрены существующие теории структуры капитала, раскрыто содержание традиционного подхода к управлению структурой капитала, предполагающего оптимизацию соотношения собственного и заемного капитала на основе минимизации его цены и максимизации рентабельности собственного капитала.

Раздел 8 раскрывает возможные подходы к формированию дивидендной политики предприятия, заключающейся в оптимизации пропорций между потребляемой и капитализируемой частями чистой прибыли с целью максимизации рыночной стоимости предприятия. При этом отдельное внимание уделено оценке эффективности реализации дивидендной политики.

Разделы 9 и 10 дают представление о системах финансового анализа и финансового планирования, в рамках которых осуществляется формулирование общей финансовой стратегии, конкретизация и взаимоувязка финансовых целевых установок, их формализация и определение способов достижения.

Освещение материала сопровождается многочисленными рисунками, схемами, практическими примерами, расчетами и ссылками на действующее российское законодательство.

1 Теоретические и методологические основы финансового менеджмента

1.1 Цели и задачи финансового менеджмента. Функции финансового менеджера

Деятельность любой компании начинается с решения нескольких ключевых вопросов:

- определение состава и структуры имущества предприятия, необходимого для реализации стратегии развития компании;
- определение объема и оптимальной структуры источников финансирования активов;
- эффективная организация управления финансовой деятельностью компании.

Решаются эти вопросы в рамках финансового менеджмента как системы эффективного управления финансовыми ресурсами, являющиеся одной из ключевых подсистем общей системы управления компанией.

Чтобы определить, что представляет собой элемент системы, необходимо понять, что такое система в целом. В данном случае для понимания сущности и роли финансового менеджмента в деятельности предприятия следует раскрыть понятие управления предприятием.

В широком смысле управление рассматривается как процесс поддержания функционирования системы посредством целенаправленного воздействия на объект управления с целью изменения его состояния¹⁾. Румянцева Е.Е. утверждает, что понятие управления шире понятия менеджмента, объясняя это тем, что управление может осуществляться на макро- и микроуровне, а менеджмент – только на микроуровне. На наш взгляд, такая позиция не является оправданной, поскольку управление – это и есть менеджмент²⁾, объектом которого является экономическая система (или любая другая) вне зависимости от ее масштаба.

¹⁾ Румянцева, Е.Е. Новая экономическая энциклопедия / Е.Е. Румянцева. М.: Инфра-М, 2010. С. 575.

²⁾ В переводе с английского языка менеджмент («management») означает управление.

Большой вклад в понимание сущности управления и в разработку методик его эффективного осуществления внес Файоль А., который выделил деятельность по управлению в отдельное направление предпринимательской деятельности компании. Файоль А. определил пять элементов менеджмента, согласно которым «управлять – значит прогнозировать и планировать, организовывать, руководить командой, координировать и контролировать»³⁾. Предложенные Файолем А. элементы системы управления определяют основные направления управленческой деятельности компании.

Однако определение элементов и направлений процесса управления не дает представление о конечном результате управленческой деятельности. Чтобы определить результат управления необходимо решить проблему его эффективности. Эффективность представляет собой соотношение между результатами и затратами. При этом затраты характеризуют объем и качество вводимых ресурсов, а результативность – степень достижения поставленных целей организаций. Друкер П., пытаясь решить вопросы эффективного управления, приходит к выводу, что эффективное управление предполагает «уравновешивание различных целей, расстановку приоритетов по множеству целей, которые имеет организация»⁴⁾. В результате управление – это не только процесс, включающий отдельные элементы, но и система, эффективность функционирования которой измеряется степенью достижения поставленных целей компании при минимальных издержках.

Таким образом, управление предприятием (менеджмент предприятия) – это система, функционирование которой направлено на достижение поставленных целей развития и включает процессы планирования, прогнозирования, организации, руководства и контроля.

Финансовый менеджмент является самой важной подсистемой менеджмента предприятия, поскольку в современных условиях в рамках финансового менеджмента реализуются все или несколько функций остальных подсистем. Финансовый менеджмент в переводе с английского языка означает «управление

³⁾ Пью, Д.С. *Writers on organizations*. Хрестоматия / Д.С. Пью, Д.Дж. Хиксон. Penguin Books, 1989. С.101.

⁴⁾ Друкер, П. *Эффективное управление*: пер. с англ. / П. Друкер. М.: ООО «Издательство Астрель», 2004. С. 251.

финансами» (financial management) и как отдельное научное направление появился сравнительно недавно в рамках современной теории финансов в результате синтеза теории управления, теории финансов и аналитического аппарата бухгалтерского учета⁵⁾. Поскольку свое начало данное научное направление берет в работах американских и западноевропейских ученых, то для определения основ финансового менеджмента необходимо рассмотреть содержание понятия «финансовый менеджмент компании» и в зарубежной, и в отечественной науке.

Финансовый менеджмент компании в работах зарубежных ученых рассматривается чаще всего как процесс принятия решений в сфере финансов⁶⁾, или как совокупность управленческих решений «в связи с приобретением, финансированием и управлением активами, направленными на реализацию определенной цели»⁷⁾.

В отечественной литературе финансовый менеджмент чаще всего рассматривается также с позиции принятия финансовых решений. Однако при этом отечественные ученые по-разному определяют содержание финансовых решений и выделяют различные критерии оценки эффективности реализаций таких решений.

У Павловой Л.Н. финансовый менеджмент представляет собой «стратегию и тактику финансового обеспечения деятельности предприятия, позволяющих управлять денежными потоками и находить оптимальные финансовые решения» (согласно данному определению финансовый менеджмент является неким инструментом, позволяющим управлять отдельными объектами)⁸⁾. Вальтер О.Э., Понеделкова Е.Н., Корнилин Д.А. рассматривают финансовый менеджмент как науку об управлении формированием, распределением и использованием финансовых ресурсов предприятия и эффективным оборотом его денежных средств с целью укрепления «финансового положения предприятия с помощью использования научных основ прогнозирования ситуации на рынке, современных

⁵⁾ Ковалев, В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалев. М.: Финансы и статистика, 2007. С. 36.

⁶⁾ Бригхем, Ю. Финансовый менеджмент: полный курс в 2 т; / Ю. Бригхем Ю., Л. Гапенски; под. ред. В.В. Ковалева: пер. с англ. СПб: Экономическая школа, 2001. Т. 1. С. 29.

⁷⁾ Ван Хорн, Дж. К. Основы финансового менеджмента / Дж. К. Ван Хорн, Дж. М. Вахович: пер. с англ. М.: Изд. дом «Вильямс», 2008. С. 20.

⁸⁾ Павлова, Л.Н. Финансовый менеджмент / Л.Н. Павлова. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. С. 8.

методов финансового анализа и инноваций»⁹⁾. Интересным с точки зрения логики построения является определение, предложенное Португаловой О.В., согласно которому финансовый менеджмент - это система «рационального управления движением денежных потоков, возникающих в процессе хозяйственной деятельности предприятия, для достижения поставленной цели». При этом под рациональным управлением движением денежных потоков Португалова О.В. предполагает оптимизацию финансовых средств предприятия «для достижения максимального дохода»¹⁰⁾. Румянцева Е.Е. определяет финансовый менеджмент как управление финансами предприятия, направленное на одновременное максимальное соблюдение интересов всех сторон (собственников, руководства, работников, самого предприятия, бюджета и общества)¹¹⁾, что в принципе невозможно, поскольку в большинстве случаев удовлетворение интересов одних сторон ведет к ущемлению интересов других.

В дальнейшем рекомендуем придерживаться мнения Бланк И.А., определяющего финансовый менеджмент как систему «принципов и методов разработки и реализации управленческих решений, связанных с формированием, распределением и использованием финансовых ресурсов предприятия и организацией оборота его денежных средств»¹²⁾.

Предметом изучения финансового менеджмента является система форм, методов и приемов, с помощью которых осуществляется управление объектом финансового менеджмента¹³⁾.

Цель финансового менеджмента нельзя определить однозначно: ею могут быть выживание фирмы в конкурентных условиях, максимизация рыночной стоимости, рост объемов продаж, максимизация прибыли, минимизация расходов, обеспечение рентабельности, избежание банкротства и т.д. В качестве цели финансового менеджмента большинство американских и западноевропейских ученых рассматривают *обеспечение максимизации благосостояния собственников*

⁹⁾ Вальтер, О.Э. Финансовый менеджмент / О.Э. Вальтер, Е.Н. Понеделкова, Д.А. Корнилин. М.: Колос, 2002. С. 11-12.

¹⁰⁾ Финансы организаций (предприятий) / под ред. проф. Н.Ф. Колчиной. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2007. С. 192.

¹¹⁾ Румянцева, Е.Е. Новая экономическая энциклопедия. М.: Инфра-М, 2010. С. 575.

¹²⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. Киев: Ника-Центр, 2001. Т. 1 С. 33.

¹³⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. К.: Ника-центр, 2001. Т. 1. С. 33.

предприятия в текущем и перспективном периоде, т.е. максимизация рыночной стоимости обыкновенных акций компании. В результате финансовый менеджмент представляет собой процесс принятия краткосрочных и долгосрочных управленческих решений в области финансов: соотношения риска и доходности, инвестиций, структуры капитала, дивидендной политики, управления оборотными активами и т.д., - направленных на достижение главной стратегической цели – максимизацию стоимости акций компании. Эта цель получает конкретное выражение в обеспечении максимизации рыночной стоимости предприятия.

Этот подход базируется на основной идее развития общества, согласно которой социальное и экономическое процветание общества можно достигнуть через частную собственность. С позиции инвесторов в основе такого подхода лежит предпосылка, что повышение достатка собственников предприятия заключается не столько в росте текущих прибылей предприятия, сколько в повышении рыночной стоимости их собственности. В результате любое финансовое решение, обеспечивающее в перспективе рост стоимости акции, а, следовательно, и рост стоимости предприятия, должно быть принято.

Следует отметить, что вышеизложенная главная цель финансового менеджмента вступает в противоречие с весьма распространенным мнением, что главной целью финансовой деятельности предприятия является максимизация прибыли, рентабельность деятельности и минимизация затрат. Дело в том, что максимизация рыночной стоимости предприятия далеко не всегда автоматически достигается при максимизации его прибыли. Так, полученная высокая по сумме и уровню прибыль может быть полностью израсходована на цели текущего потребления, в результате чего предприятие будет лишено основного источника формирования собственных финансовых ресурсов для своего развития (а неразвивающееся предприятие утрачивает в перспективе достигнутую конкурентную позицию на рынке, сокращает потенциал формирования собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников, что, в конечном итоге, снижает его рыночную стоимость). Кроме того, высокий уровень прибыли предприятия может достигаться при соответственно высоком уровне финансового

риска и угрозе банкротства в последующем периоде, что также может обусловить снижение его рыночной стоимости. Согласно данному подходу в рыночных условиях максимизация прибыли, рентабельность деятельности и минимизация затрат могут выступать как важнейшие задачи финансового менеджмента, но не как главная его цель.

Реализация изложенной главной цели финансового менеджмента на практике не всегда очевидна. Во-первых, подход, основанный на максимизации рыночной стоимости предприятия, предполагает вероятностную оценку будущих доходов, расходов, денежных поступлений и риска. Во-вторых, данная цель может не достигаться в отдельных случаях (например, на предприятии с единоличным владельцем, который может решиться на рискованное вложение капитала, что может снизить цену акций и предприятия). Кроме того, максимизация рыночной стоимости акции как главная цель финансового менеджмента применима только лишь в том случае, если на рынке капиталов нет дискриминации и ограничений в установлении цен на акции, что совсем не характерно для российского финансового рынка (акции большинства средних и мелких предприятий вообще не котируются на рынке). Поэтому целесообразнее для некоторых российских предприятий реализовывать другую цель финансового менеджмента – **обеспечение ликвидности предприятия за счет роста объемов производства и сбыта**. Это утверждение обосновывается приоритетностью размеров предприятия перед его прибыльностью¹⁴⁾.

Таким образом, в результате возникает альтернативность целей финансового менеджмента: рентабельность или ликвидность.

В процессе реализации своей главной цели финансовый менеджмент направлен на решение следующих основных задач:

1) обеспечение формирования достаточного объема финансовых ресурсов в соответствии с задачами развития предприятия в определенном периоде. Эта задача реализуется путем:

- определения общей потребности в финансовых ресурсах предприятия на

¹⁴⁾ Ковалев, В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалев. М.: Финансы и статистика, 2007. С. 34-35.

предстоящий период;

- максимизации объема привлеченных собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников;

- определения целесообразности формирования собственных источников финансовых ресурсов за счет внешних источников;

- управления привлечением заемных финансовых средств;

- оптимизации структуры источников формирования ресурсного финансового потенциала;

2) обеспечение эффективного использования сформированного объема финансовых ресурсов в разрезе основных направлений деятельности предприятия.

Оптимизация распределения сформированного объема финансовых ресурсов предусматривает:

- установление необходимой пропорциональности в их использовании на цели производственного и социального развития предприятия;

- выплаты необходимого уровня доходов на инвестированный капитал собственникам предприятия и т.п.

В процессе производственного потребления сформированных финансовых ресурсов в разрезе основных направлений деятельности предприятия должны быть учтены стратегические цели его развития и возможный уровень отдачи вкладываемых средств;

3) оптимизация денежного потока. Эта задача решается путем:

- эффективного управления денежными потоками предприятия в процессе кругооборота его денежных средств;

- обеспечением синхронизации объемов поступления и расходования денежных средств по отдельным периодам;

- поддержанием необходимой ликвидности его оборотных активов.

Одним из результатов такой оптимизации является минимизация среднего остатка свободных денежных активов, обеспечивающая снижение потерь от их неэффективного использования и инфляции. Если предприятие имеет чрезмерное количество наличности, то оно теряет прибыль, которую можно было бы получить

при инвестировании этих денег. Запас наличности должен соответствовать прогнозируемому движению наличности;

4) обеспечение максимизации прибыли предприятия. Максимизация прибыли достигается за счет:

- эффективного управления активами предприятия;
- вовлечения в хозяйственный оборот заемных финансовых средств;
- выбора наиболее эффективных направлений операционной и финансовой деятельности¹⁵⁾.

При этом для достижения целей экономического развития предприятие должно стремиться максимизировать чистую прибыль, остающуюся в его распоряжении, что требует осуществления эффективной налоговой, амортизационной и инвестиционной политики. Решая эту задачу, необходимо иметь в виду, что максимизация уровня прибыли предприятия достигается, как правило, при существенном возрастании уровня финансовых рисков, так как между этими двумя показателями существует прямая связь. Поэтому максимизация прибыли должна осуществляться в пределах допустимого финансового риска.

Финансовый менеджмент как управляющая система характеризуется наличием определенных субъектов и объектов управления. Субъект управления финансами, которым выступает финансовая служба или отдельный финансовый менеджер, в процессе принятия управленческих решений финансового характера воздействует на объект управления (рисунок 1).

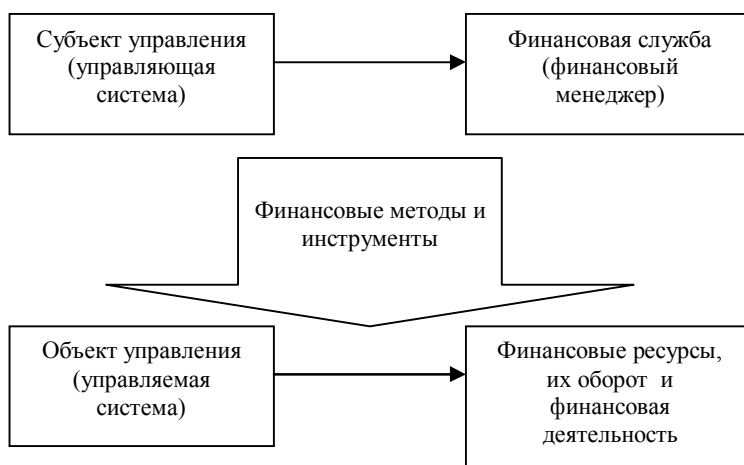


Рисунок 1 - Схема финансового управления на предприятии

¹⁵⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента. / И.А. Бланк. К.: Ника-Центр, 2001. Т. 1. С. 38.

В условиях рыночной экономики финансовый менеджер становится одной из ключевых фигур на предприятии. Он ответственен за постановку проблем финансового характера, анализ целесообразности выбора того или иного способа их решения и, иногда, за принятие окончательного решения по выбору наиболее приемлемого варианта действий. Финансовый менеджер часто входит в состав высшего управленческого персонала фирмы, поскольку принимает участие в решении всех важнейших вопросов.

В зависимости от масштаба предприятия функции финансового менеджера могут выполнять непосредственно директор (владелец), главный бухгалтер, финансовый директор или финансовый отдел.

Финансовый менеджмент реализует свою главную цель и решает основные задачи путем осуществления определенных функций. Можно выделить основные функции финансового менеджера в двух направлениях (рисунок 2)¹⁶⁾.

Функции финансового менеджера как представителя управляющей системы:

1) разработка финансовой стратегии предприятия.

В процессе реализации этой функции, исходя из общей стратегии и экономического развития предприятия и прогноза конъюнктуры финансового рынка, формируется система целей и целевых показателей финансовой деятельности на долгосрочный период; определяются приоритетные задачи, решаемые в ближайшей перспективе и разрабатывается политика действий предприятия по основным направлениям его финансового развития;

2) создание организационных структур (финансовых служб), обеспечивающих принятие и реализацию управленческих решений финансового характера.

Такие структуры строятся по иерархическому или функциональному признаку с выделением конкретных «центров ответственности». В процессе реализации этой функции финансового менеджмента необходимо обеспечивать постоянную адаптацию этих организационных структур к меняющимся условиям функционирования предприятия и направлений финансовой деятельности.

¹⁶⁾ Гаврилова, А.Н. Финансовый менеджмент: учеб. пособие / А.Н. Гаврилова, Е.Ф. Сысоева, А.И. Барабанов, Г.Г. Чигарев. М.: КНОРУС, 2006. С. 12

Организационные структуры финансового менеджмента должны быть интегрированы в общую организационную структуру управления предприятием;

3) формирование информационной системы, необходимой для принятия управленческих решений.

В процессе реализации этой функции должны быть определены объемы и содержание информационных потребностей финансового менеджмента, сформированы внешние и внутренние источники информации, удовлетворяющие эти потребности; организован постоянный мониторинг финансового состояния предприятия и конъюнктуры финансового рынка;

4) осуществление анализа и планирование имущественного и финансового положения предприятия.

В процессе реализации этой функции проводятся экспресс- и углубленный анализ отдельных финансовых операций; результатов финансовой деятельности отдельных дочерних предприятий, филиалов и «центров ответственности»; обобщенных результатов финансовой деятельности предприятия в целом и в разрезе отдельных ее направлений. При этом разрабатывается система текущих планов и оперативных бюджетов по основным направлениям финансовой деятельности, различным структурным подразделениям и по предприятию в целом. Основой такого планирования является разработанная финансовая стратегия предприятия, требующая конкретизации на каждом этапе его развития;

5) осуществление эффективного контроля за реализацией принятых управленческих решений.

Реализация этой функции финансового менеджмента связана с созданием систем внутреннего контроля на предприятии, разделением контрольных обязанностей отдельных служб и финансовых менеджеров, выделением системы контролируемых показателей и контрольных периодов, оперативным реагированием на результаты осуществляемого контроля.

Функции мобилизации и распределения финансовых ресурсов:

1) управление капиталом.

В процессе реализации этой функции определяется общая потребность в капитале для финансирования формируемых активов предприятия; оптимизируется структура капитала в целях обеспечения наиболее ее эффективного его использования; разрабатывается система мероприятий по рефинансированию капитала в более эффективные виды активов;

2) управление активами.

Данная функция заключается в выявлении реальной потребности в отдельных видах активов исходя из предусматриваемых объемов рациональной деятельности предприятия и определение их структуры в целом, оптимизации состава активов с позиций активности комплексного их использования, обеспечении ликвидности отдельных видов оборотных активов, выборе эффективных форм и источников их финансирования;

3) управление инвестициями.

Функциями этого управления являются формирование важнейших направлений инвестиционной деятельности предприятия; оценка инвестиционной привлекательности отдельных реальных проектов и финансовых инструментов и отбор наиболее эффективных из них; формирование реальных инвестиционных программ и портфеля финансовых инвестиций; выбор наиболее эффективных форм финансирования инвестиций;

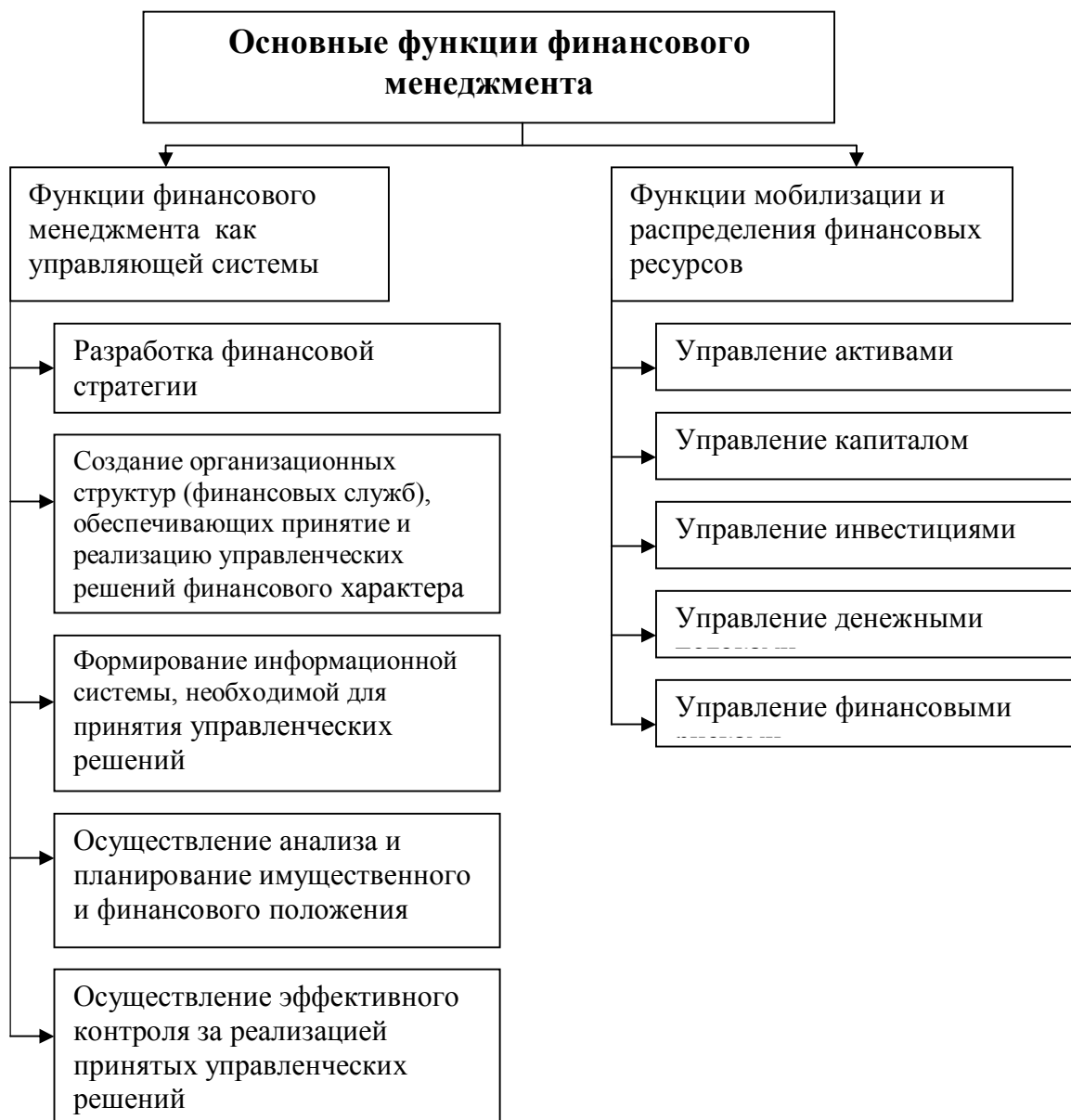


Рисунок 2 – Основные функции финансового менеджмента

4) управление денежными потоками.

Финансовый менеджер осуществляет формирование входящих и исходящих потоков денежных средств предприятия, их синхронизацию по объему и во времени, оптимизацию остатка временно свободных денежных активов;

5) управление финансовыми рисками.

В процессе реализации этой функции выявляется состав основных финансовых рисков, присущих хозяйственной деятельности данного предприятия; осуществляется оценка уровня рисков и объем связанных с ними возможных финансовых потерь в

разрезах отдельных операций и по хозяйственной деятельности в целом; формируется система мероприятий по профилактике и минимизации отдельных финансовых рисков, а также их страхованию.

Обе группы функций взаимосвязаны. Они направлены на формирование и поддержание оптимальной структуры финансовых ресурсов предприятия в условиях рыночного риска в целях максимизации доходов собственника¹⁷⁾.

1.2 Объекты финансового менеджмента. Финансовые ресурсы предприятия

Как и каждая управляющая система, финансовый менеджмент предполагает наличие определенного объекта управления.

Разные ученые в области финансового менеджмента выделяют различные объекты финансового управления. У Бриггема Ю.Ф. и Эрхардта М.С. объектом финансового менеджмента являются «потоки денежных средств», которые «фирмы производят»¹⁸⁾, у Ван Хорна Дж. К. и Ваховича Дж. М. – активы, с которыми финансовые менеджеры производят операции «по приобретению, финансированию и управлению»¹⁹⁾. Бланк И.А.²⁰⁾, Португалова О.В.²¹⁾, Павлова Л.Н.²²⁾ в качестве объекта финансового менеджмента рассматривают финансовые ресурсы и оборот денежных средств компании. Акодис И.А. считает, что финансовый менеджер управляет «совокупностью финансовых показателей и процессов», важнейшими из которых являются показатели эффективности²³⁾.

Поскольку действия финансового менеджера направлены на формирование, распределение и использование финансовых ресурсов предприятия, то в качестве

¹⁷⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента. / И.А. Бланк. К.: Ника-Центр, 2001. Т. 1. С. 46.

¹⁸⁾ Бриггем, Ю. Финансовый менеджмент / Ю. Бриггем, М. Эрхардт; под ред. к.э.н. Е.А. Дорофеева: пер. с англ., 10-е изд. СПб.: Питер, 2005. С. 58.

¹⁹⁾ Ван Хорн, Дж. К. Основы финансового менеджмента / Дж. К. Ван Хорн, Дж. М. Вахович: пер. с англ. М.: Изд. дом «Вильямс», 2008. С. 20.

²⁰⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента. / И.А. Бланк. К.: Ника-Центр, 2001. Т. 1. С. 33.

²¹⁾ Финансы организаций (предприятий) / под ред. проф. Н.Ф. Колчиной. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2007. С. 19.

²²⁾ Павлова, Л.Н. Финансовый менеджмент / Л.Н. Павлова. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. С. 20.

²³⁾ Финансовый менеджмент: уч. для вузов под ред. акад. Г.Б. Поляка. - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2008. С. 14.

объекта финансового менеджмента предлагаем рассматривать финансовые ресурсы и финансовую деятельность предприятия.

Согласно действующему российскому законодательству финансовая деятельность – это деятельность, связанная с осуществлением краткосрочных финансовых вложений, выпуском облигаций, иных ценных бумаг краткосрочного характера, выбытием ранее приобретенных на срок до 12 месяцев акций, облигаций и т.п.. Таким образом, финансовая деятельность может рассматриваться как одно из трех направлений деятельности компании, отражающее все денежные транзакции «с акционерами и транзакции по заимствованию и выплатам с кредиторами» краткосрочного характера²⁴⁾. Однако такое определение представляется достаточно узким по ряду причин.

Во-первых, существуют различия в определении финансовой деятельности организации в соответствии с международными и национальными стандартами финансовой отчетности. В международных стандартах финансовая деятельность (МСФО 7) - это деятельность, которая приводит к изменению в размере и составе собственного капитала и заемных средств компании, а согласно российским стандартам, финансовая деятельность связана с осуществлением краткосрочных финансовых вложений, выпуском облигаций, иных ценных бумаг краткосрочного характера, выбытием ранее приобретенных на срок до 12 месяцев акций, облигаций и т.п. Такие различия не позволяют однозначно классифицировать по видам деятельности один и тот же факт хозяйственной деятельности, в результате чего, например, денежные поступления при выпуске краткосрочных облигаций в российской практике классифицируются как финансовая деятельность, а долгосрочных – как инвестиционная; в МСФО денежные средства, привлеченные в результате эмиссии облигаций, классифицируются как финансовая деятельность²⁵⁾.

Во-вторых, на наш взгляд, финансовая деятельность предприятия представляет собой деятельность по формированию, распределению и использованию финансовых ресурсов предприятия, вследствие чего охватывает не

²⁴⁾ Морозов, С. Денежные потоки предприятия / С. Морозов // Финансовый менеджмент. – 2003. - № 1. С. 14 - 15.

²⁵⁾ Барабанов, А. Международные стандарты финансовой отчетности – Режим доступа: www.cfin.ru/ias/overview-3.shtml.

только финансовые отношения между компанией и ее заемщиками и кредиторами, но и все прочие финансовые отношения, связанные с производством и реализацией продукции, возникновением вновь созданной стоимости, осуществлением капитальных и финансовых вложений. Поэтому финансовую деятельность предприятия следует рассматривать гораздо шире взаимоотношений данного предприятия и его кредиторов, заемщиков и акционеров, вследствие чего гораздо шире следует рассматривать и понятие финансовый поток.

Финансовые ресурсы – это часть денежных средств в форме доходов и внешних поступлений (привлеченные и заемные средства), предназначенных для выполнения финансовых обязательств и осуществлению затрат по обеспечению расширенного воспроизводства²⁶⁾.

Финансовые ресурсы используются предприятием в процессе производственной и хозяйственной деятельности. Они находятся в постоянном движении и прибывают в денежной форме лишь в виде остатков денежных средств на расчетном счете в банке и в кассе предприятия.

Важнейшей характеристикой их сущности являются функции, которые выполняют финансовые ресурсы. Так, они играют важную роль в воспроизводственном процессе и его регулировании, распределении средств по направлениям их использования, стимулируют развитие хозяйственной деятельности и повышение ее эффективности и выполняют контрольную функцию.

К финансовым ресурсам предъявляются определенные требования:

- необходимо осуществлять их централизацию, что позволит обеспечить быструю маневренность и концентрацию средств на более важных направлениях хозяйственной деятельности;

- необходимо разрабатывать планы по поступлениям денежных средств и определению основных направлений их использования на предстоящий период и долгосрочную перспективу²⁷⁾.

²⁶⁾ Балабанов, И.Т. Основы финансового менеджмента / И.Т. Балабанов. М.: Финансы и статистика, 2001. С. 27.

²⁷⁾ Финансовый менеджмент: теория и практика: учеб. / Е.С. Стоянова, И.Т. Балабанов, И.А. Бланк; под ред. Е.С. Стояновой. 6-е изд., перераб. и доп. М.: Изд-во «Перспектива», 2008. С 47.

По своему происхождению финансовые ресурсы предприятия разделяются на внутренние и внешние (рисунок 3).

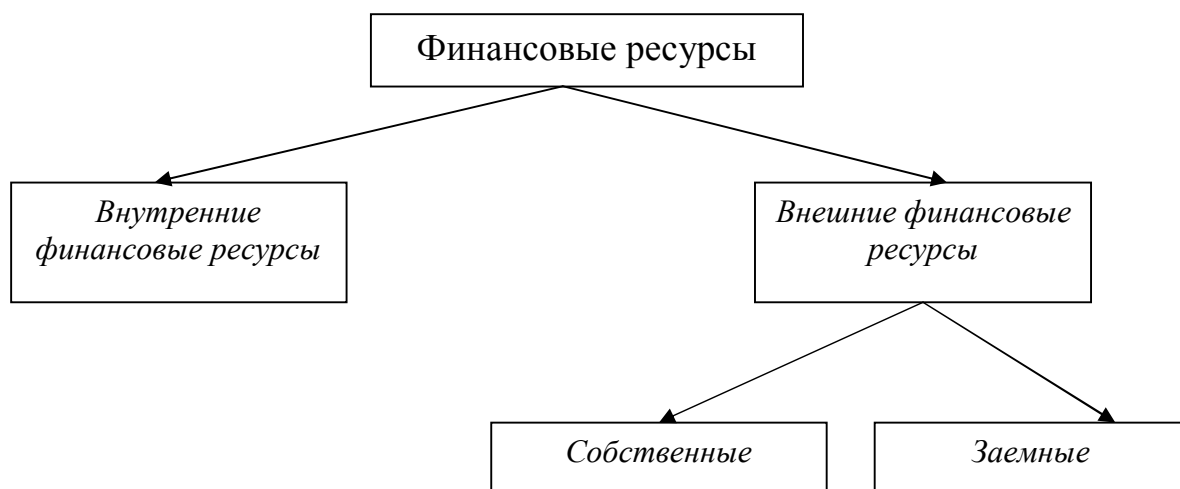


Рисунок 3 – Финансовые ресурсы предприятия

В свою очередь внутренние в реальной форме представлены в виде чистой прибыли и амортизационных отчислений. Внутренние финансовые ресурсы являются всегда собственными источниками финансирования.

Внешние или привлеченные финансовые ресурсы делятся на две группы: собственные и заемные.

Собственные внешние финансовые ресурсы – это базовая часть всех финансовых ресурсов, которая образуется на момент создания предприятия и находится в его распоряжении на всем протяжении жизни организации. Эту часть финансовых ресурсов принято называть уставным капиталом предприятия. К собственным привлеченным финансовым ресурсам относят также добавочный капитал и резервный капитал. К привлеченным средствам, приравненным к собственным, относятся средства, не принадлежащие предприятию, но временно находящиеся в его обороте, появляющиеся в силу особенностей расчетов (кредиторская задолженность перед поставщиками, задолженность перед работниками предприятия по заработной плате, задолженность перед бюджетом и внебюджетными фондами и другие временно образующиеся

задолженности).

Заемные финансовые ресурсы наиболее часто встречаются в форме банковских кредитов и ссуд, средств от выпуска и продажи ценных бумаг предприятия, займов от других небанковских субъектов рынка.

Все финансовые ресурсы предприятия как внутренние, так и внешние в зависимости от времени, в течение которого они находятся в распоряжении предприятия, делятся на краткосрочные и долгосрочные. Это деление достаточно условно, а масштаб временных интервалов зависит от финансового законодательства, правил ведения финансовой отчетности, национальных традиций.

1.3 Показатели информационного обеспечения финансового менеджмента

Эффективность каждой управляющей системы в значительной мере зависит от ее информационного обеспечения. От качества используемой информации при принятии управленческих решений зависят объем затрат финансовых ресурсов, уровень прибыли, рыночная стоимость предприятия, альтернативность выбора инвестиционных проектов и финансовых инструментов инвестирования и другие показатели, формирующие уровень благосостояния собственников предприятия и темпы его экономического развития.

Информационное обеспечение финансового менеджмента представляет собой процесс непрерывного целенаправленного подбора соответствующих информативных показателей, необходимых для осуществления анализа, планирования и подготовки эффективных управленческих решений по всем аспектам финансовой деятельности предприятия²⁸⁾. Информационные показатели финансового менеджмента призваны обеспечивать необходимой информацией не только управленческий персонал, но и удовлетворять интересы широкого круга внешних ее пользователей.

Состав показателей информационного обеспечения финансового

²⁸⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента. / И.А. Бланк. К.: Ника-Центр, 2001. Т. 1. С. 60.

менеджмента, их количество определяются отраслевыми особенностями деятельности предприятий, их организационно-правовой формой функционирования, объемом и степенью диверсификации финансовой деятельности и рядом других условий. Конкретные показатели информационного обеспечения финансового менеджмента формируются за счет как внешних, так и внутренних источников информации.

Показатели информационного обеспечения финансового менеджмента, формируемых из внешних источников, делятся на четыре основные группы:

1) показатели, характеризующие общеэкономическое развитие страны. Показатели этой группы служат основой проведения анализа и прогнозирования условий внешней финансовой среды при принятии стратегических решений в области финансовой деятельности. Формирование системы показателей этой группы основывается на публикуемых данных государственной статистики.

Показатели, входящие в состав первой группы, подразделяются на два блока: показатели макроэкономического развития (темпы роста внутреннего валового продукта, объем эмиссии денег в рассматриваемом периоде, среднедушевые доходы населения, объем вкладов населения в банках, индекс инфляции, уровень безработицы, ставка рефинансирования Центрального банка и другие) и показатели развития предприятий отдельного вида экономической деятельности (ВЭД) (объем произведенной (реализованной) продукции, его динамика в целом по ВЭД, общая стоимость активов предприятий, сумма собственного капитала предприятий, сумма прибыли предприятий, ставка налогообложения прибыли по основной деятельности, ставки налога на добавленную стоимость и акцизного сбора на продукцию, выпускаемую предприятиями данного ВЭД, индекс цен на продукцию ВЭД в рассматриваемом периоде);

2) показатели, характеризующие конъюнктуру финансового рынка.

Показатели этой группы служат для принятия управленческих решений в области формирования портфеля долгосрочных финансовых инвестиций, осуществления краткосрочных финансовых вложений и некоторых других аспектов финансового менеджмента. Формирование показателей этой группы основывается

на публикациях периодических коммерческих изданий, фондовой и валютной биржи, а также на соответствующих электронных источниках информации.

Показатели, входящие в состав второй группы, подразделяются на два блока: показатели, характеризующие конъюнктуру рынка фондовых инструментов (виды основных фондовых инструментов, обращающихся на биржевом и внебиржевом фондовом рынках, котируемые цены предложения и спроса основных видов фондовых инструментов, объемы и цены сделок по основным видам фондовых инструментов, сводный индекс динамики цен на фондовом рынке), и *показатели, характеризующие конъюнктуру рынка денежных инструментов* (кредитные ставки отдельных коммерческих банков, дифференцированная по срокам предоставления кредитов, депозитные ставка отдельных коммерческих банков, дифференцированные по видам вкладов; официальный курс отдельных валют, которыми оперирует предприятие в процессе внешнеэкономической деятельности; курс покупки - продажи аналогичных видов валют, установленный коммерческими банками)²⁹⁾;

3) показатели, характеризующие деятельность конкурентов и контрагентов.

Информативные показатели этой группы используется в основном для принятия оперативных управленческих решений по отдельным аспектам формирования и использования финансовых ресурсов. Эти показатели формируются обычно в разрезе таких блоков, как: «Банки», «Страховые компании», «Поставщики продукции», «Покупатели продукции», «Конкуренты». Источником формирования показателей этой группы служат публикации отчетных материалов в прессе, соответствующие рейтинги с основными результативными показателями деятельности, различные бизнес-справки, предоставляемые информационными агентствами, данные промышленного шпионажа.

Состав информативных показателей каждого блока определяется конкретными целями управления финансами, объемом операционной, инвестиционной и финансовой деятельности, деятельностью партнерских

²⁹⁾ Гаврилова, А.Н. Финансовый менеджмент: учеб. пособие / А.Н. Гаврилова, Е.Ф. Сысоева, А.И. Барабанов, Г.Г. Чигарев. М.: КНОРУС, 2006. С. 25.

отношений и другими условиями;

4) нормативно-регулирующие показатели.

Эти показатели учитываются в процессе подготовки финансовых решений, связанных с особенностями государственного регулирования финансовой деятельности предприятий, Источником формирования показателей этой группы являются нормативно-правовые акты, принимаемые различными органами государственного управления.

Показатели информационного обеспечения финансового менеджмента, формируемых из внутренних источников, делятся на три группы:

1) показатели, характеризующие финансовое состояние и результаты финансовой деятельности по предприятию в целом.

Показатели этой группы широко используются как внешними, так и внутренними пользователями. Они применяются в процессе финансового анализа, планирования, разработки финансовой стратегии и политики по основным аспектам финансовой деятельности, дают наиболее агрегированное представление финансовом состоянии предприятия. Формирование показателей этой группы основывается на данных бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности предприятия³⁰⁾;

2) показатели, характеризующие финансовые результаты деятельности отдельных структурных подразделений предприятия.

Эта группа показателей используется для текущего и оперативного управления практически всеми аспектами финансовой деятельности предприятия. Формирование показателей этой группы основывается на данных управленческого учета³¹⁾;

3) нормативно-плановые показатели.

Эти показатели используются в процессе текущего и оперативного контроля за ходом осуществления финансовой деятельности. Они формируются непосредственно на предприятии по двум блокам: внутренние нормативы

³⁰⁾ Ковалев, В.В. Финансовый анализ: методы и процедуры / В.В. Ковалев. М.: Финансы и статистика, 2006. С. 352.

³¹⁾ Шеремет, А.Д. Управленческий учет: учеб. пособие / А.Д. Шеремет, И.М. Волков, С.М. Шапигузов; под ред. А.Д. Шеремета. М.: ФБК-ПРЕСС, 2004. С.39.

регулирующие финансовое развитие предприятия (нормативы отдельных видов активов предприятия, нормативы соотношения отдельных видов активов и структуры капитала, нормативы удельного расхода финансовых ресурсов и затрат и т.п.) и плановые показатели финансового развития предприятия.

1.4 Базовые концепции финансового менеджмента

Финансовый менеджмент базируется на ряде взаимосвязанных концепций, развитых в рамках теории финансов. основополагающими являются следующие:

1) концепция использования ретроспективных и прогнозных данных.

Ретроспективный подход означает, что финансовый менеджер, основываясь на информации прошлых лет, выявляет тенденции развития предприятия и планирует с учетом этих тенденций. Такой подход возможен, если анализируемые данные сопоставимы и сильно не отличаются.

Принцип использования прогнозных данных предполагает, что финансовый менеджер использует свои знания и опыт, анализирует риски исходя из заданной внешней среды. В большинстве случаев целесообразнее основываться и на ретроспективных данных и использовать прогнозную информацию. С одной стороны, данные прошлых лет являются более надежными, чем прогнозные, с другой стороны - внешние условия подвержены изменениям. А поскольку задача финансового менеджера состоит в определении будущих результатов, то прошлые показатели должны использоваться лишь как дополнительные для характеристики будущих доходов;

2) концепция денежного потока предполагает идентификацию денежного потока, его продолжительность и вид, оценку факторов, определяющих величину его элементов, выбор коэффициента дисконтирования и оценку риска, связанного с данным потоком³²⁾;

3) концепция приведения будущих доходов к текущей стоимости (концепция «время – деньги»). Необходимость применения этого принципа обоснована

³²⁾ Ковалев, В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалев. М.: Финансы и статистика, 2007. С. 63.

изменением стоимости денежной единицы во времени (денежная единица, имеющаяся сегодня, и денежная единица, ожидаемая к получению, не равноценны), что вызвано действием следующих причин:

- оборачиваемостью – заключается в том, что денежные средства, как и любой актив, должны генерировать доход по ставке, которая представляется приемлемой владельцу этих средств;

- инфляцией;

- риском неполучения ожидаемого дохода³³⁾.

Приведение будущих доходов к текущей стоимости осуществляется по формуле (1.1).

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{FV_i}{(1+r)^i}, \quad (1.1)$$

где PV – текущая стоимость дохода;

FV – будущая стоимость дохода;

r – ставка дисконтирования;

i — порядковый номер периода.

Пример - Рассчитайте суммарную текущую стоимость денежных потоков, возникающих в конце года, если ставка дисконтирования равна 12 %. Денежные потоки по годам составили: первый год — 200 тыс. р.; второй год — 0; третий год — 600 тыс. р.; четвертый год — 800 тыс. р.

Решение.

$$PV = \frac{200000}{(1+0,12)^1} + \frac{0}{(1+0,12)^2} + \frac{600000}{(1+0,12)^3} + \frac{800000}{(1+0,12)^4} = 1114,054 \text{ тыс. р.}$$

В случае если проценты начисляются несколько раз в год, то данная формула модифицируется (1.2).

³³⁾ Бахрамов, Ю.М. Финансовый менеджмент: учеб. пособие / Ю.М. Бахрамов, В.В. Глухов. СПб.: Лань, 2006. С. 67.

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{FV_i}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^{i \cdot m}}, \quad (1.2)$$

где m — количество начислений в год;

4) концепция компромисса между риском и доходностью состоит в том, что получение любого дохода в бизнесе сопряжено с риском, причем связь между этими характеристиками прямопропорциональная, то есть, чем выше требуемая доходность, тем выше риск неполучения этой доходности. Финансовым менеджером могут ставиться предельные задачи: минимизация риска или максимизация прибыли, но эффективное управление предполагает разумное соотношение между этими показателями. Категория риска используется в оценке инвестиционных проектов, формировании инвестиционного портфеля, выборе финансовых инструментов, принятии решений по структуре капитала³⁴⁾;

5) концепция стоимости капитала. Обслуживание того или источника капитала обходится предприятию неодинаково. Каждый источник финансирования имеет свою стоимость: например, за банковский кредит необходимо платить проценты, за выпуск акций – выплачивать дивиденды и т.п. Количественная оценка стоимости капитала имеет важнейшее значение в анализе инвестиционных проектов и выборе альтернативных вариантов финансирования деятельности предприятия³⁵⁾;

6) концепция асимметричной информации. Отдельные категории лиц могут владеть информацией, недоступной всем участникам рынка в равной мере. В этом случае говорят о наличии асимметричной информации. Носителями такой информации чаще всего могут быть менеджеры и отдельные владельцы предприятия. Эта информация может использоваться ими различными способами.

Асимметричность информации способствует существованию рынка капитала, так как каждый потенциальный инвестор имеет собственное мнение по поводу соответствия цены и внутренней стоимости финансового инструмента. Каждый полагает, что именно он обладает некой информацией, недоступной другим

³⁴⁾ Гаврилова, А.Н. Финансовый менеджмент: учеб. пособие / А.Н. Гаврилова, Е.Ф. Сысоева, А.И. Барабанов, Г.Г. Чигарев. М.: КНОРУС, 2006. С. 14.

³⁵⁾ Бахрамов, Ю.М. Финансовый менеджмент: учеб. пособие / Ю.М. Бахрамов, В.В. Глухов. СПб.: Лань, 2006. С. 163.

участникам рынка. Чем большее число участников придерживается такого мнения, тем более активно осуществляются операции купли-продажи на рынке;

7) концепция агентских отношений. Большинству предприятий присущ разрыв между функцией владения и функцией управления и контроля. Интересы владельцев предприятия и его управленческого персонала могут не совпадать (например, альтернативное решение – получение сиюминутной прибыли или получение большей прибыли в перспективе). Чтобы сгладить возможные противоречия между участниками группы, в частности, ограничить возможность нежелательных действий менеджеров, владельцы предприятия вынуждены нести так называемые агентские издержки. Их величина должна учитываться при принятии управленческих решений финансового характера³⁶⁾;

8) концепция учёта альтернативных решений. Он играет важную роль в оценке вариантов возможного вложения капитала, использования производственных мощностей, выбора политики кредитования покупателей и других случаях. Поскольку любое решение финансового характера почти всегда связано с отказом от альтернативного варианта, то решение обычно принимается в результате сравнения альтернативных затрат. Альтернативные затраты - доход, который могла бы получить компания, если бы выбрала иной вариант использования ресурсов. Например, предприятие имеет свободные производственные мощности: оно может либо использовать их для расширения масштабов деятельности, либо сдать их в аренду с целью получения лизинговых платежей. Неполученный доход по одному из двух вариантов будет считаться альтернативными затратами при реализации другого варианта³⁷⁾;

9) концепция временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта. Смысл ее состоит в том, что предприятие, однажды возникнув, будет существовать всегда. Хотя эта концепция достаточно условна, однако, основывая предприятия, его владельцы обычно исходят из стратегических установок. Данная концепция служит основой стабильности и определенной

³⁶⁾ Бригхем, Ю. Финансовый менеджмент / Ю. Бригхем, М. Эрхардт; под ред. к.э.н. Е.А. Дорофеева: пер. с англ., 10-е изд. СПб.: Питер, 2005. С. 47.

³⁷⁾ Бахрамов, Ю.М. Финансовый менеджмент: учеб. пособие / Ю.М. Бахрамов, В.В. Глухов. СПб.: Лань, 2006. С. 84.

предсказуемости динамики цен на фондовом рынке, дает возможность использования фундаменталистического подхода для оценки финансовых активов и т.д.³⁸⁾.

1.5 Методы финансового менеджмента

Важной составной частью финансового менеджмента являются методы управления деятельностью предприятия: финансовый анализ, планирование финансовых ресурсов, контроль за потоком денежных средств.

Финансовый анализ предприятия предполагает комплексное изучение деятельности предприятия за прошедший период, выявление тенденций его дальнейшего развития, установление его объективного финансового состояния, выявление резервов и определение путей лучшего использования ресурсов.

Целью финансового анализа является получение количественной оценки результатов деятельности предприятия в разрезе отдельных ее аспектов, небольшого числа ключевых, наиболее информативных параметров, дающих объективную и точную картину финансового состояния предприятия.

Анализ проводится с помощью специальных методов и приемов (сравнение показателей и результатов в различные периоды деятельности, балансовый метод, расчет коэффициентов и т.д.).

Аналізу подлежат состояние и динамика, как всего имущества предприятия, так и его составных частей, а также источники образования этого имущества. Особое внимание обращается на структуру активов, на динамику, состояние и объем собственных средств, уровень обеспеченности ими; на долю заемных средств; на показатели иммобилизации оборотных средств, направления иммобилизации.

На основе данных финансового анализа делаются выводы о финансовом

³⁸⁾ Гаврилова, А.Н. Финансовый менеджмент: учеб. пособие / А.Н. Гаврилова, Е.Ф. Сысоева, А.И. Барабанов, Г.Г. Чигарев. М.: КНОРУС, 2006. С. 15.

состоянии и разрабатываются мероприятия по его улучшению³⁹⁾.

Финансовое планирование. Финансовое планирование представляет собой процесс разработки системы финансовых планов и плановых (нормативных) показателей по обеспечению развития предприятия необходимыми финансовыми ресурсами и повышению эффективности его финансовой деятельности в предстоящем периоде. Объектом финансового планирования являются финансовые ресурсы, движение которых относительно отграничено от движения материально-вещественных элементов производства.

Цель финансового планирования состоит в обеспечении соответствия между наличием финансовых ресурсов и потребностью в них; в выявлении источников формирования финансовых ресурсов и поиске наиболее дешевых и эффективных вариантов их использования; установлении оптимальных пропорций распределения финансовых ресурсов по элементам; в определении конкретных направлений использования средств. Диспропорции, допущенные в планировании или текущей деятельности, ведут либо к недостатку, либо к избытку денежных средств в обороте и отрицательно сказываются на движении ТМЦ, эффективности использования трудовых и материальных ресурсов.

В процессе финансового планирования выявляются резервы наиболее эффективного использования ресурсов, улучшения качества продукции, снижения ее себестоимости, уменьшения потребности в денежных средствах за счет вовлечения в оборот имеющихся материальных ценностей, сокращения расходов на содержание аппарата управления и т.д. В ходе финансового планирования также проверяется эффективность используемого на предприятии механизма цен на производимую продукцию и в случае необходимости разрабатываются меры по приведению его в соответствии с требованиями планируемого периода. В первую очередь это касается: объема дохода, на уровень которого цены влияют прямо и непосредственно, размеров нормируемых предприятием фондов, условий их образования и использования; последовательности удовлетворения потребностей в

³⁹⁾ Ковалев, В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалев. М.: Финансы и статистика, 2007. С. 180.

финансовых ресурсах в зависимости от размера полученного дохода⁴⁰⁾.

Финансовый контроль осуществляется на всех стадиях кругооборота и хозяйственной деятельности, во всех подразделениях и службах предприятия.

Финансовый контроль - это совокупность действий и операций по проверке финансовых и связанных с ними вопросов деятельности субъектов хозяйствования и управления с применением специфических форм и методов его организации.

Объектами финансового контроля на предприятии являются: основные и оборотные средства; фонды и резервы, образуемые предприятием; процесс производства; капитальное строительство; численность работающих и уровень эффективности использования трудовых ресурсов; себестоимость и прибыль; источники финансового обеспечения; обязательства предприятия.

Финансовый контроль проявляется, с одной стороны, в выявлении и фиксации фактов отклонений и нарушений в запланированном кругообороте капитала или неадекватного объема задействованных в обороте средств. Отклонения и нарушения проявляются в виде отсутствия денежных средств на расчетном счете, чрезмерного объема денежных средств, излишков запасов ТМЦ, готовой продукции и в расчетах.

С другой стороны, финансовый контроль предполагает разработку мер по ликвидации выявленных нарушений и системы профилактики и предупреждения их появления.

Финансовый контроль невозможен без объективных количественных показателей, норм и нормативов, с которыми сравниваются фактически достигнутые результаты⁴¹⁾.

⁴⁰⁾ Куницына, Н.Н. Финансовое планирование как элемент механизма корпоративного управления / Н.Н. Куницына // Экономический анализ: теория и практика. – 2006. - № 12. С. 4.

⁴¹⁾ Половинкин, С.А. Управление финансами предприятия: учеб.- прак. пособие / С.А. Половинкин. М.: ИД ФБК-ПРЕСС, 2001. С.28.

1.6 Контрольные вопросы

- 1 Раскройте понятие, цели и задачи финансового менеджмента.
- 2 Можно ли считать максимизацию прибыли целью деятельности предприятия?
- 3 Какова взаимосвязь между основными функциями финансового менеджера?
- 4 Ограничиваются ли управлением движением капитала функции финансового менеджера?
- 5 Определите источники финансирования деятельности предприятия и методы их мобилизации.
- 6 Охарактеризуйте основные методы финансового менеджмента.
- 7 Каковы основные концепции финансового менеджмента?
- 8 Как учитывается риск в финансовом менеджменте?
- 9 Какое значение в финансовом менеджменте имеет сопоставление различных вариантов решения задачи?
- 10 Чем определяется стоимость капитала предприятия?
- 11 Каковы причины неравноценности денег в разные периоды времени?
- 12 Прокомментируйте смысл идентификации денежных потоков во времени.
- 13 Какие финансовые рынки называются эффективными? Назовите виды эффективности финансовых рынков. Что подразумевается под повышением эффективности финансовых рынков?
- 14 Каким образом наличие ассиметричной информации влияет на состояние финансового рынка?
- 15 Что представляют собой агентские издержки в финансовом менеджменте?
- 16 Охарактеризуйте состав основных пользователей финансовой информации предприятия.
- 17 Определите требования к информации, используемой финансовым менеджером?
- 18 Каковы внешние источники информации финансового менеджмента? Внутренние источники? В каких случаях финансовый менеджер использует информацию, формируемую из внутренних источников?

19 Определите основные недостатки информационной базы, формируемой на основе финансового учета.

20 Определите преимущества использования информации управленческого учета по сравнению с использованием информации финансового учета.

2 Управление денежным потоком предприятия

2.1 Денежный поток предприятия: виды и методы расчета. Достоинства денежного потока перед другими финансовыми показателями, используемыми в финансовом менеджменте

Важным инструментом оценки, планирования и управления деятельностью предприятий являются финансовые показатели.

В финансовом менеджменте используются различные финансовые показатели. Наиболее важным и объективным показателем является денежный поток. Понятие «денежный поток» в финансовом менеджменте является фундаментальным.

Денежный поток — это сумма денежных средств, доступных собственникам предприятия после удовлетворения всех его потребностей в текущем финансировании и инвестициях. Кредиторы, инвесторы и акционеры уделяют большое внимание этому показателю.

Денежные потоки предприятия делят по различным признакам: по видам хозяйственной деятельности; по масштабам обслуживания хозяйственного процесса; по направленности движения денежных средств, по сфере обращения и другим (таблица 1)⁴²⁾.

Избыточный денежный поток характеризуется превышением поступления денежных средств над текущими потребностями предприятия. Его свидетельством является высокая положительная величина чистого остатка денежных средств, не используемого предприятием в процессе финансово-хозяйственной деятельности.

⁴²⁾ Чикарова, М.Ю. Денежные потоки предприятия: проблемы классификации / М.Ю. Чикарова // Экономический анализ: теория и практика. – 2005. - № 8. С. 16.

Таблица 1 – Классификация денежных потоков предприятия

Классификационный признак	Наименование денежного потока
Вид хозяйственной деятельности	- финансовые потоки от текущей деятельности предприятия; - финансовые потоки от инвестиционной деятельности предприятия; - финансовые потоки от финансовой деятельности предприятия.
Масштаб обслуживания финансово-хозяйственных процессов	- финансовые потоки по предприятию в целом; - финансовые потоки по отдельным структурным подразделениям предприятия; - финансовые потоки по отдельным хозяйственным операциям.
Направленность движения	- входящие финансовые потоки; - исходящие финансовые потоки.
Сфера обращения	- внешние финансовые потоки; - внутренние финансовые потоки.
Оценка во времени	- текущий денежный поток; - будущий денежный поток.
Достаточность объема	- избыточный денежный поток; - оптимальный денежный поток; - дефицитный денежный поток.
Непрерывность формирования	- регулярный денежный поток; - дискретный денежный поток.

Когда поступающих денежных средств недостаточно для удовлетворения текущих потребностей предприятия, формируется дефицитный денежный поток даже при положительном значении суммы чистого остатка денежных средств он может характеризоваться как дефицитный, если эта сумма не обеспечивает плановую потребность в денежных средствах по всем предусмотренным направлениям финансово-хозяйственной деятельности предприятия. Отрицательное значение суммы чистого остатка автоматически делает этот поток дефицитным.

Оптимальный денежный поток характеризуется сбалансированностью поступления и использования денежных средств, способствующей формированию их оптимального остатка, позволяющего предприятию выполнять свои обязательства и поддерживать максимально возможную рентабельность денежных средств.

Регулярный денежный поток характеризуется поступлением и использованием денежных средств, которые в рассматриваемом периоде осуществляются постоянно

по отдельным периодам.

Дискретный денежный поток характеризуется поступлением и использованием денежных средств, связанным с осуществлением единичных финансово-хозяйственных операций⁴³⁾.

Денежный поток может быть определен двумя способами: прямым методом и косвенным методом.

Прямой метод основан на изучении и анализе денежных счетов предприятия и отчета о движении денежных средств (Приложение N 2 к Приказу Министерства финансов Российской Федерации от 2 июля 2010 г. N 66н)⁴⁴⁾. В данном случае определяют разницу между притоком денежных средств, складывающимся из выручки от реализации продукции, работ и услуг, авансов полученных и др., и оттоком денежных средств, связанным с оплатой счетов поставщиков, возвратом полученных кредитов и займов и т.д.

Прямой метод считается более сложным, так как он основан на изучении всех денежных операций и определении, к какому виду деятельности они относятся: основной, инвестиционной или финансовой. Прямой метод позволяет судить о ликвидности предприятия, но не раскрывает взаимосвязи полученного финансового результата и изменения величины денежных средств.

Косвенный метод заключается в корректировке чистой прибыли и основывается на данных бухгалтерской отчетности (бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках)⁴⁵⁾ и первичных учетных документах (например, ведомости начисления амортизации по основным средствам). Он позволяет объяснить причину расхождения между прибылью и, например, сокращением денежных средств за период⁴⁶⁾.

При расчёте денежного потока косвенным методом рассматривают два вида потоков: денежный поток для собственного капитала и денежный поток для

⁴³⁾ Сорокина, Е.М. Анализ денежных потоков предприятия: теория и практика в условиях реформирования российской экономики / Е.М. Сорокина. – 2-е изд. М.: Финансы и статистика, 2007. С. 33

⁴⁴⁾ О формах бухгалтерской отчетности организаций: приказ Минфина России от 02.7.2010 г. № 66 н. – Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>.

⁴⁵⁾ О формах бухгалтерской отчетности организаций: приказ Минфина России от 02.7.2010 г. № 66 н. – Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>.

⁴⁶⁾ Финансовый менеджмент: теория и практика: учеб. / Е.С. Стоянова, И.Т. Балабанов, И.А. Бланк; под ред. Е.С. Стояновой. 6-е изд., перераб. и доп. М.: Изд-во «Перспектива», 2008. С. 78.

инвестированного капитала (рисунки 4 и 5).

Денежный поток для собственного капитала = Чистая прибыль + Амортизация + Увеличение долгосрочной задолженности — Увеличение собственного оборотного капитала — Капитальные вложения.

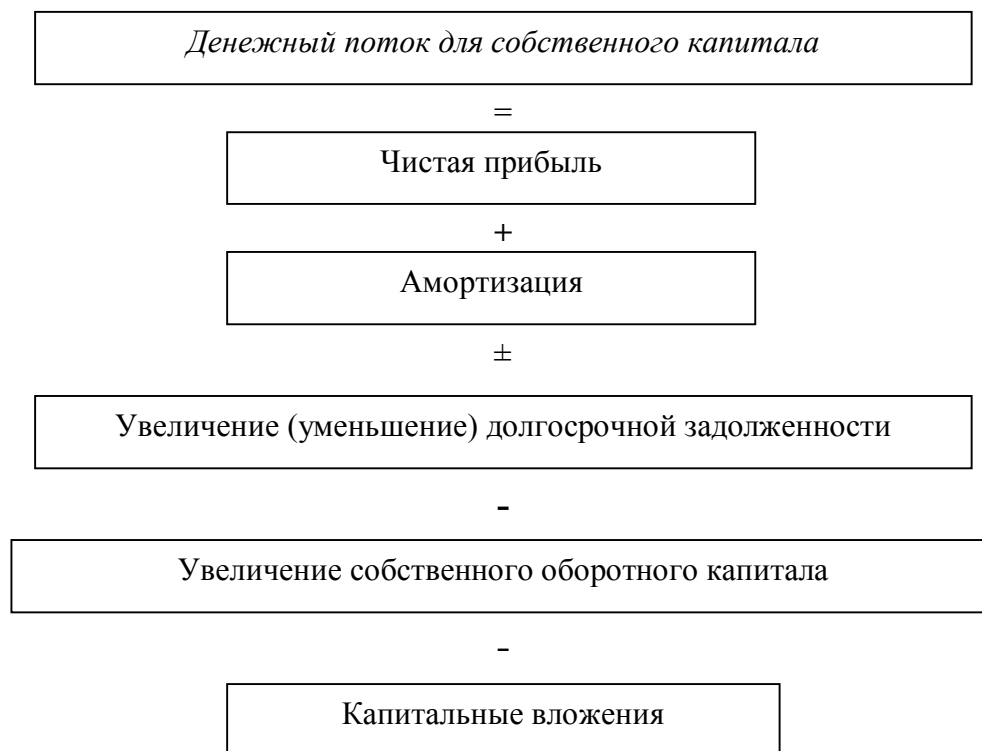


Рисунок 4 – Расчет денежного потока для собственного капитала

Денежный поток для всего инвестированного капитала = Чистая прибыль + Амортизация + Процентные выплаты по долгу, скорректированные на ставку налога на прибыль - Увеличение собственного оборотного капитала - Капитальные вложения.

$$\begin{array}{c}
\boxed{\text{Денежный поток для всего инвестированного капитала}} \\
= \\
\boxed{\text{Чистая прибыль}} \\
+ \\
\boxed{\text{Амортизация}} \\
+ \\
\boxed{\text{Процентные выплаты по долгу * (1-Ставка налога на прибыль)}} \\
- \\
\boxed{\text{Увеличение собственного оборотного капитала}} \\
- \\
\boxed{\text{Капитальные вложения}}
\end{array}$$

Рисунок 5 – Расчет денежного потока для всего инвестированного капитала

Применяя первую модель, рассчитывается рыночная стоимость акционерного капитала предприятия.

Применяя модель денежного потока для всего инвестированного капитала, мы условно не различаем собственный и заемный капитал. Исходя из этого, мы прибавляем к величине денежного потока выплаты процентов по задолженности, которые ранее были вычтены при расчете чистой прибыли. Поскольку проценты по задолженности вычитались из прибыли до уплаты налогов, возвращая их назад, следует уменьшить их сумму на величину налога на прибыль. Итогом расчета по этой модели является рыночная стоимость всего инвестированного капитала предприятия.

Рассмотрим подробнее каждый из компонентов денежного потока для собственного капитала.

Чистая прибыль — это финансовый результат деятельности предприятия, определяемый по данным бухгалтерского учета. Значение показателя чистой

прибыли берется по строке «Чистая прибыль» Отчета о прибылях и убытках.⁴⁷⁾

Амортизация представляет собой неденежную статью расходов. Амортизация - процесс переноса стоимости активов, приобретенных в текущем и предшествующих периодах, на себестоимость продукции, производимой при помощи данных активов по частям в течение всего срока его полезного использования.

Изменение в долговых обязательствах – величина, основанная на учете новых кредитов и платежей по существующим кредитам в течение периода.

Изменение потребности в собственных оборотных средствах – сумма денежных средств, вложенная в счета дебиторов и товарно-материальные запасы по мере роста бизнеса, или, напротив, сумма дополнительно привлеченных краткосрочных обязательств (кредиты банков, кредиторская задолженность). В первом случае происходит прирост собственных оборотных средств, а, значит, уменьшение денежного потока, во втором случае увеличивается сумма привлеченных в оборот предприятия средств, что увеличивает денежный поток.

Собственный оборотный капитал определяется двумя способами⁴⁸⁾, представленными на рисунке 6.

$$\begin{array}{l} \boxed{\text{Собственный оборотный капитал}} = \boxed{\text{Оборотные активы}} - \boxed{\text{Краткосрочные обязательства}} \\ \boxed{\text{Собственный оборотный капитал}} = \boxed{\text{Собственный капитал}} + \boxed{\text{Долгосрочные пассивы}} - \boxed{\text{Внеоборотные активы}} \end{array}$$

Рисунок 6 – Различные варианты расчета величины собственного оборотного капитала

Текущие активы (оборотные активы) – это активы, возобновляемые в течение одного производственного цикла и полностью переносящие свою стоимость

⁴⁷⁾ О формах бухгалтерской отчетности организаций: приказ Минфина России от 02.7.2010 г. № 66 н. – Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>.

⁴⁸⁾ Ковалев, В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В.В. Ковалев. М.: Проспект, 2009. С. 584.

на себестоимость готовой продукции.

Краткосрочные обязательства – это обязательства, которые предприятие должно погасить в течение года (в том числе, процентные выплаты по долгосрочному долгу и та часть долгосрочного долга, которая является текущей).

Величина собственных оборотных средств – это показатель, определяющий ликвидность фирмы. На величину оборотных средств влияют длительность производственного цикла, характер производства (прерывное или непрерывное), нормативная величина запасов, величина денежных средств, отвлеченных в дебиторскую задолженность и т.п.

Капитальные вложения – инвестиции для расширения производственных мощностей и инвестиции для замены существующих активов по мере их износа и устаревания. Капиталовложения учитываются в качестве расходов не тогда, когда они были сделаны, а через амортизационные отчисления в течение всего срока службы актива. Поэтому расходы денежных средств на капиталовложения должны быть вычтены при расчете денежного потока.

Одним из самых важных показателей финансово — хозяйственной деятельности предприятия является *прибыль*. Она складывается из результатов от трех видов деятельности предприятия: текущей (операционной), инвестиционной, финансовой.

Согласно российским стандартам текущая деятельность – это деятельность, связанная с выполнением производственно-коммерческих функций; инвестиционная деятельность – это деятельность, связанная с приобретением, созданием или выбытием земельных участков, зданий и иной недвижимости, оборудования, нематериальных активов, других внеоборотных активов; с осуществлением долгосрочных финансовых вложений в другие организации, выпуском облигаций, других ценных бумаг долгосрочного характера и т.п.; финансовая деятельность – это деятельность организации, связанная с привлечением финансирования на долговой или долевого основе, приводящим к изменению величины и структуры капитала и заемных средств организации (осуществлением краткосрочных

финансовых вложений, выпуском облигаций краткосрочного характера и т.п.)⁴⁹⁾

Формирование и распределение прибыли строится по схеме, представленной на рисунке 7.^{50),51)}



Рисунок 7 – Схема формирования показателей прибыли предприятия
Показатели прибыли не отражают действительную картину деятельности

⁴⁹⁾ Отчет о движении денежных средств: положение по бухгалтерскому учету: ПБУ 23/2011, утв. приказом Минфина России от 02.02.2011 г. № 11 н. – Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>.

⁵⁰⁾ Бухгалтерская отчетность организации: положение по бухгалтерскому учету 4/99, утв. приказом Минфина России от 6 июля 1999 г. № 43 н. – Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>.

⁵¹⁾ О формах бухгалтерской отчетности организаций: приказ Минфина России от 02.07.2010 г. № 66 н. – Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>.

предприятия и тем более перспективы его развития, так как предприятие может получить прибыль в настоящем периоде и не иметь достаточно производственных мощностей для получения прибыли в последующих периодах.

Если исходить из того, что денежный поток представляет собой финансовый результат деятельности предприятия, определенный «кассовым» методом, а прибыль – «методом начислений», то сосредоточение внимания на денежном потоке представляется особенно привлекательным в тех случаях, когда денежный поток дает лучшую оценку прибыли в экономическом смысле по сравнению с прибылью, определяемой в соответствии с принципами бухучета.

Преимущества показателя денежного потока по сравнению с показателем прибыли состоят в следующем.

Во-первых, денежные потоки не такие изменчивые, как прибыль.

Во-вторых, заинтересованные стороны скорее будут связаны с компанией, у которой есть денежные средства, чем с прибыльной компанией, которая не может рассчитаться по всем своим обязательствам.

В-третьих, понятие денежного потока включает такие денежные статьи, как капиталовложения и изменение потребности в собственных оборотных средствах. Эти статьи при расчете чистой прибыли предприятия не учитываются.

Денежные потоки, полученные с помощью прямого и косвенного методов, эквивалентны.

Помимо денежного потока и прибыли в финансовом менеджменте в качестве важнейшего показателя используют показатель активов, приведенных в балансе. *Активы* – ресурсы, контролируемые предприятием, от которых оно ожидает экономические выгоды в будущем. Заключенная в активах выгода представляет потенциал, который прямо или косвенно войдет в денежный поток предприятия. В связи с этим стоимость активов предприятия рассматривается как средство поддержания доходности компании и некоторая защита от риска будущего снижения ее стоимости в случае низкой прибыли или даже убытков.

Недостатком использования этого показателя является то, что балансовая стоимость активов, как правило, отличается от их рыночной оценки.

Активы являются относительным показателем деятельности предприятия по следующим причинам:

а) они важны не сами по себе, а как средство получения будущих доходов (денежных потоков, процентов, дивидендов);

б) не все активы приводятся и оцениваются в балансе;

в) собственность на активы предприятия не тождественна собственности на акционерный капитал.

Реже, как показатель хозяйственной деятельности предприятия, используют дивиденды. *Дивиденды* – часть прибыли акционерного общества, ежегодно распределяемая между акционерами после уплаты налогов, отчисления средств на расширение производства, пополнения резервов, выплаты процентов и вознаграждений работникам. Дивиденды являются относительным финансовым показателем, характеризующим деятельность предприятия, т.к. частота и количество выплаты дивидендов зависит от реализуемой предприятием дивидендной политики, а не от наличия и величины прибыли. Вероятно, предприятие, имеющее возможность выплатить дивиденды, предпочтет как альтернативный вариант вложение этой части чистой прибыли в финансирование капиталовложений.

2.2 Управление денежным оборотом предприятия

Управление денежными потоками направлено на обеспечение ликвидности предприятия или возможности своевременного погашения наиболее срочных обязательств, а также образования необходимого резерва денежных средств в случае нарушения синхронизации во времени поступления и расходования денежных средств. Учитывая, что данные решения связаны с управлением имеющейся системой распределения ресурсов в рамках существующей производственной структуры и стратегии, данный уровень управления может быть обозначен как оперативный.

Управление денежным потоком предприятия в рамках оперативного уровня

предполагает выполнение определенных мероприятий по трем этапам:

- 1) анализ потока денежных средств;
- 2) составление бюджета движения денежных средств;
- 3) оптимизация движения денежных средств предприятия.

Основная задача анализа денежного потока заключается в выявлении причин недостатка или избытка денежных средств, определении источников их поступлений и направления использования.

Основным документом для анализа является отчет о движении денежных средств. С помощью отчета о движении денежных средств (приложения к бухгалтерскому балансу и отчету о прибылях и убытках) можно контролировать текущую платежеспособность предприятия, принимать оперативные решения по управлению денежными средствами и объяснять расхождения между финансовыми результатом и изменением денежных средств.

Анализ движения денежных средств осуществляется в разрезе трех видов деятельности: основной, инвестиционной и финансовой.

В международной и российской учетно-аналитической практике под операционной (текущей) деятельностью понимается движение средств, связанных с получением выручки, авансов, уплатой по счетам поставщиков, выплатой заработной платы, расчетами с бюджетом, прочими расходами за счет прибыли и другими статьями, характеризующими основную деятельность предприятия; под инвестиционной деятельностью - движение средств, связанных с приобретением и реализацией основных средств и нематериальных активов, доходных финансовых активов, долей в акционерных обществах, получением дивидендов; под финансовой деятельностью - движение средств, связанных с получением и возвратом кредитов, уплатой процентов по обязательствам и выплатой дивидендов акционерам компании^{52), 53)}.

Источники поступления денежных средств и примерные направления их использования по основной деятельности представлены в таблице 2.

⁵²⁾ Морозов, С. Денежные потоки предприятия / С. Морозов // Финансовый менеджмент. – 2003. - № 1. С. 14 - 15.

⁵³⁾ Отчет о движении денежных средств: положение по бухгалтерскому учету: ПБУ 23/2011, утв. приказом Минфина России от 02.02.2011 г. № 11 н. – Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>.

Таблица 2 - Источники поступления денежных средств и направления их использования по основной деятельности предприятия

Притоки денежных средств (источники)	Оттоки денежных средств (направления использования)
<ul style="list-style-type: none"> - получение выручки от реализации продукции (работ, услуг); - погашение дебиторской задолженности; - получение авансов от покупателей; - прочие поступления. 	<ul style="list-style-type: none"> - оплата счетов поставщиков и подрядчиков; - выплата заработной платы; - уплата налогов в бюджет и отчислений во внебюджетные фонды; - выплата процентов и дивидендов; - прочие выплаты.

Расчет показателя «денежный поток» по операционной деятельности косвенным методом осуществляется по формуле (2.1)

$$ДП_{од} = ЧП + А \pm \Delta ДЗ \pm \Delta З_{тм} \pm \Delta КЗ \pm \Delta Р, \quad (2.1)$$

где $ДП_{од}$ - денежный поток предприятия по операционной деятельности в рассматриваемом периоде;

$ЧП$ - сумма чистой прибыли предприятия;

$А$ - сумма амортизации основных средств и нематериальных активов;

$\Delta ДЗ$ - снижение (прирост) суммы дебиторской задолженности;

$\Delta З_{тм}$ - снижение (прирост) суммы запасов товарно-материальных ценностей, входящих состав оборотных активов;

$\Delta КЗ$ - прирост (снижение) суммы кредиторской задолженности;

$\Delta Р$ - прирост (снижение) суммы резервного и других страховых фондов.

Принципиальная формула, по которой осуществляется расчет суммы чистого денежного потока по операционной деятельности предприятия прямым методом, имеет вид (2.2).

$$ДП_{од} = РП + ПП_{од} - З_{тм} - ЗП_{оп} - ЗП_{ауп} - НБ - НП_{вф} - ПВ_{од}, \quad (2.2)$$

где $ДП_{од}$ - денежный поток предприятия по операционной деятельности в

рассматриваемом периоде;

$РП$ - сумма денежных средств, полученных от реализации продукции;

$ПП_{од}$ - сумма прочих поступлений денежных средств в процессе операционной деятельности;

$З_{тм}$ - сумма денежных средств, выплаченных за приобретение сырья, материалов и полуфабрикатов у поставщиков;

$ЗП_{оп}$ - сумма заработной платы, выплаченной оперативному персоналу;

$ЗП_{авп}$ - сумма заработной платы, выплаченной административно-управленческому персоналу;

$НБ$ - сумма налоговых платежей, перечисленная в бюджет;

$НП_{вф}$ - сумма налоговых платежей, перечисленная во внебюджетные фонды;

$ПВ_{од}$ - сумма прочих выплат денежных средств в процессе операционной деятельности⁵⁴⁾.

Поскольку основная деятельность компании является основным источником прибыли, то она должна являться и основным источником денежных средств.

Притоки и оттоки денежных средств инвестиционной деятельности возможны по направлениям, представленным в таблице 3.

⁵⁴⁾ Петрова, Е.П. Стратегическое и внутрифирменное планирование на предприятиях пищевой промышленности на основе концепции денежного потока / Е. П. Петрова. - Режим доступа: <http://www.smartcat.ru/Managment/upnetincomeQ.shtml>

Таблица 3 - Источники поступления денежных средств и направления их использования по инвестиционной деятельности предприятия

Притоки денежных средств (источники)	Оттоки денежных средств (направления использования)
<ul style="list-style-type: none"> - получение выручки от продажи основных средств и нематериальных активов; - получение дивидендов и процентов от долгосрочных вложений; - получение выручки от продажи ценных бумаг и иных долгосрочных финансовых вложений; - поступления от погашения займов, предоставленных другим организациям. 	<ul style="list-style-type: none"> - приобретение основных средств и нематериальных активов; - осуществление долгосрочных финансовых вложений; - предоставление займов другим организациям.

По инвестиционной деятельности сумма чистого денежного потока определяется как разница между суммой реализации отдельных видов оборотных активов и суммой их приобретения в отчетном периоде и имеет вид (2.3)

$$ДП_{ид} = P_{ос} + P_{на} + P_{дфи} + P_{са} + ДП - П_{ос} - \Delta НКС - П_{на} - П_{дфи} - B_{са}, \quad (2.3)$$

где $ДП_{ид}$ – денежный поток предприятия по инвестиционной деятельности в рассматриваемом периоде;

$P_{ос}$ - сумма реализации выбывших основных средств;

$P_{на}$ - сумма реализации выбывших нематериальных активов;

$P_{дфи}$ - сумма реализации долгосрочных финансовых инструментов инвестиционного портфеля предприятия;

$P_{са}$ - сумма повторной реализации ранее выкупленных собственных акций предприятия;

$ДП$ - сумма дивидендов (процентов), полученных предприятием по долгосрочным финансовым инструментам инвестиционного портфеля;

$П_{ос}$ - сумма приобретенных основных средств;

$\Delta НКС$ - сумма прироста незавершенного капитального строительства;

$П_{на}$ - сумма приобретения нематериальных активов;

$П_{дфи}$ - сумма приобретения долгосрочных финансовых инструментов

инвестиционного портфеля предприятия;

V_{CA} - сумма выкупленных собственных акций предприятия.

Поскольку при благополучном ведении дел компания стремится к расширению и модернизации производственных мощностей, то инвестиционная деятельность в целом приводит к временному оттоку денежных средств.

Возможные источники денежных активов и направления их использования по финансовой деятельности предприятия представлены в таблице 4.

Таблица 4 - Источники поступления денежных средств и направления их использования по финансовой деятельности предприятия

Притоки денежных средств (источники)	Оттоки денежных средств (направления использования)
- получение краткосрочных и долгосрочных кредитов и займов; - поступление средств от эмиссии акции и векселей; - целевое финансирование.	- возврат краткосрочных и долгосрочных кредитов и займов; - погашение векселей.

По финансовой деятельности сумма чистого денежного потока определяется как разница между суммой финансовых ресурсов, привлеченных из внешних источников, и суммой основного долга, а также дивидендов (процентов), выплаченных собственникам предприятия, по формуле (2.4)

$$ДП_{фд} = П_{СК} + П_{ДК} + П_{КК} + БЦФ - V_{ДК} - V_{КК} - D_v, \quad (2.4)$$

где $ДП_{фд}$ - денежный поток предприятия по финансовой деятельности в рассматриваемом периоде;

$П_{СК}$ - сумма дополнительно привлеченного из внешних источников собственного акционерного или паевого капитала;

$П_{ДК}$ - сумма дополнительно привлеченных долгосрочных кредитов и займов;

$П_{КК}$ - сумма дополнительно привлеченных краткосрочных кредитов и займов;

БЦФ - сумма средств, поступивших в порядке безвозмездного целевого финансирования предприятия;

V_{ДК} - сумма выплаты (погашения) основного долга по долгосрочным кредитам и займам;

V_{КК} - сумма выплаты (погашения) основного долга по краткосрочным кредитам и займам;

D_у - сумма дивидендов (процентов), уплаченных собственникам предприятия (акционерам) на вложенный капитал (акции, паи и т.п.)⁵⁵⁾.

Финансовая деятельность призвана увеличить денежные средства в распоряжении компании для финансирования основной и инвестиционной деятельности.

Разница между притоком и оттоком денежных средств по каждому виду деятельности представляет собой чистый денежный поток соответственно от основной, инвестиционной и финансовой деятельности. Чистый денежный поток – это денежный поток, рассчитанный прямым методом.

Для оценки эффективности управления денежными потоками рассчитывают показатели рентабельности денежных потоков⁵⁶⁾:

- рентабельности остатка денежных средств по формуле (2.5)

$$Rdd_o = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Средний остаток денежных средств}}; \quad (2.5)$$

- рентабельности израсходованных денежных средств по формуле (2.6)

$$Rdd_{изр} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Величина израсходованных денежных средств}}; \quad (2.6)$$

- рентабельности денежных поступлений по формуле (2.7)

⁵⁵⁾ Ильшева, Н.Н. Анализ финансовых потоков организации / Н.Н. Ильшева, С.И. Крылов // Экономический анализ: теория и практика. – 2004. - № 1. С. 10 – 15.

⁵⁶⁾ Сорокина, Е.М. Анализ денежных потоков предприятия: теория и практика в условиях реформирования российской экономики / Е.М. Сорокина. – 2-е изд. М.: Финансы и статистика, 2007. С. 116.

$$R\delta\delta_{пост} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Величина поступивших денежных средств}} \cdot \quad (2.7)$$

По результатам анализа следует определить в каком объеме и из каких источников получены денежные средства, а также, каковы направления их использования; способно ли предприятие в результате своей текущей деятельности обеспечить превышение денежных средств над платежами и насколько стабильно такое превышение; достаточно ли у предприятия прибыли для обеспечения текущей и инвестиционной деятельности в последующем периоде; чем объясняется разница между величиной полученной прибыли и денежным потоком.

Прогнозирование может осуществляться как на основе экстраполяции прошлого в будущее с учетом экспертной оценки тенденции изменения, так и прямого предвидения изменений. *Прогноз потока денежных средств* - это отчет, в котором отражаются все поступления и расходования денежных средств в процессе ожидаемых сделок (операций) за определенный период.

Прогнозирование потока денежных средств позволяет предвидеть дефицит или излишек средств еще до их возникновения и дает возможность за определенное время скорректировать поведение фирмы. Прогнозирование движения денежных средств воплощается в форме кассового бюджета компании.

Цель бюджетирования денежных потоков предприятия состоит в расчёте необходимого объема и момента времени, когда у компании ожидается недостаток или избыток денежных средств, для того, чтобы избежать кризисных ситуаций и рационально использовать средства предприятия.

Кассовый бюджет – это подробная смета ожидаемых поступлений и выплат денежных средств за определенный период, включающая как определенные статьи, так и временные характеристики. Кассовый бюджет может составляться на месяц (максимум три месяца). На больший срок составлять кассовый бюджет нецелесообразно⁵⁷⁾.

При составлении кассового бюджета необходимо учитывать следующие

⁵⁷⁾ Харитоновна, Е.Н. Бюджетирование как инструмент оперативного управления / Е.Н. Харитоновна. - Режим доступа: www.smartcat.ru.

факторы: период и срок инкассации дебиторской задолженности, период и срок погашения краткосрочных обязательств, действующее налоговое законодательство; инфляцию; кредитные и депозитные ставки, ставку рефинансирования Центрального банка, дивидендную политику предприятия и другие.

Бюджет денежных средств состоит обычно из четырех основных разделов:

- раздел поступлений, который включает остаток денежных средств на начало периода, поступления денежных средств от клиентов и другие статьи поступления денежных средств;

- раздел расходов денежных средств, отражающий все виды оттоков денежных средств на предстоящий период;

- раздел избытка или дефицита денежных средств - разница между поступлением и расходованием денежных средств;

- финансовый раздел, в котором подробно представлены статьи заемных средств и погашение задолженности на предстоящий период⁵⁸⁾.

Фактические данные кассового бюджета отражаются по мере его выполнения рядом с плановыми показателями. Затем выявляются отклонения, которые учитываются в последующем периоде.

Кассовый бюджет позволяет получить представление о совокупной потребности в денежных средствах, принимать решения о рациональном использовании ресурсов, анализировать значительные отклонения по статьям бюджета и оценивать их влияние на финансовые показатели предприятия, определять потребность в объемах и сроках привлечения заемных средств, пронаблюдать за изменением величины денежного потока, который всегда должен находиться на уровне, достаточном для погашения обязательств по мере необходимости.

Помимо кассового бюджета составляется платежный календарь, в котором представляются итоги работы за прошедший месяц и плановые показатели на предстоящий период. Ведение платежного календаря позволяет синхронизировать

⁵⁸⁾ Гаврилова, А.Н. Финансовый менеджмент: учеб. пособие / А.Н. Гаврилова, Е.Ф. Сысоева, А.И. Барабанов, Г.Г. Чигарев. М.: КНОРУС, 2006. С. 110.

поступления и выплаты денежных средств и обеспечить соблюдение приоритетности платежей.

Теоретически *под оптимизацией денежного потока предприятия* можно признать такое управление движением денежных средств, при котором обеспечивается синхронность их поступления и выплаты денежных средств, а остаток денежных средств равен нулю. Однако практически этого достичь невозможно и не следует к этому стремиться. У каждого предприятия есть мотивы иметь определенный остаток денежных средств. Однако на результаты финансово-хозяйственной деятельности предприятия отрицательное воздействие оказывают как избыточный, так и дефицитный денежные потоки.

Негативные последствия дефицитного денежного потока проявляются в снижении уровня абсолютной ликвидности предприятия, росте просроченной кредиторской задолженности, увеличении продолжительности финансового цикла, а в конечном итоге так же, как и при избыточном денежном потоке, - в снижении финансовой устойчивости предприятия.

Отрицательное влияние избыточного денежного потока проявляется в следующем. Во-первых, обладая абсолютной ликвидностью, денежные средства могут не обеспечивать предприятию той рентабельности, которую оно могло бы иметь от размещения их в каком-либо прибыльном объекте. Во-вторых, при хранении денежные средства теряют свою реальную стоимость из-за инфляции. Поэтому для повышения рентабельности капитала предприятию необходимо снижать ликвидность своих хозяйственных средств в выгодных пределах⁵⁹⁾.

Следовательно, предприятию необходимо поддерживать оптимальный остаток денежных средств. Это остаток, который обеспечивает максимально возможную эффективность использования денежных средств при сохранении необходимого уровня абсолютной ликвидности.

Целью стратегического управления денежными потоками является постоянное увеличение рыночной стоимости компании, посредством направления

⁵⁹⁾ Сорокина, Е.М. Анализ денежных потоков предприятия: теория и практика в условиях реформирования российской экономики / Е.М. Сорокина. – 2-е изд. М.: Финансы и статистика, 2007. С. 149.

всех управленческих решений на улучшение ключевых показателей, влияющих на стоимость. С этой точки зрения денежный поток представляет собой фактическую оценку в денежном выражении результатов финансово-хозяйственной деятельности предприятия. Он является, прежде всего, показателем фактического аккумулирования стоимости, создаваемой в результате производственной деятельности предприятия.

В этой связи показателем, определяющим эффективность работы предприятия, становится чистый дисконтированный денежный поток, определяемый по обобщенной формуле (2.8)

$$NPV = \sum_{i=1}^n \frac{ДП_i}{(1+r)^i}, \quad (2.8)$$

где NPV – чистый дисконтированный денежный поток;

$ДП_i$ – денежный поток в рассматриваемый i -ый период времени;

r – ставка дисконтирования;

i — порядковый номер периода.

Отношения, связанные с управлением показателем NPV и составляющих его денежными потоками, соответствуют избранию сферы деятельности предприятия и новых направлений его развития и определяются как стратегические.

К основным исходным предпосылкам стратегического управления денежными потоками относятся:

1) предприятие представляется в виде системы входящих и исходящих денежных потоков, управление которыми осуществляется путем адаптации и изучения рыночного механизма;

2) показатель NPV , используемый в процессе управления денежными потоками, является своеобразным индикатором эффективности функционирования фирмы. До тех пор пока значение NPV является положительным, существование фирмы обеспечено. С сокращением данной категории происходит сокращение и обменных процессов, таким образом, уменьшаются и потоки денежных средств.

При этом значение разницы между притоками и оттоками денежных средств, приведенное к текущему моменту времени, формируется также под влиянием факторов риска и доходности деятельности фирмы. При низком уровне NPV производственная деятельность не поддерживается должным образом, отсюда - возможная потеря ликвидности, периодические сбои в работе и низкая прибыль. При некотором оптимальном уровне денежного потока прибыль становится максимальной⁶⁰⁾.

Проблема управления денежными потоками предприятия обусловлена противоречивым характером зависимости размера денежных средств и структуры активов от показателей эффективности, характеризуемой значением NPV, и ликвидности. При этом в определенных ситуациях одновременное поддержание ликвидности и увеличение эффективности деятельности предприятия является невозможным (рисунок 8).

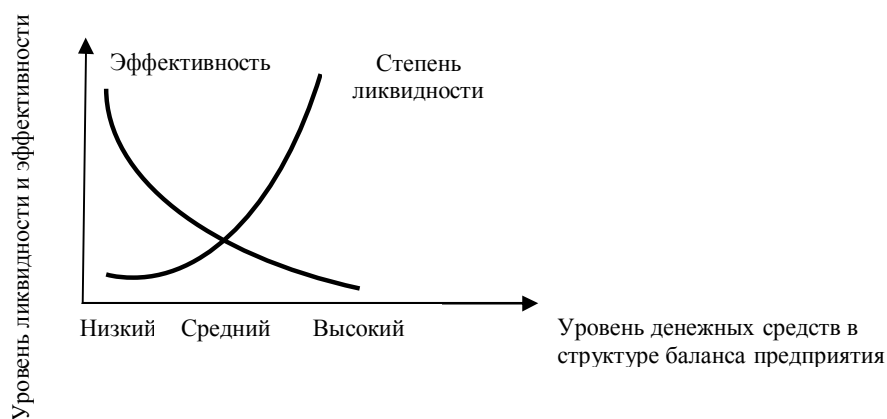


Рисунок 8 – Зависимость степени ликвидности и эффективности от размера денежных средств

Таким образом, задача управления денежными потоками сводится к поиску компромисса между риском потери ликвидности (оперативный уровень) и обеспечения положительного значения чистого дисконтированного денежного потока (стратегический уровень).

⁶⁰⁾ Петрова, Е.П. Стратегическое и внутрифирменное планирование на предприятиях пищевой промышленности на основе концепции денежного потока / Е. П. Петрова. – Режим доступа: <http://www.smartcat.ru/Managment/upnetincomeQ.shtml>

2.3 Контрольные вопросы

1 Раскройте понятие денежного потока. Охарактеризуйте методы его расчета.

2 Какое значение имеет денежный поток для собственников и управляющих предприятием?

3 Назовите виды денежного потока предприятия.

4 Раскройте методику расчета денежного потока косвенным методом.

5 Какие факторы влияют на величину денежного потока предприятия?

6 Определите основные достоинства и недостатки денежного потока по сравнению с другими финансовыми показателями, используемыми в финансовом менеджменте.

7 В чем значение денежного потока предприятия с точки зрения его финансовой устойчивости?

8 Охарактеризуйте основные этапы управления денежным потоком предприятия.

9 Какова информационная база анализа движения денежных средств?

10 С какой целью осуществляется бюджетирование движения денежных средств?

11 Что понимается под оптимизацией денежного потока?

12 В чем состоит стратегическое направление управления денежными потоками предприятия?

13 Каким образом уровень денежной наличности влияет на степень ликвидности и эффективность деятельности предприятия?

3 Управление затратами и финансовыми результатами предприятия

3.1 Классификации затрат предприятия

Решающее влияние на формирование всех финансовых показателей предприятия, в т.ч. и прибыли, оказывает соотношение его доходов и расходов.

Согласно действующему законодательству под расходами организации понимается уменьшение экономических выгод в результате выбытия активов и (или) возникновения обязательств, приводящее к уменьшению капитала предприятия (п. 2 ПБУ 10/99)⁶¹⁾. Расходы включают такие статьи, как затраты на производство реализованной продукции (работ, услуг), на оплату труда управленческого персонала, амортизационные отчисления, а также потери (убытки от стихийных бедствий, продажи основных средств, изменений валютных курсов и др.). Составление формы «Отчет о прибылях и убытках» для внешних пользователей бухгалтерской отчетности предполагает развернутое и симметричное отражение информации о доходах и расходах организации.

Отечественные ученые по-разному трактуют понятие «затраты» организации. Достаточно часто применяется подход, согласно которому отождествляются понятия «издержки», «затраты» и «расходы». Так, по мнению Ивашкевича В.Б., затратами являются выраженные в денежной форме совокупные издержки живого и овеществленного труда в процессе предпринимательской деятельности в течение определенного периода времени⁶²⁾. Вахрушина М.А., считает, что затраты - это издержки, понесенные организацией в момент приобретения каких-либо материальных ценностей или услуг. Возникновение издержек, относимых к затратам, сопровождается уменьшением экономических ресурсов организации или увеличением кредиторской задолженности. При этом затраты могут быть отнесены

⁶¹⁾ Расходы организации: ПБУ 10/99: Положение по бухгалтерскому учету, утв. приказом Минфина России от 06.05.1999 г. № 33 н.- Режим доступа: <http://nalog.consultant.ru>

⁶²⁾ Ивашкевич, В.Б. Бухгалтерский управленческий учет: учебник для вузов / В.Б. Ивашкевич. - 2-е изд., перераб. и доп. М.: Магистр, 2008. С. 31.

либо в активы, либо в расходы организации⁶³⁾. Кондраков Н.П. определяет затраты как стоимость ресурсов, использованных на определенные цели. По его мнению, понятие «затраты на производство» и «издержки производства» можно рассматривать как идентичные. В качестве идентичных можно рассматривать также понятие «затраты на производство и продажу продукции», «издержки производства и обращения» и «расходы по обычным видам деятельности»⁶⁴⁾. Согласно Никольской Э.В., затраты – это расход материальных, трудовых, финансовых, природных, информационных и других видов ресурсов в стоимостном выражении для обеспечения процесса расширенного воспроизводства⁶⁵⁾.

Резюмируя мнения различных авторов, следует подчеркнуть, что понятия «издержки» и «расходы» являются более обобщенным терминами, нежели «затраты», хотя некоторые авторы отождествляют данные понятия. Таким образом, более правильным представляется трактовать понятия «издержки» и «расходы» через «затраты», а не наоборот.

Будем придерживаться этих подходов при дальнейшем изложении материала⁶⁶⁾, ⁶⁷⁾, ⁶⁸⁾.

Основой соизмерения произведенных расходов и полученных доходов для финансового менеджера является себестоимость продукции. Себестоимость является одним из обобщающих показателей интенсификации и эффективности потребления ресурсов и представляет собой совокупность затрат предприятия на производство и реализацию продукции. Формирование себестоимости осуществляется в рамках финансового и управленческого учета организации.

Следует отметить, что в системах финансового и управленческого учета подходы к формированию себестоимости различны.

⁶³⁾ Вахрушина, М.А. Бухгалтерский управленческий учет: учебник для вузов / М.А. Вахрушина. М.: Омега-Л, 2008. С. 48.

⁶⁴⁾ Кондраков, Н.П. Бухгалтерский учет: учебное пособие / Н.П. Кондраков. – 5-е изд., перераб. и доп. М.: Инфра-М, 2009. С. 316.

⁶⁵⁾ Дмитриева, О.В. Бухгалтерский учет и анализ хозяйственной деятельности в издательствах / О.В. Дмитриева, Э.В. Никольская. М.: Финансы и статистика, 2004. С.89.

⁶⁶⁾ Ковалев, В.В. Управление денежными потоками, прибылью и рентабельностью / В.В. Ковалев. М.: Проспект, 2008. С.154.

⁶⁷⁾ Кондраков, Н.П. Бухгалтерский учет: учебное пособие / Н.П. Кондраков. – 5-е изд., перераб. и доп. М.: Инфра-М, 2009. С. 316.

⁶⁸⁾ Дмитриева, О.В. Бухгалтерский учет и анализ хозяйственной деятельности в издательствах / О.В. Дмитриева, Э.В. Никольская. М.: Финансы и статистика, 2004. С.89.

В управленческом учете себестоимость формируется для того, чтобы управляющий имел полную картину о затратах. Управленческий учет – это установленная организацией система сбора, регистрации, обобщения и представления информации о хозяйственной деятельности организации и ее структурных подразделений для осуществления планирования, контроля и управления этой деятельностью. Поэтому в системе данного учета могут использоваться различные методы расчета себестоимости (в зависимости от того, какая управленческая задача решается). В калькулировании могут участвовать даже те затраты, которые не включаются в себестоимость продукции (работ, услуг) в финансовом учете⁶⁹⁾.

Информация об издержках, собранная в рамках бухгалтерского финансового учета, позволяет, в конечном счете, сформировать прибыль от реализации продукции, работ, услуг в целом по предприятию. Себестоимость каждого изделия, работы, услуги в этой учетной системе не показывается вовсе или рассчитывается усредненно. В рамках всего предприятия учет и списание затрат на себестоимость могут быть выполнены корректно с точки зрения налогообложения, но информация о структуре отдельных видов продукции при этом может быть искажена. Для целей финансового учета такая картина вполне приемлема⁷⁰⁾.

Однако для предприятия важна достоверная информация о структуре себестоимости - финансовый менеджер получает возможность влиять на нее, т.е. управлять затратами. Именно такая информация должна формироваться в системе управленческого учета, данные которого используются финансовым менеджером для принятия решений в области управления затратами.

Основными задачами управления затратами являются:

- учет объема, ассортимента и качества произведенной продукции, выполненных работ и оказанных услуг и контроль за выполнением плана по этим показателям;
- учет фактических затрат на производство продукции и контроль за исполь-

⁶⁹⁾ Врублевский, Н. Д. Бухгалтерский управленческий учет: учебник / Н.Д. Врублевский. М.: Бухгалтерский учет, 2005. С.194.

⁷⁰⁾ Волкова, О.Н. Управленческий учет: учебник / О.Н. Волкова. М.: Велби, 2007. С.162.

зованием сырья, материальных, трудовых и других ресурсов;

- контроль за соблюдением установленных смет расходов по обслуживанию производства и управлению;

- калькулирование себестоимости продукции и контроль за выполнением плана по себестоимости;

- выявление результатов деятельности структурных подразделений и других центров затрат по снижению себестоимости продукции;

- выявление резервов снижения себестоимости продукции⁷¹⁾.

В бухгалтерском учете в зависимости от характера, условий осуществления и направлений деятельности организаций расходы подразделяются на расходы по обычным видам деятельности и прочие расходы (п. 4 ПБУ 10/99)⁷²⁾.

Расходы по обычным видам деятельности связаны с изготовлением и продажей продукции, выполнением работ и оказанием услуг, а также приобретением и продажей товаров; учитываются на счетах учета затрат на производство (20, 23, 25 и др.) и расходов на продажу (44).

Прочие расходы – это те, которые не относятся к расходам по обычным видам деятельности (расходы, связанные с продажей основных средств, проценты, уплачиваемые за предоставленные кредиты и займы и др.) и не учитываются на счетах учета затрат на производство. В конечном итоге их отражают на счетах 91 «Прочие доходы и расходы» и 99 «Прибыли и убытки».

В налоговом законодательстве расходами признаются обоснованные и документально подтвержденные затраты, осуществленные предприятием-налогоплательщиком (п. 1 статьи 252 Налогового Кодекса РФ)⁷³⁾.

Обоснованными считаются экономически оправданные затраты. Документально подтвержденными считаются затраты, подтвержденные документами, оформленными в установленном законодательством порядке. Следует отметить, что данное условие признания расходов в налогообложении не отличается

⁷¹⁾ Вахрушина, М.А. Бухгалтерский управленческий учет: учебник для вузов / М.А. Вахрушина. М.: Омега-Л, 2008. С. 56.

⁷²⁾ Расходы организации: ПБУ 10/99: Положение по бухгалтерскому учету, утв. приказом Минфина России от 06.05.1999 г. № 33 н.- Режим доступа: <http://nalog.consultant.ru>

⁷³⁾ Налоговый кодекс Российской Федерации (НК РФ) (с изменениями и дополнениями). – Режим доступа RL:<http://www.interlaw.ru>

от признания расходов в бухгалтерском учете, поскольку в бухгалтерском учете все записи в учетных регистрах осуществляются только на основе правильно оформленных бухгалтерских документов.

Существенно различаются классификации расходов по критерию их характера, условий осуществления и направлений деятельности организаций для целей бухгалтерского учета и налогообложения. В отличие от приведенной выше «бухгалтерской» классификации расходов в налоговом учете расходы разделяются на расходы, связанные с производством и реализацией продукции, и внереализационные расходы.

По экономическому содержанию расходы группируют *по элементам затрат*.

В соответствии с ПБУ 10/99 расходы организации по обычным видам деятельности группируют по следующим элементам затрат:

- *материальные затраты* (за вычетом стоимости возвратных отходов);
- *затраты на оплату труда*;
- *отчисления на социальные нужды*;
- *амортизация*;
- *прочие затраты* (почтово-телеграфные, телефонные, командировочные и др.)⁷⁴⁾.

Полученные по элементам расходов данные необходимы для определения финансового результата по обычным видам деятельности за отчетный период, разработки бизнес-планов, определения объема закупок материальных ресурсов, фонда оплаты труда и суммы амортизационных отчислений, организации контроля за расходами, исчисления показателей эффективности использования ресурсов (материалоемкости, трудоемкости и др.) и ряда других показателей.

Следует отметить, что при учете расходов по их элементам не выделяют расходы на законченную производством продукцию (работы, услуги) и незавершенное производство.

НК РФ предусматривает выделение не пяти, а четырех элементов расходов:

⁷⁴⁾ Расходы организации: ПБУ 10/99: Положение по бухгалтерскому учету, утв. приказом Минфина России от 06.05.1999 г. № 33 н.- Режим доступа: <http://nalog.consultant.ru>

- *материальные расходы;*
- *расходы на оплату труда;*
- *сумма начисленной амортизации;*
- *прочие расходы*⁷⁵⁾.

Для целей управления состав затрат по элементам может быть существенно расширен. В зарубежных компаниях и фирмах чаще всего выделяют:

- основные материалы (сырье и материалы для изготовления продукции);
- материалы общего назначения;
- горюче-смазочные материалы;
- энергетические затраты (электро- и теплоэнергии, сжатого воздуха и т.п.);
- заработная плата и оклады (жалованье) сотрудников;
- социальные выплаты, включаемые в себестоимость продукции;
- услуги сторонних организаций;
- налоги, сборы, страховые платежи, включаемые в затраты предприятия;
- транспортные расходы, затраты на рекламу;
- арендные платежи;
- калькуляционные расходы;
- специальные затраты⁷⁶⁾.

Из приведенного перечня издержек видно, что состав затрат по элементам в бухгалтерском, налоговом и управленческом учете может быть существенно различным. Это вызвано разным целевым назначением группировки издержек по элементам в каждом виде учета.

В бухгалтерском учете она служит для определения общей суммы затрат и финансовых результатов отчетного периода, нормирования оборотных средств, исчисления относительных величин фондоотдачи и других обобщениях в масштабах всего предприятия показателей производственно-хозяйственной деятельности.

В налоговом учете главное назначение группировки затрат по элементам - исчисление совокупной величины регламентированных налоговым

⁷⁵⁾ Налоговый кодекс Российской Федерации (НК РФ) (с изменениями и дополнениями). – Режим доступа RL:<http://www.interlaw.ru>

⁷⁶⁾ Кондраков, Н.П. Бухгалтерский (финансовый, управленческий) учет: учебник / Н.П. Кондраков. М.: Велби, 2007. С. 214.

законодательством и документально подтвержденных расходов, осуществленных налогоплательщиком. Налоговому учету чужды понятия себестоимости, калькуляции, основных и накладных расходов, и он их не использует. Для определения общей суммы вычитаемых из полученных доходов произведенных предприятием затрат ему достаточно ограничиться их кратким общим перечнем. Но во всех случаях необходимо детально указать, что и в какой величине в этот перечень входит.

В управленческом учете затраты на производство и продажу и обобщающая их величина себестоимости - важнейшие показатели эффективности хозяйствования, рациональности управления, как в целом по предприятию, так и по его подразделениям, видам продукции, работ, услуг. Здесь группировка по элементам издержек должна осуществляться не только по организации в целом, но и в разрезе мест и носителей затрат. Налоговые соображения играют при этом второстепенную роль. Главное - возможность наблюдать за экономичностью производственно-сбытовой деятельности, осуществлять контроль формирования затрат и результатов хозяйствования, управлять ими. Если в налоговом и бухгалтерском учете состав элементов издержек строго регламентирован, то в управленческом учете он определяется самим предприятием. При этом, в первую очередь, исходят из удельного веса, важности и значимости того или иного вида издержек в себестоимости продукции, возможностей их контроля на низовых и верхних уровнях управления.

В управленческом учете применяются группировки затрат по различным классификационным признакам, назначение которых определяется конкретной управленческой задачей.

В зависимости от способа включения в себестоимость затраты делятся на прямые и косвенные, производственные и внепроизводственные.

Прямые затраты – те затраты, которые обусловлены технологическим процессом изготовления продукции и подлежат включению в состав производственных затрат конкретных видов продукции по дебету счета 20 «Основное производство». К прямым расходам относят прямые материальные

затраты и прямые затраты на оплату труда.

Косвенные расходы невозможно прямо отнести на какое-либо изделие. Они распределяются между отдельными изделиями согласно выбранной предприятием базе распределения (пропорционально основной заработной плате производственных рабочих, часов отработанного времени и т.п.). База распределения косвенных расходов описывается в учетной политике предприятия. В отечественной экономической литературе косвенные расходы также называют накладными расходами.

Косвенные расходы подразделяются на две группы:

- *общепроизводственные (производственные) расходы* - это общецеховые расходы на организацию, обслуживание и управление производством. В бухгалтерском учете информация о них накапливается на счете 25 «Общепроизводственные расходы»;

- *общехозяйственные (внепроизводственные) расходы* осуществляются в целях управления производством. Они напрямую не связаны с производственной деятельностью организации и учитываются на балансовом счете 26 «Общехозяйственные расходы».

Затраты, входящие в себестоимость продукции (производственные), - это материализованные и инвентаризируемые затраты. Они состоят из трех элементов:

- прямые материальные затраты;
- прямые затраты на оплату труда;
- общепроизводственные затраты.

Внепроизводственные затраты - это издержки, которые нельзя проинвентаризировать. В управленческом учете данные затраты иногда называют издержками определенного периода или периодическими издержками, так как их размер зависит не от объемов производства, а от длительности периода. В соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности они не используются в расчетах себестоимости готовой продукции (незавершенного производства), а, следовательно, и для оценки производственных запасов предприятия. Поэтому, их иногда называют незапасуемыми. Периодические

расходы представлены издержками непроизводственного характера и состоят из коммерческих и административных расходов⁷⁷⁾.

В зависимости от влияния объема производства можно выделить переменные и постоянные затраты.

Переменные затраты возрастают или уменьшаются пропорционально объему производства продукции (оказания услуг, товарооборота), т.е. зависят от деловой активности организации. Переменный характер могут иметь как производственные, так и непроизводственные затраты. Примерами производственных переменных затрат служат прямые материальные затраты, прямые затраты на оплату труда, затраты на вспомогательные материалы и покупные полуфабрикаты. К непроизводственным переменным затратам можно отнести расходы на упаковку готовой продукции для отгрузки ее потребителю, транспортные расходы, не возмещаемые покупателями, комиссионное вознаграждение посреднику за продажу товара, которое напрямую зависит от объема продажи.

В большинстве случаев издержки являются условно-переменными. В этом случае изменение деловой активности организации также сопровождается изменением издержек, но в отличие от переменных затрат зависимость не является прямой. Например, при увеличении закупок сырья поставщики его нередко предоставляют скидку с цены, и тогда затраты на сырье растут медленнее объема производства.

Постоянные (условно-постоянные) затраты не следуют за динамикой объема производства (выручки). Примерами постоянных производственных затрат являются расходы по аренде производственных площадей, амортизация основных средств производственного назначения. Постоянные затраты не зависят от объема производства (выручки) до тех пор, пока интересы дальнейшего наращивания не потребуют увеличения производственных мощностей, численности работников, а также роста аппарата управления. Такие затраты изменяются ступенчатым образом, т.е. остаются неизменными только в пределах определенного интервала объема

⁷⁷⁾ Вахрушина, М.А. Бухгалтерский управленческий учет: учебник для вузов / М.А. Вахрушина. М.: Омега-Л, 2008. С. 61.

производства и поэтому называются условно-постоянными.

Условно-переменные (условно-постоянные) затраты содержат как переменные, так и постоянные компоненты. В качестве примера можно привести оплату пользования телефоном, состоящую из фиксированной абонентной платы (постоянная часть) и оплаты междугородних переговоров (переменное слагаемое).

В отличие от переменных, большую часть постоянных затрат при сужении деятельности предприятия и снижении выручки от реализации не так-то легко уменьшить. Так, в периоды снижения производственной активности и неблагоприятной конъюнктуры рынка предприятие вынуждено начислять в прежних размерах амортизацию, выплачивать проценты по ранее полученным кредитам, платить заработную плату.

Список переменных и постоянных затрат для каждого предприятия индивидуален, но критерий классификации универсален: зависимость либо независимость от величины объема производства⁷⁸⁾.

С точки зрения альтернативного использования экономических ресурсов затраты подразделяются на несопутствующие (безвозвратные) и сопутствующие (релевантные), а также реальные и вмененные (альтернативные).

Несопутствующие затраты – затраты, которые не зависят от принятого варианта действий и не могут быть изменены никакими управленческими решениями. Такие затраты могут быть безвозвратными (произведенные ранее затраты, которые не могут быть изменены) и будущими (затраты, которые появятся в будущем и не зависят от вариации решений).

Сопутствующие (релевантные) затраты – варьируются в зависимости от принятого решения, т.е. затраты, которые будут понесены только в случае реализации выбранного варианта действий. Приняв альтернативный вариант действий, предприятие может избежать релевантных затрат.

Реальные затраты – произведенные или будущие затраты производственного и непроизводственного характера.

⁷⁸⁾ Вахрушина, М.А. Бухгалтерский управленческий учет: учебник для вузов / М.А. Вахрушина. М.: Омега-Л, 2008. С. 69

Вмененные затраты - это упущенная выгода предприятия, т.е. возможность, которая потеряна или которой жертвует предприятие ради выбора альтернативного управленческого решения⁷⁹⁾.

Наличие возможности нормирования позволяет подразделить затраты на *нормируемые* (которые поддаются нормированию и включаются в нормативную базу организации - материальные затраты, основная заработная плата производственных рабочих и др.) и *ненормируемые* (затраты, по которым нормы не устанавливаются, - потери от простоев, оплата сверхурочных работ и др.). Деление затрат на нормируемые и ненормируемые предусмотрено также НК РФ для целей налогообложения.

К нормируемым расходам для целей налогообложения относят командировочные и представительские расходы; суммы выплаченных подъемных в пределах норм, установленных законодательством; затраты на компенсацию за использование для служебных поездок личных легковых автомобилей; плата государственному или частному нотариусу за нотариальное оформление в пределах установленных тарифов; часть расходов на рекламу. Все остальные расходы организаций для целей налогообложения являются ненормируемыми. Нормируемые для целей налогообложения затраты включаются в себестоимость продукции, принимаемой для налогообложения прибыли, в пределах установленных норм и нормативов. Для целей учета они принимаются в фактически произведенных затратах⁸⁰⁾.

Представленные классификации затрат могут изменяться и дополняться предприятием с учетом особенностей технологии и организации производства, а также реализуемых организацией управленческих задач.

⁷⁹⁾ Ивашкевич, В.Б. Бухгалтерский управленческий учет: учебник для вузов / В.Б. Ивашкевич. - 2-е изд., перераб. и доп. М.: Магистр, 2008. С. 52.

⁸⁰⁾ Танашева, О.Г. Контроль и анализ в системе управления затратами / О.Г. Танашева, Т.С. Рябова // Экономический анализ. - 2004. - № 18. С. 36

3.2 Методы управления затратами предприятия

Управление затратами предприятия представляет собой составную часть общей политики управления, заключающуюся в минимизации совокупных расходов с целью повышения эффективности деятельности предприятия.

Под методом управления затратами предприятия понимают совокупность способов (приемов) регистрации, обобщения, анализа данных о затратах организации и исчисления себестоимости продукции с целью минимизации совокупных затрат и повышения эффективности деятельности компании. В настоящее время применяются различные методы управления затратами предприятия. Их применение определяется особенностями производственного процесса, характером производимой продукции (оказываемых услуг), ее составом, способом обработки⁸¹⁾.

Общепринятой классификации методов управления затратами пока не существует. Тем не менее рекомендуем сгруппировать данные методы по трем признакам: по объектам учета затрат, по полноте учитываемых затрат и по оперативности учета и контроля за затратами.

По объектам учета затрат выделяются:

- попроцессный метод;
- попередельный метод;
- позаказный метод;
- метод управления затратами по функциям (ABC метод)⁸²⁾.

Попроцессный метод управления затратами применяется в организациях со следующими признаками производственного процесса:

- массовый характер производства одного или нескольких видов продукции;
- краткий период технологического процесса;
- незавершенное производство отсутствует или незначительно.

К таким организациям следует отнести организации добывающих отраслей

⁸¹⁾ Волкова, О.Н. Управленческий учет: учебник / О.Н. Волкова. – М.: Велби, 2007. С.191.

⁸²⁾ Вахрушина, М.А. Бухгалтерский управленческий учет: учебник для вузов / М.А. Вахрушина. М.: Омега-Л, 2008. С. 301

промышленности, строительных материалов и др.

При *попроцессном методе* затраты определяются по конкретным статьям калькуляции по всему производственному процессу или по отдельным стадиям процесса производства. По окончании отчетного периода совокупные затраты по производственному процессу делят на количество единиц выпущенной продукции и исчисляют себестоимость одной калькуляционной единицы.

Попередельный метод управления затратами применяют в производствах с комплексным использованием сырья, а также в отраслях промышленности с массовым и крупносерийным производством, где обрабатываемое сырье и материалы проходят последовательно несколько фаз обработки (переделов). Под переделом понимают совокупность технологических операций по выработке промежуточного продукта (полуфабриката) или готовой продукции (на последнем переделе). Следовательно объектом учета затрат обычно является передел⁸³⁾.

Позаказный метод управления затратами используется в индивидуальных и мелкосерийных производствах (строительстве, производстве турбин, блюмингов, самолетов и т.п.), а также применяется во вспомогательных производствах, особенно на ремонтных работах. При позаказном методе объектом управления является отдельный производственный заказ, т.е. изделие, мелкие серии одинаковых изделий или ремонтные, монтажные и экспериментальные работы. При этом методе управлении затратами все затраты считаются незавершенным производством вплоть до окончания заказа. По окончании заказа фактические затраты по каждой статье калькуляции сравнивают с плановыми, выявляют отклонения и выясняют причины и виновников отклонений для принятия решений относительно снижения себестоимости продукции (работ, услуг) на будущие периоды⁸⁴⁾.

Метод управления затратами по функциям (ABC метод). В настоящее время эффективное управление затратами, расходами и доходами коммерческой организации невозможно без использования альтернативных калькуляционных подсистем. Одной из таких подсистем является достаточно новая методика ABC

⁸³⁾ Складенко, В.К. Методы учета затрат и калькулирования фактической себестоимости продукции. /Складенко В.К.// Справочник экономиста. – 2005. - № 10. С. 38.

⁸⁴⁾ Каверина, О.Д. Управленческий учет: системы, методы, процедуры / О.Д. Каверина. М.: Финансы и статистика, 2003. С. 243.

(activity-based costing), разработанная в США в середине 1980-х годов, авторами которой явились Р.Купер и Р.Каплан⁸⁵). Сущность метода ABC и его принципиальное отличие от иных систем управления затратами заключаются не в укрупнении объектов учета до видов деятельности, а в том, что объекты затрат максимально дробятся (естественно, с учетом правила эффективности). Затем себестоимость этих частиц синтезируется либо в себестоимость продукции, либо в себестоимость процессов, которые были предварительно расчленены. Например, процесс производства молока разбивается на дробные составляющие – технологические операции приготовления молока, пастеризации, упаковку. И вот эти дробные составляющие процессов, в свою очередь, состоящие из действий, становятся объектами управления. Если при использовании традиционных систем управления затратами считается, что ресурсы поглощаются продуктами, то в системе «ABC» ресурсы поглощаются операциями, а себестоимость операций поглощается продуктами.

Для определения посредством чего происходит перенос затрат и, соответственно, как можно на них влиять, в методике ABC вводятся понятия драйверов. Под драйвером принято понимать процесс, физический параметр или экономический показатель, которые напрямую влияют на величину некоторого признака в рамках экономической модели предприятия.

Понятия «драйвер затрат» (иначе – «носитель затрат») и «драйвер операций» относятся к одному из положений концепции ABC: «процедуры косвенного распределения осуществляются на основе идентифицированных причинно-следственных связей». Таким образом, под словом «драйвер», или иначе – «носитель» затрат, понимается причинно-следственная связь, фактор, влияющий на себестоимость операции. Например для операции машинная обработка драйвером затрат могут быть машинные часы; для операции по ремонту оборудования драйвером затрат может быть время на ремонтные работы. Драйвер операций – не требует количественного описания, а констатирует наличие в бизнесе каких-либо

⁸⁵) Каплан, Роберт С. Функционально-стоимостной анализ. Практическое применение / Роберт С. Каплан, Р. Купер. М.: Вильямс, 2008. 352 с.

процессов, приводящих к появлению издержек. Например, процесс ремонта оборудования, состоящий из ряда конкретных операций.

Преимущества, которые дает метод ABC, можно сформулировать следующим образом:

1) метод позволяет более реалистично оценить себестоимость и рентабельность выпускаемой продукции, работ, услуг;

2) при применении полученной информации о себестоимости продукции для целей ценообразования повышается конкурентоспособность продукции в рыночных условиях;

3) метод может послужить отправной точкой для снижения затрат и повышения эффективности работы предприятия: в том числе, метод дает значительную экономию по расходам на оплату труда персонала;

4) метод позволяет получить информацию о прибыльности или убыточности работы предприятия в разрезе клиентов;

5) метод позволяет получить больше информации для управления издержками, принятия обоснованных управленческих решений стратегического планирования; оценить деятельность центров ответственности.

Основная проблема и недостаток применения методики ABC на практике – значительное усложнение учета затрат и повышение трудоемкости управленческих работ.

В настоящее время на российских предприятиях создались предпосылки для распространения системы управления затратами «АВ-костинг»: нарастание доли косвенных затрат и процессы диверсификации производства привели к повышению условности распределения затрат по видам деятельности и продуктам, повышению условности показателей себестоимости и, соответственно, снижению его надежности в качестве информационной основы управленческих решений. Применяемая система управления затратами в большинстве случаев не позволяет установить причинно-следственные связи между продуктами и потребляемыми ими ресурсами. Логика системы ABC заключается в более детальном структурировании групп затрат, нахождении причинно-следственных связей, формализуемых в

драйверах затрат и операций⁸⁶⁾.

С точки зрения полноты отражения затрат возможно формирование:

- полной себестоимости (Absorption-costing);
- неполной («усеченной») себестоимости (Direct-costing)⁸⁷⁾.

Метод учета полной себестоимости (Absorption-costing) представляет собой систему управления затратами, согласно которой все прямые производственные затраты и все косвенные затраты включаются в себестоимость продукции. В российской практике применение данной системы учета затрат довольно распространено.

Основные преимущества данной системы управления затратами:

- возможность определить себестоимость и рентабельность отдельных видов продукции;
- применение в целях финансового учета и составления внешней отчетности;
- возможность исчислить полную себестоимость готовой продукции, запасов готовой продукции на складе и незавершенного производства;
- широкая сфера применения;
- возможность применения для расчета цены за единицу продукции;
- соответствие сложившимся в России традициям и требованиям нормативных актов по финансовому учету и налогообложению.

К основным недостаткам системы можно отнести следующие:

- субъективность выбора коэффициента распределения; при сложной организационной структуре и большом ассортименте продукции существует вероятность выбора некорректной базы распределения, что искажает реальную величину себестоимости и ведет к установлению необоснованных цен;
- неоднозначность отнесения затрат к одной группе;
- включение в себестоимость продукции затрат, не связанных непосредственно с ее производством; в итоге – искажение рентабельности отдельных видов продукции (зависит от выбора метода распределения постоянных

⁸⁶⁾ Керимов, В.Э. Методы управления затратами и качеством продукции: учебное пособие / В.Э. Керимов, Ф.А. Петрище, П.В. Селиванов, Э.Э. Керимов. М.: Издательско-книготорговый центр «Маркетинг», 2005. С. 18.

⁸⁷⁾ Кондраков, Н.П. Бухгалтерский (финансовый, управленческий) учет: учебник / Н.П. Кондраков. М.: Велби, 2007. С. 376.

затрат).

Наиболее эффективно применение системы отражения затрат по полной себестоимости на предприятиях малых и средних размеров, а также на предприятиях, производящих один или несколько видов продуктов. На более крупных предприятиях, а также на предприятиях со значительной номенклатурой выпускаемой продукции эффективнее применять систему учета полных затрат в комбинации с другими системами учета⁸⁸⁾.

Метод учета неполной («усеченной») себестоимости (Direct-costing).

В управленческом учете одним из альтернативных традиционному отечественному подходу управлению затратами является подход, когда по носителям затрат планируется и учитывается неполная, «усеченная» себестоимость. Эта стоимость может включать в себя только прямые затраты или только переменные или производственные расходы и т.п. В каждом случае полнота включения затрат в себестоимость разная. Однако общим для этого подхода является то, что некоторые виды издержек, имеющие отношение к производству и реализации продукции, не включаются в себестоимость отдельных видов продукции, а возмещаются общей суммой из выручки. В этом и состоит сущность метода учета неполной себестоимости.

Одной из модификаций данной системы является система «директ-костинг». Ее суть состоит в том, что себестоимость учитывается и планируется только в части переменных затрат, т.е. лишь переменные расходы распределяются по носителям затрат. Оставшуюся часть издержек (постоянные расходы) периодически списывают на финансовые результаты, т.е. учитывают при расчете прибылей и убытков за отчетный период. По переменным расходам оцениваются также запасы - остатки готовой продукции на складах и незавершенное производство.

Метод «директ-костинг» применяется во внутреннем учете для проведения управленческого анализа и для принятия оперативных управленческих решений.

По степени дифференциации затрат директ-костинг может иметь два основных варианта:

⁸⁸⁾ Карпова, Т.П. Управленческий учет: учебник / Т.П. Карпова. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. С. 167.

- простой, одноступенчатый директ-кост, основанный на использовании в расчетах данных только операционных (накладных) затрат, учтенных единым блоком;

- развитый (дифференцированный, многоступенчатый) директ-кост, при котором постоянные затраты подразделяются не по видам продукции и услуг, а по местам формирования накладных расходов, т.е. уровням управления предприятием.

При обоих вариантах системы директ-коста общую выручку за период сравнивают с величиной переменных затрат и определяют величину маржинального дохода за отчетный период. Для исчисления нетто-прибыли и предприятия из этой величины вычитают сумму постоянных затрат, которые не распределяются между носителями как переменные затраты, а попадают из подсистемы учета по местам возникновения затрат. Особенностью системы развитого директ-костинга является ее постоянная направленность на конечный результат деятельности - прибыль, на определение маржинального дохода по предприятию в целом, а также по изделиям, видам работ и услуг, секторам рынка⁸⁹⁾.

Основные преимущества метода Direct-costing состоят в возможности:

- установления взаимосвязи между объемом производства, величиной затрат и прибылью;

- быстрой переориентации производства в ответ на меняющиеся условия рынка;

- упрощения нормирования, планирования, учета и контроля уменьшившегося числа статей затрат: себестоимость становится «более обозримой», а отдельные затраты - лучше контролируемы, а также упрощения расчета себестоимости (по сравнению с системой учета полных затрат), поскольку отсутствует процедура распределения постоянных расходов по видам продукции⁹⁰⁾;

- применения более гибкой системы ценообразования и установление нижней цены единицы продукции, что особенно эффективно при неполной загрузке производственных мощностей и уменьшает затоваривание продукции на складе;

⁸⁹⁾ Керимов, В.Э. Методы управления затратами и качеством продукции: учебное пособие / В.Э. Керимов, Ф.А. Петрище, П.В. Селиванов, Э.Э. Керимов. М.: Издательско-книготорговый центр «Маркетинг», 2005. С. 27.

⁹⁰⁾ Каверина, О.Д. Управленческий учет: системы, методы, процедуры / О.Д. Каверина.. М.: Финансы и статистика, 2003. С. 262.

- определения прибыли, которую приносит продажа каждой дополнительной единицы продукции, что позволяет планировать цены и скидки на определенный объем продаж;

- расширения аналитических возможностей менеджеров путем тесной интеграции учета, анализа и принятия управленческих решений в этой системе. На ее основе строится система контроллинга.

Однако система управления затратами Direct-costing не лишена некоторых недостатков, среди которых можно выделить следующие:

- ведение учета затрат осуществляется только по производственной себестоимости, что не отвечает требованиям российского законодательства в части формирования себестоимости;

- возникают трудности при разделении расходов на постоянные и переменные, поскольку большинство затрат являются условно-переменными, и их нужно разделить на постоянную и переменную составляющие, а всякое распределение достаточно условно. Кроме того, в различных условиях одни и те же расходы могут вести себя по-разному;

- требуется дополнительное распределение постоянных расходов в тех случаях, когда необходимо знать полную себестоимость готовой продукции и незавершенного производства, что выходит за рамки системы директ-костинг; требуются дополнительные расчеты для определения цены на продукцию предприятия⁹¹⁾.

В нашей стране до последнего времени была распространена система управления полной себестоимостью, директ-костинг практически не применялся. Однако с растущей конкуренцией на отечественном рынке все больше предприятий используют данную систему в своем управленческом учете.

В зависимости от оперативности учета и контроля затрат различают:

- метод учета фактических затрат;
- метод учета нормативных затрат;

⁹¹⁾ Славников, Д.В. Аналитические инструменты управления затратами в системе контроллинга / Д.В. Славников. Минск: РЕГИСТР, 2007. С. 104.

- метод учета Standard-costing⁹²⁾.

Учет фактических затрат — это метод последовательного накопления данных о фактически произведенных издержках без отражения данных об их величине по действующим нормам. Данный метод, как правило, является традиционным и наиболее распространенным на отечественных предприятиях. Применение этого метода позволяет, в конечном счете, определить фактическую (или «историческую») себестоимость.

Недостатками метода учета фактической себестоимости являются:

- неоперативное обеспечение управляющего персонала бухгалтерской информацией. Данные о стоимости изделий предоставляются лишь спустя известное время по окончании периода, в течение которого выполнялся заказ;

- отсутствие нормативов для контроля количества использованных ресурсов и цен на них;

- сложность процедуры расчета фактических цен при обмене услугами между подразделениями и трудоемкость пересчета цен на каждую единицу использованных ресурсов.

Однако основной недостаток этого метода состоит в том, что его применение исключает возможность оперативного контроля за использованием ресурсов, выявления и устранения причин перерасхода и недостатков в организации производства, нарушений технологических процессов, изыскания и мобилизации внутрипроизводственных резервов⁹³⁾.

Основным плюсом данного метода учета затрат является доступность и простота в применении.

Поэтому наиболее прогрессивными оказываются варианты учета нормативных затрат, особенно в условиях рыночных отношений и конкуренции. *Нормативный метод управления затратами* предполагает предварительное определение на основе действующих нормативов затрат по операциям, процессам, объектам с выявлением в ходе производства отклонений от нормативных затрат.

⁹²⁾ Кондраков, Н.П. Бухгалтерский (финансовый, управленческий) учет: учебник / Н.П. Кондраков. М.: Велби, 2007. С. 398.

⁹³⁾ Каверина, О.Д. Управленческий учет: системы, методы, процедуры / О.Д. Каверина. М.: Финансы и статистика, 2003. С. 287.

Фактические затраты определяются алгебраическим сложением затрат по нормам и отклонений от них. Пользуясь этим методом, финансовый менеджер имеет дело с нормативной себестоимостью и отклонениями от нее.

Основные преимущества учета по нормативной себестоимости заключаются:

- в возможности контроля (сопоставлением фактических значений с нормативными);
- в возможности анализа причин отклонений;
- в ускорении расчета затрат (затраты по каждому центру и по каждому носителю рассчитываются независимо друг от друга, а значит, возможно одновременное проведение расчетов);
- в сглаживании колебаний себестоимости за счет возможностей резервирования;
- в отсутствии необходимости классификации затрат.

Основными недостатками управления по нормативной себестоимости являются:

- отсутствие обоснования корректировок средних значений, что снижает точность планирования и мешает эффективному контролю;
- необходимость серьезной доработки применяемых предприятиями нормативных баз. Как показывает практика, используемые базы оказываются неполными не только для оценки качества работы вспомогательных подразделений, но и для основных цехов предприятия. Нормативные базы для транспортных, энергетических, ремонтно-строительных и экспериментальных подразделений чаще всего отсутствуют вовсе⁹⁴⁾.

Метод учета Standard-costing. Управление затратами по стандартной стоимости в принципе во многом схоже с управлением по нормативам расходов. В том и другом случае ведется расчет предстоящих, ожидаемых расходов, а затем выявляются и анализируются отклонения от их фактической величины. Предстоящие расходы определяют исходя из жестко заданной программы выпуска при

⁹⁴⁾ Вахрушина, М.А. Бухгалтерский управленческий учет: учебник для вузов / М.А. Вахрушина. М.: Омега-Л, 2008. С. 348.

нормативном управлении и возможных вариантов — при стандарт-косте. Это же относится к показателям количества и цены расхода. В стандарт-косте могут использоваться разные стандарты количества и цены затрат, в учете по нормативам — только тот, который в данный момент считается оптимальным.

Отклонения в стандарт-косте — это разница между плановыми и фактическими расходами, суммы которых могут быть исчислены разными способами. Величину отклонений выявляют расчетно.

Среди основных недостатков системы стандарт-кост можно выделить следующие:

- система зависима от внешних условий: изменений в законодательстве, изменений цен поставщиков, влияния фактора инфляции;

- систему невозможно применить на всех стадиях жизненного цикла продукции. Как правило, в период разработки и внедрения товара на рынок затраты более не предсказуемы, поэтому расчет стандартных затрат может быть осуществлен в достаточной степени приблизительно;

- система не охватывает качественных показателей деятельности предприятия. Поскольку система опирается на показатели производительности и величины затрат при решении основной задачи, минимизация затрат и отклонений фактических показателей от плановых, проблемы улучшения качества продукции остаются вне системы⁹⁵⁾.

Сфера применения данной системы учета затрат достаточно широка, исключение составляют предприятия с непостоянной номенклатурой выпускаемой продукции или нестабильной технологией производства, а также деятельность на этапе разработки и внедрения нового вида товара⁹⁶⁾.

На практике вышерассмотренные методы могут применяться в различных сочетаниях. Главное, чтобы выбранный организацией метод обеспечивал возможность группировки затрат по отдельным объектам учета, текущего контроля

⁹⁵⁾ Вахрушина, М.А. Бухгалтерский управленческий учет: учебник для вузов / М.А. Вахрушина. М.: Омега-Л, 2008. С. 362.

⁹⁶⁾ Каверина, О.Д. Управленческий учет: системы, методы, процедуры / О.Д. Каверина. М.: Финансы и статистика, 2003. С. 291.

за затратами на производство, а также возможность реализации важнейшего принципа управленческого учета – управления затратами с точки зрения их минимизации и повышения эффективности деятельности предприятия.

3.3 Операционный анализ и его роль в финансовом менеджменте

Теоретической базой оптимизации прибыли и управления затратами служит система директ-костинг. Рабочим инструментом директ-костинга является операционный анализ, называемый также анализом «издержки-объем-прибыль» («Costs-Volume-Profit»-CVP), отслеживающий зависимость финансовых результатов бизнеса от издержек и объемов производства (сбыта). В основе операционного анализа лежит деление затрат на переменные и постоянные. Ключевыми элементами операционного анализа служат: маржинальный доход, операционный (производственный) рычаг, порог рентабельности, запас финансовой прочности.

В практических расчетах для определения силы воздействия операционного рычага применяют отношение так называемой маржинальной прибыли к операционной прибыли. Маржинальный доход — это разница между выручкой от продаж продукции и ее неполной себестоимостью, рассчитанной по переменным расходам. В состав маржинального дохода входят прибыль и постоянные затраты предприятия. После вычитания из маржинального дохода, постоянных издержек формируется показатель операционной прибыли, который рассчитывается по формуле (3.1)

$$МП = В - ПеЗ = ПоЗ + ОП, \quad (3.1)$$

где *МП* – маржинальная прибыль;

ПеЗ – общая сумма переменных затрат;

ПоЗ – общая сумма постоянных затрат;

ОП – операционная прибыль, т.е. прибыль до уплаты процентов и

налогов⁹⁷⁾.

Силу воздействия операционного рычага можно определить по формулам (3.2) и (3.3)

$$OP = MP / ОП , \quad (3.2)$$

$$OP = 1 + (ПоЗ / ОП), \quad (3.3)$$

где OP – операционный рычаг.

Действие операционного рычага проявляется в том, что любое изменение выручки от реализации порождает более существенное изменение прибыли до вычета процентов и налогов и определяется по формуле (3.4)

$$\Delta B \times OP = \Delta ОП, \quad (3.4)$$

где ΔB - темп изменения выручки от реализации, в процентах;

$\Delta ОП$ - темп изменения операционной прибыли, в процентах;

OP – уровень операционного (производственного) рычага.

Операционный рычаг показывает, на сколько процентов изменится операционная прибыль при изменении выручки на 1 %, т.е. он характеризует вариабельность прибыли организации⁹⁸⁾. Чем выше уровень постоянных расходов, тем выше уровень производственного рычага. Таким образом, значение операционного рычага не будет всегда постоянным для предприятия: скачок постоянных расходов приведет к его изменению. Как только постоянные затраты возмещены маржинальной прибылью от минимального достаточного количества проданных единиц товара, прибыль начнет расти быстрее, чем объем продаж. Однако тот же эффект сохраняется и для сокращения объема деятельности, из-за чего прибыль падает, а убыток растет ускоренными темпами (быстрее, чем уменьшается объем продаж).

Рост постоянных расходов предприятия, как правило, связан с расширением

⁹⁷⁾ Юдина, Л.Н. Анализ себестоимости и прибыли в системе «директ-костинг» / Л.Н. Юдина // Финансовый менеджмент. – 2005. - № 5. С. 36.

⁹⁸⁾ Ковалев, В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В.В. Ковалев. М.: Проспект, 2009. С. 319.

его деятельности и поэтому обеспечивает процветание компании. Но, в то же время, с возрастанием уровня постоянных расходов возрастает и степень variability операционной прибыли, а, следовательно, возрастает и риск. Следует отметить, что постоянные затраты в меньшей степени поддаются быстрому изменению, поэтому предприятия, имеющие высокое значение операционного рычага, теряют гибкость в управлении своими затратами. С категорией операционного рычага связано понятие операционного риска.

Операционный риск – это вероятность неполучения операционной прибыли, т.е. риск непокрытия переменных и постоянных затрат. Сила воздействия операционного рычага указывает на степень предпринимательского риска, связанного с данной фирмой: чем больше сила операционного рычага, тем выше предпринимательский риск. Таким образом, операционный рычаг может быть использован для сравнения нескольких компаний по уровню производственного риска (в том случае, когда предприятия выпускают однородную продукцию и объем их реализации идентичен)⁹⁹⁾.

В целях управления затратами предприятия, финансовому менеджеру очень важно определить тот минимальный объем продукции, который необходимо реализовать, чтобы покрыть все расходы производственного характера.

Порог рентабельности – это величина выручки от реализации, при которой покрываются расходы производственного характера, а операционная прибыль равна нулю.

Аналитическое представление порога рентабельности исходит из базовой формулы и определяется по формуле (3.5).

$$B = ПeЗ + ПoЗ + ОП \quad (3.5)$$

Поскольку переменные расходы изменяются пропорционально объема реализации, то их значение можно выразить формулой (3.6).

⁹⁹⁾ Гаврилова, А.Н. Финансовый менеджмент: учебное пособие / А.Н. Гаврилова, Е.Ф. Сысоева, А.И. Барабанов, Г.Г. Чигарев. М.: КНОРУС, 2006. С. 239.

$$ПеЗ = K \times B, \quad (3.6)$$

где K – коэффициент пропорциональности.

Поскольку порог рентабельности характеризуется тем, что операционная прибыль равна нулю, то его значение можно вычислить по формуле (3.7) или (3.8)

$$ПР = ПеЗ + ПоЗ, \quad (3.7)$$

или

$$ПР = ПоЗ / (1 - K), \quad (3.8)$$

где $ПР$ – порог рентабельности.

Представив выражение $(1 - K)$ как отношение маржинальной прибыли к выручке от реализации, получим формулу (3.9)

$$ПР = ПоЗ / K_{вкл}, \quad (3.9)$$

где $K_{вкл}$ – коэффициент вклада в формирование прибыли (отношение маржинальной прибыли к выручке от реализации).

Порог рентабельности можно выразить в натуральных единицах. Для этого необходимо рассчитать «точку безубыточности», т.е. пороговое (критическое) значение объема производства, ниже которого предприятию производить невыгодно. Для определения точки безубыточности поделим значение порога рентабельности на цену единицы продукции и получим формулу (3.10)

$$ТБ = ПоЗ / (Ц_{ед} - ПеЗ_{ед}), \quad (3.10)$$

где $ТБ$ – точка безубыточности;

$Ц_{ед}$ - цена единицы продукции;

$ПеЗ_{ед}$ – переменные затраты на единицу продукции.

Экономический смысл точки безубыточности состоит в том, что он характеризует количество единиц продукции, при производстве которого предприятие не получает ни прибыли, ни убытков, т.е. маржинальная прибыль равна сумме постоянных затрат¹⁰⁰⁾.

Величину порога рентабельности и точки безубыточности можно представить графически (рисунок 8).

Если предприятие достигло точки безубыточности, то при высоком операционном рычаге даже небольшой рост продаж может вызвать значительный рост прибыли. По мере удаления объема производства от точки безубыточности значение операционного рычага будет уменьшаться. Эта зависимость действует, пока сохраняется неизменной величина постоянных расходов.

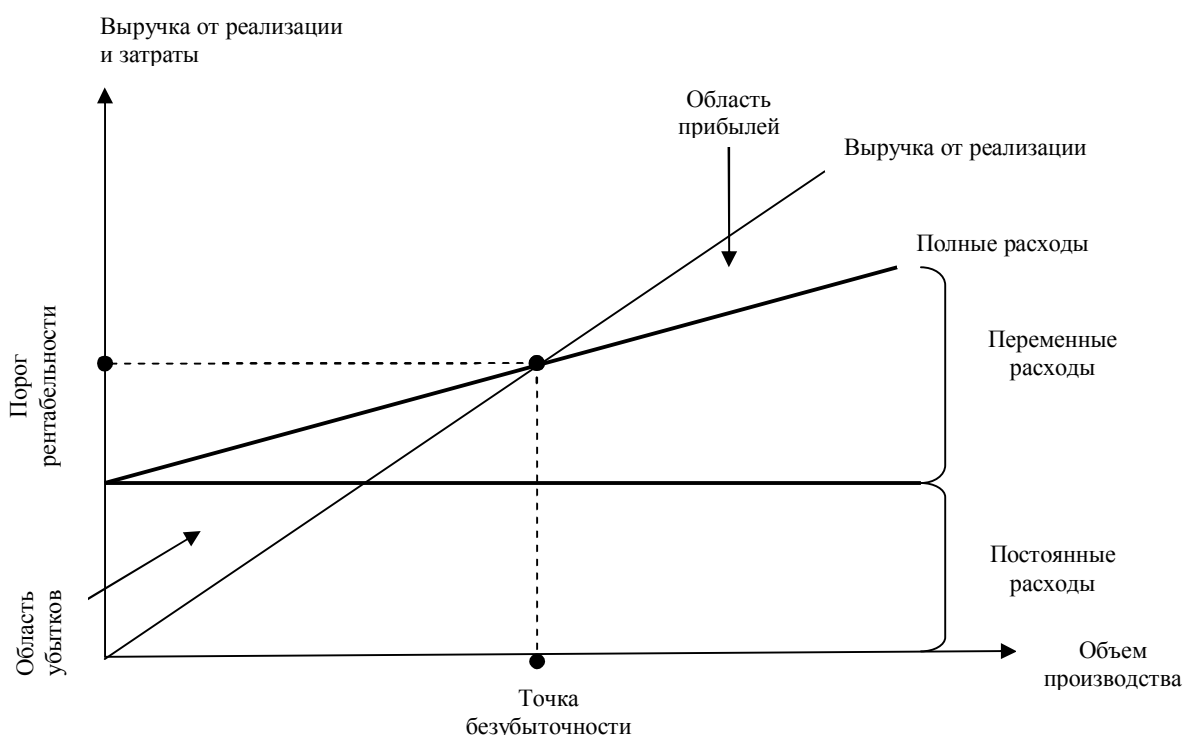


Рисунок 8 – Порог рентабельности и точка безубыточности¹⁰¹⁾

Важным этапом операционного анализа является определение запаса финансовой прочности, показывающего, на сколько процентов предприятие может позволить себе снизить объем производства (объем продаж), чтобы не попасть в

¹⁰⁰⁾ Ковалев, В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В.В. Ковалев. М.: Проспект, 2009. С. 321.

¹⁰¹⁾ Гаврилова, А.Н. Финансовый менеджмент: учебное пособие / А.Н. Гаврилова, Е.Ф. Сысоева, А.И. Барabanов, Г.Г. Чигарев. М.: КНОРУС, 2006. С. 241.

область убытков. Запас финансовой прочности рассчитывается как разница между достигнутой фактической выручкой от реализации и порогом рентабельности по формуле (3.11) или (3.12)

$$ЗФП = В - ПР , \quad (3.11)$$

или

$$ЗФП = \frac{100}{ОР} , \quad (3.12)$$

где ЗФП – запас финансовой прочности.

Первая формула представляет собой выражение запаса финансовой прочности предприятия в денежных единицах, вторая - в процентах¹⁰²⁾.

По мере удаления выручки от порога рентабельности сила воздействия операционного рычага ослабевает, а запас финансовой прочности увеличивается, это связано с относительным уменьшением постоянных затрат в общих затратах.

Таким образом, сложившийся в компании уровень операционного рычага – это характеристика потенциальной возможности влиять на прибыль до выплаты процентов и налогов путем изменения структуры себестоимости и объема продаж.

Однако, несмотря на ценность такого инструмента как операционный анализ, его применение имеет ряд ограничений:

- поведение общих затрат и выручки жестко определено и линейно в пределах области релевантности;
- операционный анализ применим для предприятий выпускающих один вид продукции или небольшой ассортимент продукции;
- затраты не всегда точно могут быть разделены на переменные и постоянные (большинство затрат носят условно-переменный или условно-постоянный характер);
- делается допущение, что число произведенных единиц равно числу

¹⁰²⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента. / И.А. Бланк. К.: Ника-Центр, 2001. Т. 1. С. 483.

проданных, но на практике такая ситуация является редкостью;

- цены реализации и цены на сырье и материалы в рамках релевантного объема остаются неизменными;

- операционный анализ может проводиться только в рамках объем продаж, при котором постоянные затраты остаются неизменными;

- при проведении операционного анализа не учитывается изменение стоимости денежной единицы во времени¹⁰³⁾.

В итоге можно сказать, что анализ взаимосвязи объема производства, себестоимости, прибыли и маржинального дохода, а также влияния объема производства на себестоимость и прибыль является перспективным направлением развития управления затратами предприятия в условиях рыночных отношений.

3.4 Контрольные вопросы

1 Каковы цели управления затратами на предприятии?

2 Можно ли говорить о различии понятий: «расходы», «затраты», «издержки»?

3 Перечислите принципы классификации затрат на производство и объясните их назначение.

4 Какая классификация затрат используется для выбора варианта из возможных альтернативных задач?

5 Какой принцип положен в основу деления затрат на постоянные и переменные?

6 Что представляют собой вмененные издержки?

7 Какие расходы предприятия относятся к косвенным?

8 От чего зависит выбор базы распределения косвенных расходов предприятия?

9 Каким образом выбор базы распределения влияет на прибыльность того или иного продукта?

¹⁰³⁾ Керимов, В.Э. Организация управленческого учета по системе «директ-костинг» / В.Э. Керимов, Н.Н. Комарова, А.А. Епифанов // Аудит и финансовый анализ. – 2001. - № 2. С. 49.

10 Каким образом расходы организации классифицируются в бухгалтерском учете?

11 Позволяет ли российская практика ведения бухгалтерского учета делить затраты на переменные и постоянные?

12 Какие виды расходов выделяются в соответствии с Налоговым Кодексом РФ?

13 В чем недостатки и преимущества определения полной себестоимости продукции?

14 Возможно ли на предприятии комплексное применение различных методов управления затратами? Если да, то в каких случаях?

15 Что такое операционный рычаг? Какова его роль в финансовом менеджменте?

16 Как увязываются операционный рычаг и производственный риск?

17 Каковы единицы измерения операционного рычага?

18 Как связаны операционный рычаг и порог рентабельности предприятия?

19 Чем определяется сила операционного рычага? За счет чего можно повышать или понижать его уровень?

20 Как увязываются операционный рычаг и риск?

21 Какой вид риска характеризуется операционным рычагом? В чем он состоит?

22 Какие факторы влияют на решения об увеличении или уменьшении объема выпуска отдельных видов продукции?

23 Каковы ограничения операционного анализа?

4 Финансовые проблемы воспроизводства оборотных активов

4.1 Оборотные средства и оценка эффективности их использования

Непременным условием для осуществления предприятием хозяйственной деятельности является наличие оборотных средств (оборотных активов, оборотного капитала). Сущность оборотных средств определяется их экономической ролью, необходимостью обеспечения воспроизводственного процесса, включающего как процесс производства, так и процесс обращения. В отличие от основных фондов, неоднократно участвующих в процессе производства, оборотные средства функционируют только в одном производственном цикле и независимо от способа производственного потребления полностью переносят свою стоимость на готовый продукт.

Оборотные активы – это активы, характеризующие совокупность имущественных ценностей предприятия и возобновляемые с определенной регулярностью для обеспечения текущей деятельности, вложения в которые как минимум однократно оборачиваются в течение одного года или одного производственного цикла¹⁰⁴⁾. Оборотные средства предприятий по их назначению в процессе воспроизводства подразделяются на следующие группы:

- производственные запасы;
- незавершенное производство;
- готовые изделия на складе и отгруженные;
- денежные средства, находящиеся в кассе и на расчетном счете, и средства в расчетах.

Производственные запасы и незавершенное производство представляют собой производственные оборотные фонды предприятий (оборотные фонды производства). Основное назначение оборотных фондов производства

¹⁰⁴⁾ Ковалев, В.В. Курс финансового менеджмента: учебник / В.В. Ковалев. М.: Проспект, 2010. С. 256.

(производственных запасов и незавершенного производства) – обеспечить бесперебойность и ритмичность процесса производства. Производственные запасы находятся лишь в сфере производства, а не в самом процессе производства, поскольку в данный момент времени они не подвергаются обработке, а являются потенциальными элементами производства. Однако они необходимы, так как обеспечивают непрерывность процесса производства. Незавершенное производство – это предметы труда, которые находятся непосредственно в процессе производства и подвергаются обработке. По существу это незаконченные производством изделия разной степени готовности.

Готовые изделия, а также денежные средства в кассе, на расчетном счете и средства в расчетах составляют оборотные фонды обращения. Потребность в этих оборотных фондах обуславливается непрерывностью процесса кругооборота фондов производственных объединений (предприятий).

Основной целью управления оборотными средствами является определение объема, структуры оборотного капитала и источников его финансирования, достаточных для обеспечения долгосрочной непрерывной производственной и эффективной финансовой деятельности предприятия¹⁰⁵⁾.

Финансовый менеджер должен обеспечивать формирование оборотного капитала в размере, оптимизирующем управление текущей деятельностью. С этих позиций важнейшей финансово-хозяйственной характеристикой предприятия является его ликвидность. При низком уровне оборотного капитала производственная деятельность не поддерживается должным образом, отсюда – возможная потеря ликвидности, периодические сбои в работе и низкая прибыль. При некотором оптимальном уровне оборотного капитала прибыль становится максимальной¹⁰⁶⁾. В соответствии с рисунком 9 дальнейшее повышение величины оборотных средств приведет к тому, что предприятие будет иметь в распоряжении временно свободные, бездействующие текущие активы, а также излишние издержки

¹⁰⁵⁾ Финансовый менеджмент: учебник для вузов / под ред. акад. Г.Б. Поляка. - 2-е изд., перераб. и доп. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2006. С. 14.

¹⁰⁶⁾ Хохлов, В. В. Факторы роста оборотного капитала промышленных предприятий и цена источников его финансирования / В.В. Хохлов. - Режим доступа: <http://www.smartcat.ru/FinancialManagement/leasesA.shtml>

финансирования, что повлечет снижение прибыли.

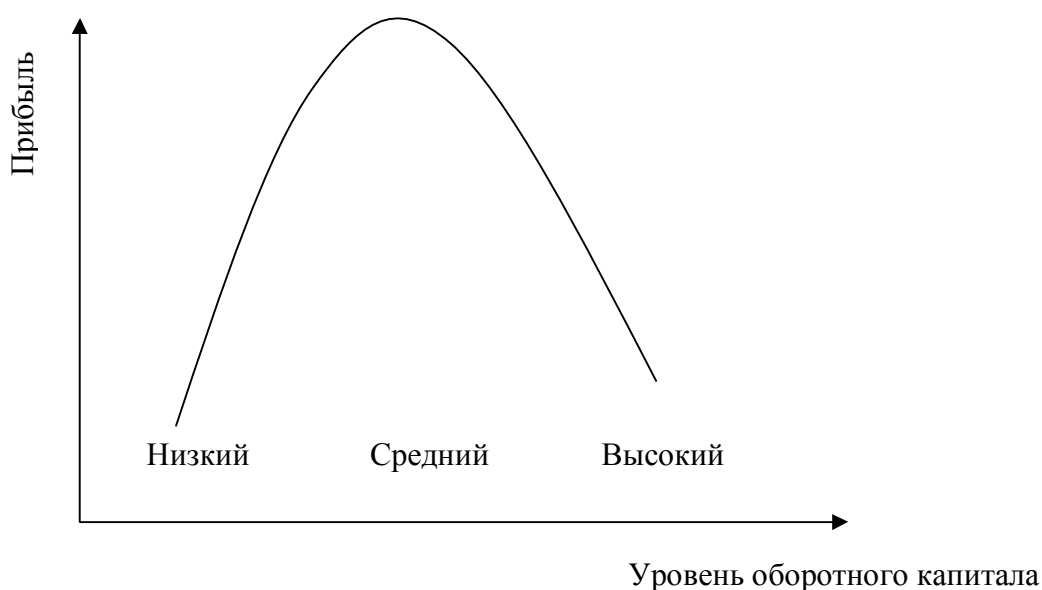


Рисунок 9 – Взаимосвязь прибыли и уровня оборотного капитала

Таким образом, стратегия и тактика управления оборотным капиталом должна обеспечить поиск компромисса между риском потери ликвидности и эффективностью работы. Это сводится к решению двух важных задач¹⁰⁷⁾.

Во-первых, к обеспечению платежеспособности. Такое условие отсутствует, если предприятие не в состоянии оплачивать счета, выполнять обязательства и, возможно, объявит о банкротстве. Предприятие, не имеющее достаточного уровня оборотного капитала, может столкнуться с риском неплатежеспособности.

Во-вторых, к обеспечению приемлемого объема, структуры и рентабельности активов.

Объем оборотных активов должен обеспечивать непрерывность текущей деятельности, а соответственно платежеспособность предприятия. Структура оборотных средств – это пропорции распределения ресурсов между отдельными элементами оборотных активов.

Риск потери ликвидности или снижения эффективности, обусловленный объемом и структурой оборотного капитала потенциально несет в себе следующие

¹⁰⁷⁾ Гаврилова, А.Н. Финансовый менеджмент: учебное пособие / А.Н. Гаврилова, Е.Ф. Сысоева, А.И. Барабанов, Г.Г. Чигарев, Л.И. Григорьева. М.: КНОРУС, 2006. С. 94.

явления:

- недостаточность денежных средств. Предприятие должно иметь денежные средства для ведения текущей деятельности, на случай непредвиденных расходов и на случай вероятных эффективных капиталовложений. Нехватка денежных средств в нужный момент связана с риском прерывания производственного процесса, возможным невыполнением обязательств либо с потерей возможной дополнительной прибыли;

- недостаточность собственных кредитных возможностей. Этот риск связан с тем, что при продаже товаров в кредит покупатели могут оплатить их в течение нескольких дней или даже месяцев, в результате чего на предприятии образуется дебиторская задолженность;

- недостаточность производственных запасов. Предприятие должно располагать достаточным количеством сырья и материалов для проведения эффективного процесса производства; готовой продукции должно хватать для выполнения всех заказов и т.д. Неоптимальный объем запасов связан с риском дополнительных издержек или остановки производства;

- излишний объем оборотного капитала. Поскольку его величина прямо связана с издержками финансирования, то поддержание излишних активов сокращает доходы. Возможны различные причины образования излишних активов: неходовые и залежалые товары, привычка «иметь про запас» и др.¹⁰⁸⁾.

На величину, состояние и структуру оборотных активов оказывают влияние различные (внешние и внутренние) факторы.

К внешним факторам следует отнести:

- общую экономическую ситуацию в стране;
- особенности налогового законодательства;
- темпы инфляции (дефляции);
- уровень ставок банковского кредитования;
- тенденции развития инвестиционного рынка (инвестиционный климат);
- экономический потенциал региона.

¹⁰⁸⁾ Ковалев, В.В. Управление активами фирмы / В.В. Ковалев. М.: Проспект, 2007. С. 209.

В современных экономических условиях наибольшее значение для предприятий имеют такие внешние факторы, как взаимоотношения предприятия с контрагентами – поставщиками сырья и материалов и потребителями готовой продукции. От степени налаженности контактов с данными контрагентами напрямую зависят величины запасов сырья, материалов, готовой продукции на складах, дебиторской задолженности.

К внутренним факторам, от которых зависит объем и структура оборотных активов предприятия, можно отнести:

- конкурентоспособность предприятия на рынке;
- организация складского хозяйства;
- масштаб деятельности предприятия (малый бизнес, средний, крупный);
- стадия развития предприятия;
- количество и разнообразие потребляемых видов ресурсов;
- расположение контрагентов;
- темпы роста производства и реализации продукции;
- доля добавленной стоимости в цене продукта;
- учетная политика предприятия;
- качество работы менеджеров предприятия¹⁰⁹⁾.

Для предприятий первостепенное значение приобретают такие факторы, как продолжительность производственного цикла предприятия. В зависимости от вида выпускаемой продукции производственный цикл предприятия может колебаться от одного дня до нескольких месяцев, что влияет на величину незавершенного производства.

Величина оборотного капитала определяется не только потребностями производственного процесса, но и случайными факторами. Поэтому принято подразделять оборотный капитал на постоянный и переменный, как это представлено на рисунке 10. В теории финансового менеджмента существуют две основные трактовки понятия «постоянный оборотный капитал». Согласно первой трактовке постоянный оборотный капитал представляет собой ту часть денежных

¹⁰⁹⁾ Вахрушина. Н. Как управлять оборотными активами /Н. Вахрушина // Финансовый директор. – 2005. - № 1. С. 69.

средств, дебиторской задолженности и производственных запасов, потребность в которых относительно постоянна в течение всего операционного цикла. Это усредненная, например, по временному параметру, величина текущих активов, находящихся в постоянном ведении предприятия. Согласно второй трактовке постоянный оборотный капитал может быть определен как минимум, необходимый для осуществления производственной деятельности¹¹⁰⁾. Этот подход означает, что предприятию для осуществления своей деятельности необходим некоторый минимум оборотных средств, например постоянный остаток денежных средств на расчетном счете, некоторый аналог резервного капитала.

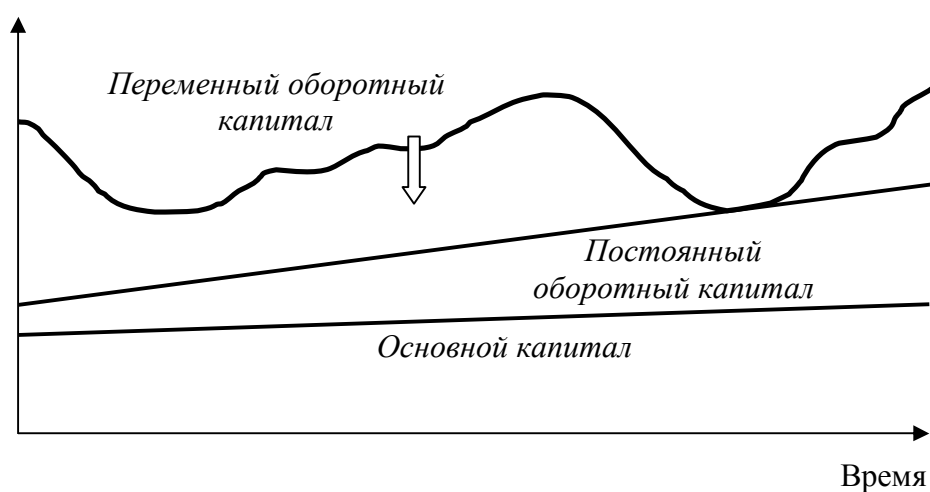


Рисунок 10 – Постоянный и переменный оборотный капитал

Категория переменного оборотного капитала отражает дополнительные текущие активы, необходимые в пиковые периоды или в качестве страхового запаса. Например, потребность в дополнительных производственно-материальных запасах может быть связана с поддержкой высокого уровня продаж во время сезонной реализации. В то же время по мере реализации возрастает дебиторская задолженность. Добавочные денежные средства необходимы для оплаты поставок сырья и материалов, а также трудовой деятельности, предшествующих периоду высокой деловой активности¹¹¹⁾.

Критерием оценки оборотных активов, а показателем, характеризующим меру

¹¹⁰⁾ Ван Хорн, Дж. К. Основы финансового менеджмента / Дж. К. Ван Хорн, Дж. М. Вахович: пер. с англ. М.: Издательский дом «Вильямс», 2008. С. 292.

¹¹¹⁾ Ковалев, В.В. Курс финансового менеджмента: учебник / В.В. Ковалев. М.: Проспект, 2010. С. 260.

интенсивности их использования, является оборачиваемость. Под оборачиваемостью оборотных средств понимается продолжительность полного кругооборота средств с момента приобретения оборотных средств (покупки сырья, материалов и т. п.) до выхода и реализации готовой продукции. Кругооборот оборотных средств завершается зачислением выручки на счет предприятия. Оборачиваемость оборотных средств неодинакова на различных предприятиях, что зависит от их отраслевой принадлежности, а в пределах одной отрасли – от организации производства и сбыта продукции, размещения оборотных средств и других факторов.

Оборачиваемость оборотных средств характеризуется рядом взаимосвязанных показателей - длительностью одного оборота в днях, количеством оборотов за определенный период (коэффициентом оборачиваемости), суммой занятых на предприятии оборотных средств на единицу продукции (коэффициентом загрузки), формулы (4.1), (4.2), (4.3).

$$Поб = \frac{\overline{OA} * T}{B}, \quad (4.1)$$

где \overline{OA} - средняя величина оборотных активов;

T – число дней в периоде;

B – выручка от реализации.

$$Коб = \frac{B}{\overline{OA}}, \quad (4.2)$$

$$Кзагр = \frac{\overline{OA}}{B}. \quad (4.3)$$

Показатели оборачиваемости оборотных средств могут рассчитываться по всем оборотным средствам, участвующим в обороте, и по отдельным элементам.

Сопоставление показателей оборачиваемости в динамике позволяет выявить

тенденции эффективности использования оборотных средств. Если в динамике продолжительность одного оборота сокращается, а число оборотов, совершаемых оборотными средствами, увеличивается, то происходит ускорение оборачиваемости оборотных средств. Увеличение в динамике продолжительности оборота оборотных средств и сокращение числа оборотов приводит к замедлению оборачиваемости оборотных средств. При ускорении оборачиваемости оборотных средств из оборота высвобождаются материальные ресурсы и источники их образования, при замедлении – в оборот вовлекаются дополнительные средства.

Ускорение оборачиваемости оборотных активов способствует их относительному и абсолютному высвобождению из оборота.

Относительное высвобождение имеет место при опережении темпов роста продаж по сравнению с темпами роста оборотных средств. В этом случае меньшим объемом оборотных средств обеспечивается больший объем реализации.

Абсолютное высвобождение имеет место при снижении суммы оборотных средств в текущем периоде по сравнению с предшествующем годом при увеличении объема продаж.

Сумма высвобождения средств из оборота в связи с ускорением или вовлечения средств в оборот при замедлении оборачиваемости капитала определяется по формуле (4.4) или (4.5)

$$\text{Объем высвобождения (вовлечения)} = (\text{Поб}_1 - \text{Поб}_0) * \frac{B_1}{T}, \quad (4.4)$$

где Поб_0 и Поб_1 – период оборачиваемости соответственно в базовом и отчетном периоде;

B_1 – выручка от реализации отчетного периода;

T – число дней в периоде,

$$\text{Объем высвобождения (вовлечения)} = \overline{OA}_1 - \frac{B_1}{\text{Коб}_0}, \quad (4.5)$$

где \overline{OA}_1 – средняя величина оборотных активов в отчетном периоде;

V_1 – выручка от реализации отчетного периода;

$K_{об0}$ – коэффициент оборачиваемости оборотных активов в базовом периоде¹¹²⁾.

Пример - В 2007 году величина оборотных средств АО составила 3500 тыс. р., выручка 22000 тыс. р. В 2008 году величина оборотных средств составила 3000 тыс. р., выручка – 25000 тыс. р. Определите характер и величину высвобождения (вовлечения) оборотных средств.

Решение.

$$K_{об2007} = 22000/3500 = 6,3 \text{ оборота в год.}$$

$$K_{об2008} = 25000/3000 = 7,33 \text{ оборота в год.}$$

Ускорение оборачиваемости оборотных средств составило 1,03 оборота (6,3 - 7,33).

Рассчитаем величину высвобождения оборотных средств

$$\text{Объем высвобождения (вовлечения)} = 3000 - \frac{25000}{6,33} = -968 \text{ тыс. р.}$$

Таким образом, высвобождение оборотных средств за счет ускорения оборачиваемости составило 968 тыс. р. или 32 % (968 / 3000).

На данном предприятии имело место абсолютное высвобождение оборотных средств, поскольку произошло увеличение выручки от реализации при одновременном сокращении величины оборотных средств.

Анализируя эффективность использования оборотных активов необходимо оценить прибыльность производственно-хозяйственной деятельности в рассматриваемом периоде от использования предприятием оборотных средств. Критерием такой оценки является показатель рентабельности текущих активов. Он может быть представлен в виде произведения двух индикаторов (модель Дюпона): рентабельности продаж и коэффициента оборачиваемости текущих активов,

¹¹²⁾ Павлова, Л.Н. Финансовый менеджмент / Л.Н. Павлова. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. С. 192.

определяется по формуле (4.6)

$$R_{OA} = \frac{ЧП}{B} \times \frac{B}{\overline{OA}}, \quad (4.6)$$

где *ЧП* - чистая прибыль;

B - выручка от реализации;

\overline{OA} - средняя величина оборотных активов.

Изменение рентабельности оборотных активов сводится к воздействию на обе ее составляющие: рентабельность продаж и коэффициент оборачиваемости. При низкой прибыльности продаж необходимо стремиться к ускорению оборачиваемости капитала, и наоборот, вызванная теми или иными причинами низкая оборачиваемость, может быть компенсирована снижением затрат на производство продукции или повышением продажных цен¹¹³⁾.

В теории финансового менеджмента выделяют три варианта политики управления оборотными активами предприятия:

- «спокойная» (агрессивная), при которой имеет место относительно большой уровень запасов, дебиторской задолженности и денежных средств. Она связана с минимальным уровнем риска и прибыли;

- «сдерживающая» (консервативная). Ее основным признаком является сдерживание роста и низкий уровень оборотных активов, но несет высокий риск потери ликвидности из-за десинхронизации поступлений и платежей, поэтому она проводится либо в условиях достаточной предсказуемости поступлений и платежей, объема продаж и запасов, либо при строгой экономии;

- «умеренная» - средний вариант¹¹⁴⁾.

Уровень оборотного капитала при реализации этих стратегий иллюстрирует график, представленный на рисунке 10 (линейная связь между оборотным

¹¹³⁾ Ковалев, В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалев. М.: Финансы и статистика, 2007. С. 263.

¹¹⁴⁾ Финансовый менеджмент: теория и практика: учеб. / Е.С. Стоянова, И.Т. Балабанов, И.А. Бланк; под ред. Е.С. Стояновой. 6-е изд., перераб. и доп. М.: Изд-во «Перспектива», 2008. С. 232.

капиталом и выручкой от реализации условна)¹¹⁵⁾.

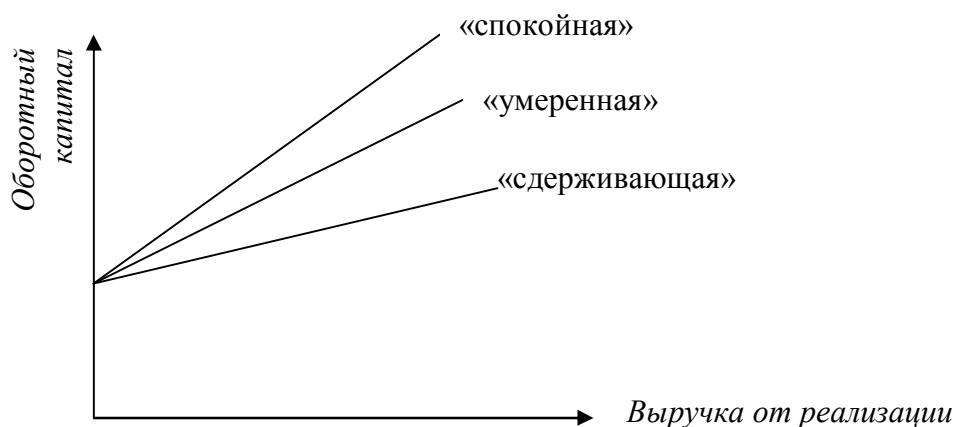


Рисунок 10 – Варианты политики управления оборотными активами предприятия

Каждому типу такой политики должна соответствовать политика финансирования. В связи с этим задача финансового менеджера, с одной стороны, состоит в определении достаточного уровня и рациональной структуры текущих активов, с другой – в определении величины и структуры источников финансирования оборотных активов.

4.2 Определение потребности в оборотных средствах

Эффективность деятельности предприятия также во многом зависит от правильного определения потребности в оборотных средствах. Оптимальная обеспеченность оборотными средствами ведет к минимизации затрат, улучшению финансовых результатов, к ритмичности и слаженности работы предприятия. Завышение оборотных средств ведет к излишнему их отвлечению в запасы, к замораживанию и омертвлению ресурсов. Кроме всего прочего, это дорого обходится предприятию, поскольку возникают дополнительные затраты на хранение и складирование. Занижение оборотных средств может привести к перебоям в

¹¹⁵⁾ Ван Хорн, Дж. К. Основы финансового менеджмента / Дж. К. Ван Хорн, Дж. М. Вахович: пер. с англ. М.: Издательский дом «Вильямс», 2008. С. 298.

производстве и реализации продукции, к несвоевременному выполнению предприятием своих обязательств. И в том и в другом случае следствием является неустойчивое финансовое состояние, нерациональное использование ресурсов, ведущее к потере выгоды.

Нормирование представляет собой установление оптимальной величины оборотных средств, необходимых для организации и осуществления нормальной хозяйственной деятельности предприятия. Нормирование оборотных средств является предметом внутрифирменного планирования, одним из ключевых направлений управления формированием использованием оборотного капитала. Посредством нормирования финансовые службы предприятия определяют потребность в собственных оборотных средствах в минимальном, но достаточном объеме, обеспечивающем выполнение запланированных заданий и поддерживающем бесперебойность воспроизводственного процесса.

Определение потребности в оборотных средствах предприятия тесно связано с плановой сметой затрат на производство продукции и с производственным планом предприятия. В производственном плане прорабатываются вопросы, от которых зависит обеспечение производства всеми видами ресурсов, в том числе и финансовыми, заключение договоров, условий поставки, способов расчетов. На базе производственного плана разрабатывается смета затрат на производство продукции, в которой определяется возможная себестоимость производимой продукции. В основу определения потребности в оборотных средствах закладывается смета затрат.

На практике применяют три основных метода нормирования оборотных средств: аналитический, коэффициентный и метод прямого счета.

Аналитический метод использует фактические данные о величине оборотных средств за определенный период. При этом уточняются излишние и ненужные запасы, вносятся поправки на изменение условий производства и снабжения. Уточненный результат этих расчетов и считается нормативом оборотных средств на планируемый период. Этот метод используется в тех случаях, когда не предполагаются существенные изменения в условиях работы предприятия, и средства, вложенные в материальные ценности и запасы, имеют большой удельный

вес¹¹⁶⁾.

Коэффициентный метод состоит в том, что нормативы на планируемый период рассчитываются путем внесения поправок (с помощью коэффициентов) в нормативы предшествующего периода. Коэффициенты учитывают изменение объемов производства, оборачиваемость оборотных средств, ассортиментные сдвиги и другие факторы¹¹⁷⁾.

Метод прямого счета состоит в том, что рассчитываются суммы оборотных средств по каждому конкретному виду товарно-материальных ценностей, затем они складываются, и в результате определяется норматив по каждому элементу нормируемых оборотных средств. Общий норматив представляет сумму нормативов по всем элементам. Этот метод является наиболее точным, обоснованным, но вместе с тем довольно трудоемким¹¹⁸⁾.

При нормировании оборотных средств необходимо установить нормы запаса по отдельным видам нормируемых материалов, определить нормативы по каждому элементу оборотных средств и рассчитать совокупный норматив по нормируемым оборотным средствам.

Нормы оборотных средств характеризуют минимальные запасы товарно-материальных ценностей, рассчитанных в днях запаса или в процентах к определенной базе (товарной продукции). Как правило, они устанавливаются на определенный период времени (квартал, год), но могут действовать и в течение более длительного периода. Нормы устанавливаются по запасам сырья, материалов, незавершенному производству, запасам готовой продукции на складе предприятия.

Норма в днях по запасам сырья, материалов, покупных полуфабрикатов складывается из времени:

- выгрузки, приемки, складской обработки и лабораторного анализа (подготовительный запас);

- нахождения материалов на складе для текущего производственного процесса

¹¹⁶⁾ Зайцев, Н.Л. Экономика и организации: учебник для вузов / Л.Н. Зайцев. М.: Экзамен, 2005. С. 281.

¹¹⁷⁾ Радионов, Р.А. Новые подходы к нормированию оборотных средств на предприятии./ Радионов. Р.А. // Финансовый менеджмент. - 2005. - №3. С.21.

¹¹⁸⁾ Паламарчук, А.С. Оборотные средства предприятия. / Паламарчук. А.С. // Справочник экономиста. – 2005- № 3. С. 38.

(текущий запас) и страхового, или гарантийного, запаса (страховой запас);

- подготовки материалов к производству (технологический запас);
- пребывания материалов в пути (транспортный запас)¹¹⁹⁾.

Наибольший удельный вес в общей норме оборотных средств по группе материалов занимает норма текущего запаса.

Текущий запас - это постоянный запас материалов, полностью подготовленных к запуску в производство и предназначенных для бесперебойной работы предприятия. Его величина зависит от среднесуточного потребления материалов, интервала между очередными поставками, размера партий поставок и партий запуска в производство. Для многих материалов интервал между очередными поставками берется в половинном размере или рассчитывается среднеарифметическим методом.

Максимальная величина текущего запаса Z_{max} определяется по формуле (4.7)

$$Z_{max} = A_n \times T, \quad (4.7)$$

где A_n - среднесуточная потребность в данном материале, натуральные единицы измерения;

T - время между двумя очередными поставками, дни.

При этом среднесуточное потребление устанавливается делением общей потребности в данном материале в плановом периоде (год, квартал, месяц) на количество календарных дней за тот же период, если предприятие работает непрерывно, или на количество рабочих дней, если не работает в праздничные и выходные дни.

Средняя величина текущего запаса (его часто называют переходным запасом) Z_{mek} определяется по формуле (4.8).

$$Z_{mek} = Z_{max} / 2. \quad (4.8)$$

¹¹⁹⁾ Андреева, С.Ю. Нормирование оборотных активов как средство управления оборотным капиталом предприятия / С.Ю. Андреева, Т.В. Ялятиева // Экономический анализ: теория и практика. – 2005. - № 9. С. 36.

К следующему по значимости относится страховой запас, который создается на случай возможных срывов поставок во времени, задержек в пути, поступления некачественных материалов и т.п. Размер страхового запаса устанавливается обычно в процентах к нормам оборотных средств на текущий запас (от 30 до 50 %).

Страховой, или гарантийный, запас Z_c можно также определить по формуле (4.9)

$$Z_c = H_{\text{дн}} \times P_m \quad (4.9)$$

где $H_{\text{дн}}$ - норма страхового запаса материалов, дни;

P_m - среднесуточная потребность в данном виде материалов, натуральные единицы измерения.

В среднем таким же по длительности является транспортный запас, образуемый в случае расхождения в сроках движения документооборота и оплаты по ним и времени нахождения материалов в пути.

На предприятиях формируется и так называемый технологический запас $Z_{\text{тех}}$, который необходим для подготовки к производству. Величина такого запаса определяется по формуле (4.10)

$$Z_{\text{тех}} = A_n \times T_{\text{ц}} \quad (4.10)$$

где A_n - среднесуточная потребность в данном материале, натуральные единицы измерения;

$T_{\text{ц}}$ - длительность технологического цикла, дни.

Общая величина запасов $Z_{\text{см}}$ по сырью, основным материалам, покупным полуфабрикатам определяется по формуле (4.11).

$$Z_{\text{см}} = Z_{\text{тек}} + Z_c + Z_{\text{тр}} + Z_{\text{тех}} \quad (4.11)$$

Нормативная потребность оборотных средств в запасных частях для текущего обслуживания и ремонта оборудования рассчитывается как произведение нормы запаса в рублях, установленной по отношению к определенному показателю, на общую плановую величину последнего.

Типовая норма оборотных средств на запасные части $H_{зп}$ определяется по формуле (4.12).

$$H_{зп} = A_{общ} / C_{об}, \quad (4.12)$$

где $A_{общ}$ - общая потребность в оборотных средствах на запасные части, рубли;
 $C_{об}$ - стоимость оборудования и транспортных средств на конец планируемого года.

Норма запаса по незавершенному производству ($H_{нзп}$) устанавливается исходя из продолжительности производственного цикла и степени готовности изделий, которая выражается через коэффициент нарастания затрат. Норма определяется по формуле (4.13).

$$H_{нзп} = T_{ц} \times K_{нз}, \quad (4.13)$$

где $T_{ц}$ - длительность производственного цикла, дни;

$K_{нзп}$ - коэффициент нарастания затрат.

Коэффициент нарастания затрат в незавершенном производстве характеризует уровень готовности продукции и обусловлен тем, что затраты в незавершенном производстве осуществляются в разное время и нарастают постепенно на протяжении всего цикла. Коэффициент нарастания затрат всегда больше 0 и меньше 1¹²⁰⁾.

Норма запаса по готовой продукции зависит от времени оформления платежных документов, упаковки и маркировки, хранения на складе до отгрузки,

¹²⁰⁾ Паламарчук, А.С. Оборотные средства предприятия. /Паламарчук. А.С. // Справочник экономиста. – 2005. - № 3. С. 38.

комплектования изделий до транзитной нормы, продолжительности транспортировки изделий со склада предприятия до станции отправления и погрузки в транспортные средства.

После установления норм запасов определяется норматив оборотных средств в денежном выражении для отдельных элементов оборотных средств и в целом по предприятию.

Норматив представляет собой рассчитанную в установленном порядке сумму средств, достаточную для бесперебойного обеспечения производственной, снабженческой, сбытовой, торговой и иной деятельности предприятия материальными ресурсами и запасами¹²¹⁾.

В основном норматив по отдельным элементам оборотных средств A_{ni} находится по формуле (4.14).

$$A_{ni} = H_{zi} \times \Pi_i, \quad (4.14)$$

где H_{zi} - норма запаса i -го элемента, дни;

Π_i - показатель, по отношению к которому установлена норма.

Норматив запасов сырья, материалов, покупных полуфабрикатов и т.д. определяется умножением нормы в днях на однодневный их расход (4.15).

$$A_{cm} = H_{cm} \times M / T_k, \quad (4.15)$$

где M - расход сырья и материалов за календарный период времени, рубли;

T_k - календарный период, дни (год - 360 дней; квартал - 90 дней, месяц - 30 дней).

Норматив незавершенного производства $A_{нзн}$ рассчитывается умножением нормы запаса в незавершенном производстве на среднесуточный выпуск продукции оцененной по производственной себестоимости (4.16).

¹²¹⁾ Краткий экономический словарь / Ю.А. Белик, Е.Ф. Борисов, Г.Я. Киперман; под ред. Ю.А. Белика. М.: Политиздат, 1987. С. 308.

$$A_{нзн} = П_{сут} \times H_{нзн}, \quad (4.16)$$

где $П_{сут}$ - среднесуточный выпуск продукции по производственной себестоимости, в рублях;

$H_{нзн}$ - норма запаса в незавершенном производстве, дни.

Норматив оборотных средств на готовую продукцию $A_{гп}$ на складе предприятия определяется по формуле (4.17).

$$A_{гп} = П_{сут} \times H_{зг}, \quad (4.17)$$

где $П_{сут}$ - среднесуточный выпуск готовой продукции по производственной себестоимости, в рублях;

$H_{зг}$ - норма запаса готовой продукции, дни.

Расчет норматива оборотных средств по расходам будущих периодов $A_{б.п}$ определяется по формуле (4.18).

$$A_{б.п.} = Z_n + Z_{пл} - Z_{ног}, \quad (4.18)$$

где Z_n - расходы будущих периодов на начало планируемого периода;

$Z_{пл}$ - затраты планируемого периода на эти цели;

$Z_{ног}$ - затраты в планируемом периоде, подлежащие списанию на себестоимость продукции.

Завершается процесс нормирования установлением совокупного норматива оборотных средств путем сложения частных нормативов по производственным запасам, незавершенному производству, расходам будущих периодов и готовой продукции.

Средняя норма оборотных средств по предприятию в целом рассчитывается делением совокупного норматива на однодневный выпуск товарной продукции по

производственной себестоимости¹²²⁾.

Таким образом, нормирование оборотных средств - необходимое условие определения минимально достаточного объема средств, обеспечивающих эффективную работу предприятия в целом.

Одним из современных методов определения потребности в оборотных средствах является метод, основанный на длительности финансового цикла предприятия. Финансовый цикл является одной из составляющих операционного цикла. Операционный цикл представляет собой период полного оборота всей суммы оборотных активов, в процессе, которого происходит смена отдельных их видов. Движение оборотных активов предприятия в процессе операционного цикла проходит четыре основных стадии, последовательно меняя свои формы.

На первой стадии денежные средства используются для приобретения сырья и материалов. На второй стадии входящие запасы материальных оборотных активов (сырья и материалов) в результате непосредственной производственной деятельности превращаются в запасы готовой продукции. На третьей стадии запасы готовой продукции реализуются потребителям и до наступления срока их оплаты преобразуются в дебиторскую задолженность. На четвертой стадии инкассированная дебиторская задолженность вновь преобразуется денежные активы¹²³⁾.

В результате операционный цикл предприятия можно представить следующим образом (рисунок 11).

¹²²⁾ Паламарчук, А.С. Оборотные средства предприятия. /Паламарчук. А.С. // Справочник экономиста. – 2005. - № 3. С. 38.

¹²³⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. К.: Ника-Центр, 2001. Т. 1. С. 306.

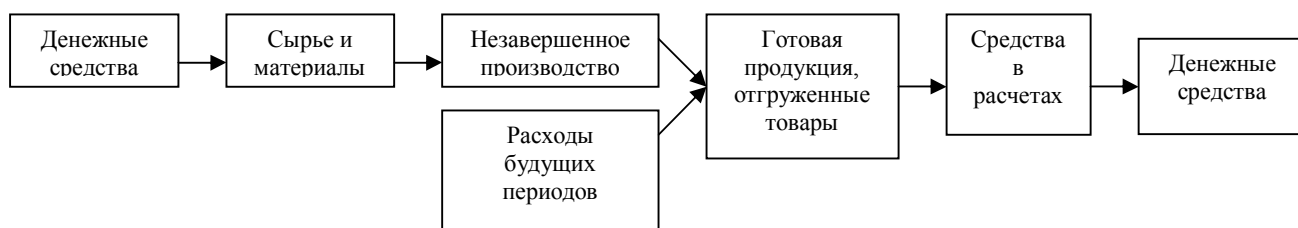


Рисунок 11 – Операционный цикл предприятия

Продолжительность операционного цикла можно рассчитать по формуле (4.19)

$$ПОЦ = ПО_{СМ} + ПО_{НЗ} + ПО_{ГП} + ПО_{ДС} + ПО_{ДЗ}, \quad (4.19)$$

где $ПОЦ$ – продолжительность операционного цикла предприятия, в днях;

$ПО_{СМ}$ – средний период оборота сырья и материалов, в днях;

$ПО_{НЗ}$ – средний период оборота незавершенного производства, в днях;

$ПО_{ГП}$ – средний период оборота готовой продукции, в днях;

$ПО_{ДС}$ – средний период оборота денежных активов, в днях;

$ПО_{ДЗ}$ – средний период оборота дебиторской задолженности, в днях.

В процессе управления оборотными активами в рамках операционного цикла выделяют две основные составляющие: производственный цикл и финансовый цикл.

Производственный цикл предприятия характеризует период полного оборота материальных элементов оборотных активов, используемых для обслуживания производственного процесса, начиная с момента поступления сырья, материалов и полуфабрикатов на предприятие и заканчивая моментом отгрузки изготовленной из них готовой продукции покупателям. Продолжительность производственного цикла определяется по формуле (4.20).

$$ППЦ = ПО_{СМ} + ПО_{НЗ} + ПО_{ГП}, \quad (4.20)$$

где $ППЦ$ – продолжительность производственного цикла предприятия, в днях;

$ПО_{СМ}$ – средний период оборота сырья и материалов, в днях;

$ПО_{НЗ}$ – средний период оборота незавершенного производства, в днях;

$ПО_{ГП}$ – средний период оборота готовой продукции, в днях.

Сокращение производственного цикла имеет большое экономическое значение, так как при этом сокращается оборачиваемость оборотных средств за счет сокращения объемов незавершенного производства, увеличивается фондоотдача основных фондов, снижается себестоимость продукции за счет сокращения условно-постоянной части затрат на единицу продукции и т.д.¹²⁴⁾.

Финансовый цикл предприятия представляет собой период полного оборота денежных средств, инвестированных в оборотные активы, начиная с момента погашения кредиторской задолженности за полученные сырье, материалы и полуфабрикаты, и заканчивая инкассацией дебиторской задолженности за поставленную готовую продукцию (рисунок 12).

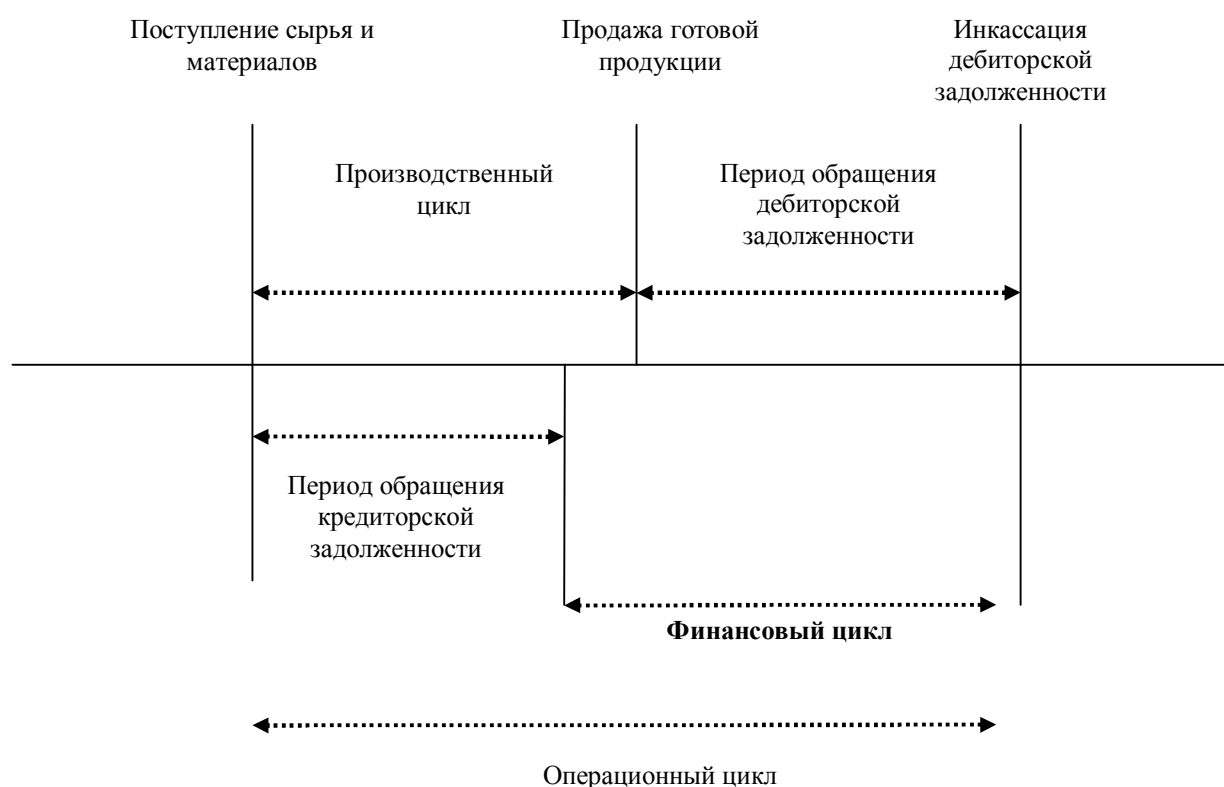


Рисунок 12 – Финансовый цикл предприятия

Продолжительность финансового цикла определяется по формуле (4.21).

¹²⁴⁾ Непомнящий, Е.Г. Экономика и управление предприятием: конспект лекций / Е.Г. Непомнящий. Таганрог: ТРТУ, 1997. С. 239.

$$ПФЦ = ППЦ + ПО_{ДЗ} - ПО_{КЗ}, \quad (4.21)$$

где $ПФЦ$ – продолжительность финансового цикла (цикла денежного оборота) предприятия, в днях;

$ППЦ$ – продолжительность производственного цикла предприятия, в днях;

$ПО_{ДЗ}$ – средний период оборота дебиторской задолженности, в днях;

$ПО_{КЗ}$ – средний период оборота кредиторской задолженности, в днях¹²⁵⁾.

При расчете потребности предприятия в оборотных средствах следует учесть затраты на всех стадиях финансового цикла. В целях сокращения потребности в оборотном капитале предприятие стремиться к уменьшению продолжительности финансового цикла, что может быть сделано как за счет ускорения производственного процесса и оборачиваемости дебиторской задолженности, так и за счет некоторого некритического замедления оборачиваемости кредиторской задолженности.

В финансовом менеджменте очень важно сбалансировать потребности в оборотных средствах с реальными источниками финансирования. При невозможности обеспечить это предприятие должно искать пути сокращения потребности в оборотных средствах за счет ускорения оборачиваемости, либо за счет сокращения объема производства.

4.3 Выбор источников финансирования оборотных активов

Управление финансированием оборотных активов предприятия направлено на обеспечение необходимой потребности в них соответствующими финансовыми средствами и оптимизацию источников формирования этих средств с позиции обеспечения эффективного использования собственного капитала и достаточной финансовой устойчивости предприятия.

Управление финансированием оборотных активов должно осуществляться как

¹²⁵⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. К.: Ника-Центр, 2001. Т. 1. С. 307.

в рамках стратегии долгосрочного финансирования, так и в рамках управления текущими пассивами.

Стратегия финансирования текущих активов определяется в зависимости от того, какое решение примет финансовый менеджер в отношении источников покрытия потребностей в оборотных средствах, т.е. величины собственного оборотного капитала. Изменения в собственном оборотном капитале происходят в процессе текущей деятельности: наращивание деловой активности сопровождается ростом оборотных активов и, по возможности, собственного оборотного капитала. Долгосрочные вложения сопровождаются привлечением долгосрочных источников финансирования, что оказывает влияние на структуру источников финансирования и величину собственного оборотного капитала.

Наличие собственного оборотного капитала означает определенную финансовую устойчивость предприятия, его способность своевременного рассчитываться по своим обязательствам, достигаемую за счет некоторого снижения прибыльности капитала компании. Прибыльность инвестированного капитала связана с размером издержек при различных вариантах финансирования. Поскольку затраты на привлечение долгосрочных источников финансирования выше, чем на привлечение краткосрочных (более высокие затраты обусловлены более высокой ценой долгосрочного финансирования и дополнительными издержками на поддержание структуры капитала в те периоды, когда необходимость в долгосрочных источниках финансирования отсутствует), прибыльность предприятия будет выше при ориентации на краткосрочное финансирование его потребностей. Однако финансирование потребностей предприятия в основных средствах за счет краткосрочных источников всегда связано с риском отказа от дальнейшего финансирования, поскольку существует вероятность неспособности рассчитываться по своим обязательствам. Кроме того, при привлечении краткосрочных источников финансирования, у предприятия не может быть уверенности в сумме затрат на обслуживание вновь привлеченных источников¹²⁶⁾.

¹²⁶⁾ Ван Хорн, Дж. К. Основы финансового менеджмента / Ван Дж. К. Хорн, Дж. М. Вахович: пер. с англ. М.: Издательский дом «Вильямс», 2008. С. 295.

Таким образом, выбор способа финансирования текущих активов предполагает выбор между риском (вероятностью неплатежеспособности предприятия) и прибыльностью.

Краткосрочное финансирование можно классифицировать в зависимости от того, спонтанно оно или нет. К спонтанным источником финансирования относят коммерческий кредит и устойчивые пассивы (счета начислений).

Коммерческий кредит – основной источник краткосрочного финансирования для большинства предприятий. Он представляет собой отсрочку платежа покупателем по счетам поставщика. Преимуществами коммерческого кредита как инструмента краткосрочного финансирования является, прежде всего, его доступность, непрерывность предоставления и гибкость (отсутствует необходимость в предоставлении гарантий, обеспечения, поручителей). При использовании коммерческого кредита необходимо сопоставлять его преимущества с издержками в виде потери выгоды от неиспользованной скидки. При этом если для максимизации преимуществ, связанных со скидкой, предприятие прибегает к использованию других источников краткосрочного финансирования, необходимо, чтобы величина полученной скидки перекрывала издержки обслуживания этих источников и потерю гибкости и удобств коммерческого кредита.

Устойчивые пассивы (счета начислений) – это еще не выплаченная задолженность, начисленная по заработной плате, отчислениям на социальное страхование, налогам, процентам и дивидендам. Счета начислений представляют собой бесплатное финансирование до того момента, пока предприятие не начнет нарушать сроки исполнения обязательств¹²⁷⁾.

После того, как спонтанное финансирование исчерпано, выявляется остаточная потребность в финансировании оборотных активов, способ удовлетворения которой зависит от того, какой характер носит финансируемая часть оборотных активов – постоянный или переменный. Способ, которым предприятие финансирует постоянную и переменную части оборотных средств, определяется в

¹²⁷⁾ Гаврилова, А.Н. Финансовый менеджмент: учебное пособие / А.Н. Гаврилова, Е.Ф. Сысоева, А.И. Барабанов, Г.Г. Чигарев. М.: КНОРУС, 2006. С. 147.

рамках стратегии финансирования оборотных активов.

Традиционно экономисты (Ю. Бригхем, Ван Хорн Дж. К., Терехин В.И., Поляк Г.Б. и другие) выделяют три стратегии финансирования текущих активов: консервативную, агрессивную и компромиссную^{128), 129), 130), 131)}. В дополнение к ним Ковалев В.В. описывает также идеальную модель¹³²⁾.

Идеальная модель предполагает, что оборотные активы по величине совпадают с краткосрочными обязательствами, т.е. собственный оборотный капитал равен нулю. Долгосрочные источники обеспечивают финансирование только внеоборотных активов. Тем самым предприятие рискует ради получения прибыли. В случае экстремальной ситуации, когда возникнет необходимость расчета с большинством кредиторов, предприятие вынуждено будет для покрытия текущей кредиторской задолженности продать часть основных средств. Графически идеальная модель финансирования оборотных активов представлена на рисунке 11.

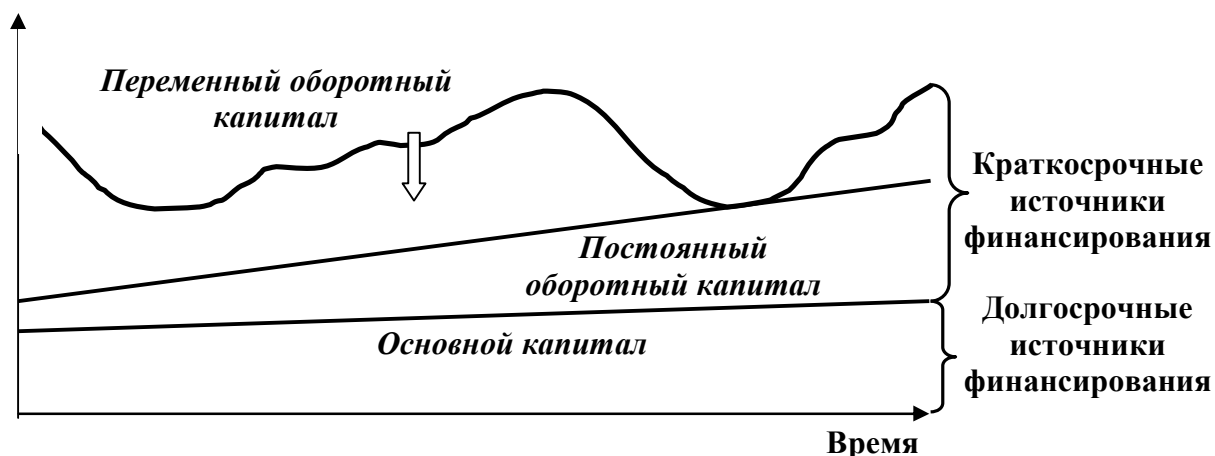


Рисунок 11 – Идеальная стратегия финансирования оборотных активов

В реальной жизни идеальная модель практически не встречается, поскольку в любой момент своей деятельности предприятие нуждается в некоторой сумме

¹²⁸⁾ Бригхем, Ю. Финансовый менеджмент: полный курс: в 2 т. / Ю. Бригхем, Л. Гапенски; пер. с англ. под. ред. В.В. Ковалева. СПб.: Экономическая школа, 2001. - Т. 1. С. 127.

¹²⁹⁾ Ван Хорн, Дж. К. Основы финансового менеджмента: пер. с англ. / Дж. К. Ван Хорн, Джон М. Вахович. М.: Издательский дом «Вильямс», 2008. С. 294.

¹³⁰⁾ Терехин, В.И. Финансовое управление фирмой. Настольная книга менеджера / В.И. Терехин, С.Н. Цыганков. М.: Экономика, 1998. С.186.

¹³¹⁾ Финансовый менеджмент: учебник для вузов / под ред. акад. Г.Б. Поляка. 2-е изд., перераб. и доп. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2008. С. 249.

¹³²⁾ Ковалев, В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалев. М.: Финансы и статистика, 2007. С. 574.

денежных средств для поддержания текущей ликвидности. Структура баланса при такой стратегии финансирования выглядит следующим образом (рисунок 12).

Внеоборотные активы	Собственный капитал
	Долгосрочные обязательства
Оборотные активы	Краткосрочные обязательства

Рисунок 12 – Структура баланса при идеальной стратегии финансирования¹³³⁾

Альтернативной идеальной стратегии финансирования оборотных активов является консервативная стратегия, представленная на рисунке 13.

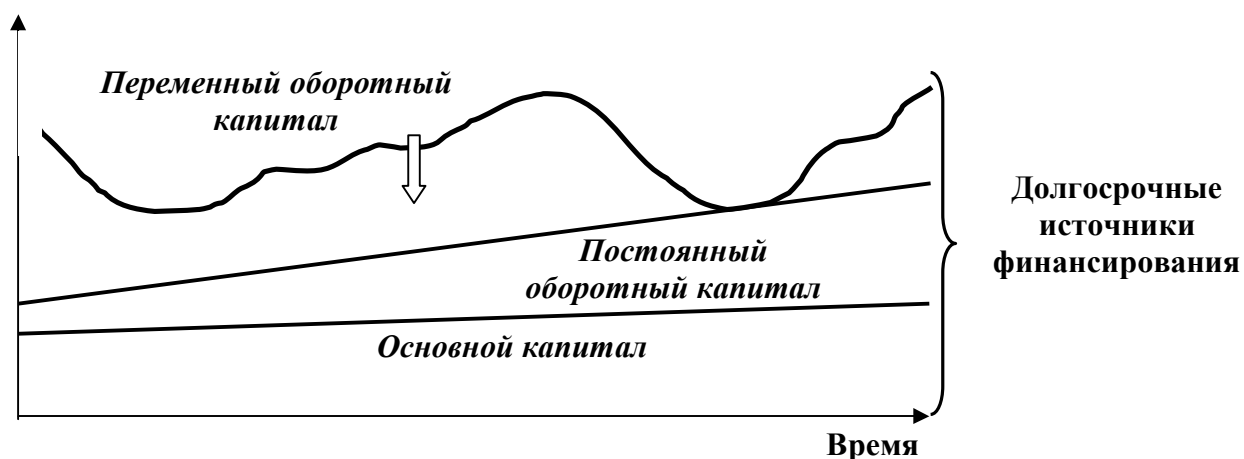


Рисунок 13 – Консервативная стратегия финансирования оборотных активов

На рисунке 13 видно, что при реализации консервативной стратегии финансирования постоянная и сезонная потребность в оборотном капитале полностью покрывается долгосрочными источниками. При консервативной модели удельный вес оборотных активов относительно низок, а краткосрочные обязательства отсутствуют, т.е. собственный оборотный капитал равен по величине оборотным активам.

Возможен вариант, когда уровень долгосрочного финансирования в отдельные моменты находится выше уровня сезонной потребности в оборотном капитале, что приводит к формированию избытка денежных средств¹³⁴⁾. При реализации такой стратегии структура баланса будет иметь вид (рисунок 14).

¹³³⁾ Ковалев, В.В. Курс финансового менеджмента: учебник / В.В. Ковалев. – М.: Проспект, 2010. С. 331.

¹³⁴⁾ Гаврилова, А.Н. Финансовый менеджмент: учебное пособие / А.Н. Гаврилова, Е.Ф. Сысоева, А.И. Барабанов, Г.Г. Чигарев. М.: КНОРУС, 2006. С. 152.

Внеоборотные активы	Собственный капитал
Оборотные активы	Долгосрочные обязательства

Рисунок 14 – Структура баланса при консервативной стратегии финансирования

Консервативную стратегию финансовый менеджер реализует при условии глубокой проработки объемов продаж, четкой организации взаиморасчетов, налаженных связей с поставщиками. Поэтому с позиции ликвидности консервативная стратегия наименее рискованная. Вместе с тем она характеризуется низким уровнем прибыли, так как предприятие несет дополнительные расходы по поддержанию излишних запасов, а также отказывается от такого относительно бесплатного источника финансирования, как кредиторская задолженность¹³⁵⁾.

Агрессивный подход к финансированию оборотных активов предполагает, что за счет собственного и долгосрочного заемного капитала финансируются внеоборотные активы и некоторая часть постоянных оборотных активов (рисунки 15 и 16). В этом случае собственный оборотный капитал равен переменной части и примерно половине постоянной части оборотных активов.

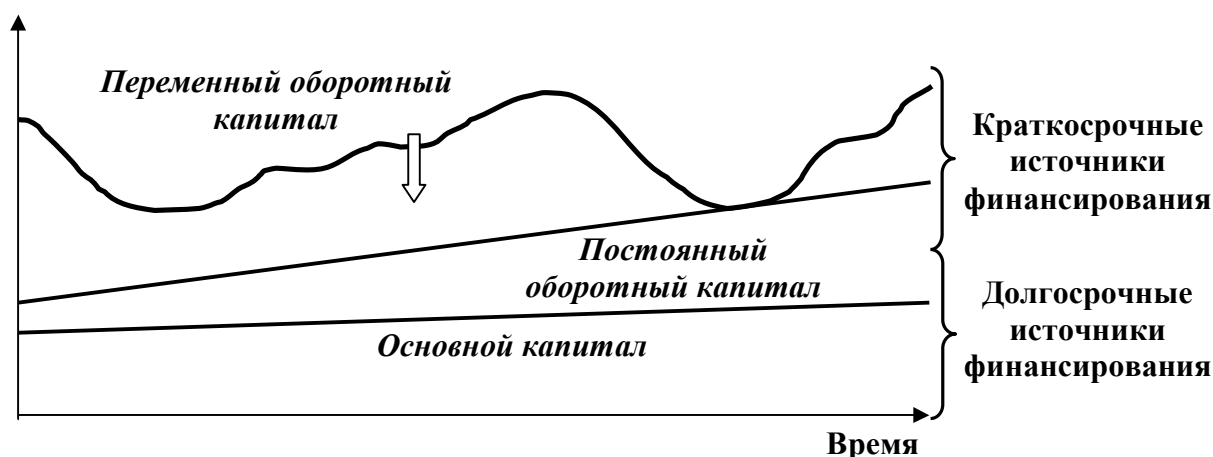


Рисунок 15 – Агрессивная стратегия финансирования оборотных активов

¹³⁵⁾ Финансовый менеджмент: учебник для вузов / под ред. акад. Г.Б. Поляка. 2-е изд., перераб. и доп. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2008. С. 251.

Внеоборотные активы	Собственный капитал
Постоянные оборотные активы	Долгосрочные обязательства
	Краткосрочные обязательства
Переменные оборотные активы	

Рисунок 16 – Структура баланса при агрессивной стратегии финансирования

Агрессивная модель создает проблемы в обеспечении текущей платежеспособности и финансовой устойчивости предприятия, поскольку ограничится лишь минимумом оборотных активов в отдельные периоды времени предприятие не может. В связи с этим реализация агрессивной стратегии финансирования оборотных активов сопровождается достаточно высоким риском потенциальных потерь от приостановки деятельности или неполучения возможных доходов при возрастании спроса на продукции в отдельные периоды. Вместе с тем, она позволяет осуществлять текущую деятельность предприятия с минимальной потребностью в долгосрочных источниках финансирования, а следовательно обеспечивать относительно высокий уровень текущей прибыли (затраты на поддержание текущих запасов минимальны)¹³⁶⁾.

Наиболее реальной с практической точки зрения является компромиссная (умеренная) стратегия финансирования, в основу которой заложен принцип сопоставления по срокам (метод хеджирования). Метод хеджирования предполагает соотнесение каждой категории активов с финансовым инструментом, сроки погашения которого совпадают с временными рамками потребностей в тех или иных средствах, т.е. совпадение сроков существования активов и источников их финансирования¹³⁷⁾.

Суть компромиссной стратегии финансирования состоит в покрытии внеоборотных активов и постоянной части оборотных активов собственным капиталом и долгосрочными обязательствами. Спонтанная кредиторская задолженность в той или иной мере является источником финансирования

¹³⁶⁾ Ковалев, В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалев. М.: Финансы и статистика, 2007. С. 577.

¹³⁷⁾ Ван Хорн, Дж. К. Основы финансового менеджмента: пер. с англ. / Дж. К. Ван Хорн, Джон М. Вахович. М.: Издательский дом «Вильямс», 2008. С. 296.

постоянной части оборотных активов и совместно с краткосрочными кредитами и займами – переменной их части. Графически компромиссную стратегию финансирования оборотных активов можно представить на рисунке 17.

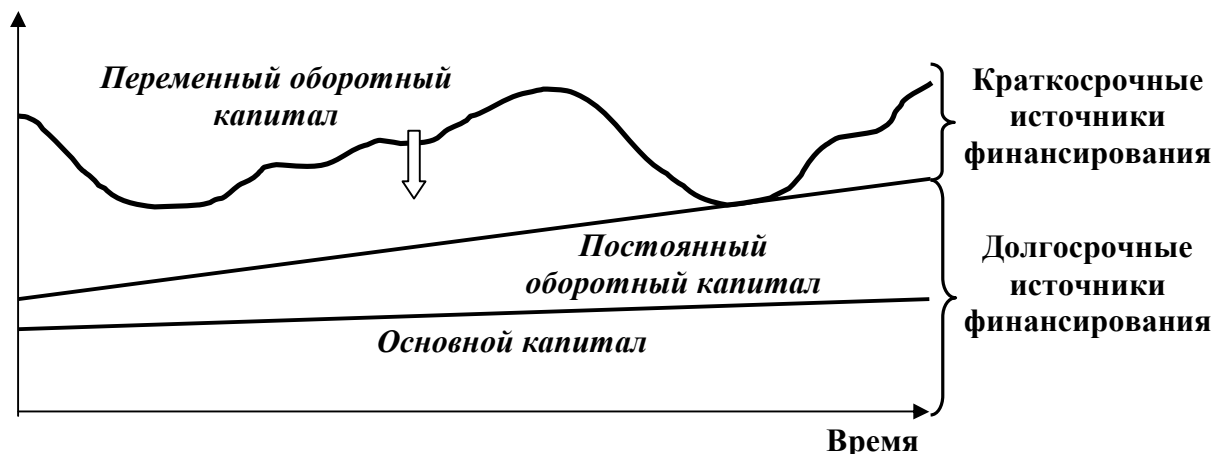


Рисунок 17 – Компромиссная стратегия финансирования оборотных активов

Такая стратегия финансирования оборотных активов обеспечивает приемлемый уровень финансовой устойчивости и рентабельности. В отдельные периоды времени предприятие может иметь излишние оборотные активы, что негативно сказывается на уровне прибыли, но способствует поддержанию риска потери ликвидности на низком (среднем) уровне¹³⁸⁾.

Структура баланса при использовании метода хеджирования представлена на рисунке 18.

Внеоборотные активы	Собственный капитал
Постоянные оборотные активы	Долгосрочные обязательства
Переменные оборотные активы	Краткосрочные обязательства

Рисунок 18 – Структура баланса при компромиссной стратегии финансирования

Использование метода хеджирования для привлечения финансирования оборотных активов предполагает, что в отдельные периоды спада предприятие не

¹³⁸⁾ Ковалев, В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалев. М.: Финансы и статистика, 2007. С. 578.

прибегает к краткосрочным кредитам и займам для пополнения активов. В пиковые периоды, чтобы покрыть возросшую потребность в оборотных средствах предприятия, привлекает краткосрочные кредиты и займы и погашает их за счет освобождающихся денежных средств по мере того, как недавно профинансированные таким образом активы постепенно уменьшаются.

Таким образом, финансовый менеджер, разрабатывая комплексную политику управления источниками финансирования оборотных активов, должен находить оптимальное для конкретного момента времени соотношение уровня риска потери ликвидности и уровня рентабельности. Изменять указанное соотношение можно путем выбора способов финансирования текущей деятельности (таблица 5)¹³⁹⁾.

Таблица 5 – Выбор краткосрочного или долгосрочного способов финансирования текущей деятельности

Источники финансирования	Краткосрочные	Долгосрочные
Активы		
- внеоборотные активы	- высокий риск и рентабельность	- умеренный риск и рентабельность
- постоянные оборотные	- высокий риск и рентабельность	- умеренный риск и рентабельность
- переменные оборотные	- низкий риск и рентабельность	- низкий риск и рентабельность

Как уже было отмечено выше, финансовый менеджер должен быть нацелен на поиск оптимального сочетания политики управления текущими активами и политики их финансирования. Сочетаемость различных видов политики управления оборотными активами и краткосрочными пассивами иллюстрирует матрица выбора политики комплексного оперативного управления текущими активами и текущими пассивами (таблица 6)¹⁴⁰⁾.

¹³⁹⁾ Ван Хорн, Дж. К. Основы финансового менеджмента: пер. с англ. / Дж. К. Ван Хорн, Джон М. Вахович. М.: Издательский дом «Вильямс», 2008. С. 298.

¹⁴⁰⁾ Хохлов, В. В. Факторы роста оборотного капитала промышленных предприятий и цена источников его финансирования / В.В. Хохлов. - Режим доступа: <http://www.smartcat.ru/FinancialManagement/leasesA.shtml>

Таблица 6 - Матрица комплексного оперативного управления текущими активами и пассивами

Политика управления оборотными активами	Агрессивная	Умеренная	Консервативная
Политика управления текущими пассивами			
- агрессивная	агрессивная	умеренная	не сочетаются
- умеренная	умеренная	умеренная	умеренная
- консервативная	не сочетаются	умеренная	консервативная

4.4 Контрольные вопросы

1 Объясните соотношение между оборотными активами и оборотным капиталом?

2 Что такое собственный оборотный капитал? Как он определяется?

3 Какова взаимосвязь уровня прибыли и величины оборотных активов?

4 Назовите критерий деления оборотного капитала на постоянный и переменный?

5 Какими показателями характеризуется эффективность использования оборотных средств?

6 Какие факторы влияют на рентабельность оборотных активов? В чем состоит модель Дюпона?

7 Как рассчитывается абсолютное и относительное высвобождение оборотных средств из оборота?

8 Каковы последствия замедления оборачиваемости оборотных средств?

9 Какими факторами определяется объем и структура оборотных активов?

10 Что относят к постоянному и переменному оборотному капиталу?

11 За счет каких источников финансируется прирост потребности в оборотных активах и как он определяется?

12 Что такое нормирование оборотных средств? Какие элементы оборотных активов подлежат нормированию?

13 Какие методы используются для планирования оптимальной потребности в оборотных средствах? Определите область применения каждого из них.

14 Что такое финансовый цикл? С управлением какими из элементов оборотных средств связан его расчет?

15 Каковы последствия сокращения (увеличения) продолжительности финансового цикла?

16 Чем определяется выбор источников финансирования оборотных активов?

17 Назовите виды стратегии финансирования оборотных активов. Как в них отражается взаимосвязь риска и доходности?

5 Управление элементами оборотных активов

5.1. Управление запасами

Управление запасами – сложный комплекс мероприятий, в котором задачи финансового менеджмента тесно переплетаются с задачами производственного менеджмента и маркетинга.

В соответствии с положением по бухгалтерскому учету «Учет материально-производственных запасов» ПБУ 5 / 01 в качестве материально-производственных запасов понимаются активы, которые соответствуют какому-либо из следующих условий:

- используются в качестве сырья, материалов и т. п. при производстве продукции, предназначенной для продажи (выполнения работ, оказания услуг);
- предназначены для продажи;
- используются для управленческих нужд организации¹⁴¹⁾.

При этом к материально-производственным запасам ПБУ 5/01 относит запасы сырья и материалов, готовой продукции, полуфабрикатов, товаров.

Международные стандарты финансовой отчетности предлагают несколько другую интерпретацию материально-производственных запасов. Так, согласно

¹⁴¹⁾ Учет материально-производственных запасов: Положение по бухгалтерскому учету: ПБУ 5/01, утв. Приказом Минфина России от 09.06.2001 г. № 44н. – Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>

МСФО 2 к запасам относятся:

- товары и иное имущество, предназначенные для продажи;
- готовая продукция, произведенная компанией;
- незавершенная продукция, включающая в себя сырье и материалы, находящиеся в производственном процессе.

Таким образом, следует отметить принципиальное отличие в подходах к определению понятия материально-производственных, принятых в международной и российской практике бухгалтерского учета, которое заключается в том, что сырье и материалы в классификации МСФО не выделяются отдельной категорией, в то время как в российской практике бухгалтерского учета сырье и материалы занимают особое место, чего нельзя сказать про незавершенное производство, которое ПБУ 5 / 01 не относит к материально-производственным запасам.

Концепцией развития бухгалтерского учета в России предусмотрен переход к международным стандартам бухгалтерского учета, следовательно, к категории материально-производственных запасов следует относить и запасы незавершенного производства.

Производственные запасы представляют собой основу производственных фондов предприятия. Как предметы труда они обслуживают сферу производства и полностью потребляются, перенося свою стоимость на себестоимость вновь созданного продукта.

В соответствии с выполняемыми функциями находящиеся на хранении запасы могут быть разделены на три группы:

- страховые запасы – призваны обезопасить предприятие от влияния различных неблагоприятных факторов, таких, как повышение цен на ресурсы, срывы поставок и т.д. Страховые запасы, в свою очередь, можно разделить на резервные запасы – создаются на случай резких отклонений интенсивности поступления или потребления ресурса по ходу производственного процесса или на выходе из системы, и сезонные запасы – создаются в случаях наличия сезонных колебаний поступления ресурсов или спроса на готовую продукцию. На практике спрос на товарно-материальные ценности или их использование, как правило, не

известны с достаточной степенью определенности; обычно они колеблются в течение определенного промежутка времени. Обычно спрос на запасы готовой продукции является в высшей степени неопределенным. В общем случае расход сырья и материалов, а также товаров в пути, который зависит от производственного плана, более предсказуем. Кроме спроса некоторым изменениям обычно подвергается время, необходимое для получения поставляемых товарно-материальных ценностей, начиная с момента размещения заказа. Из-за этих изменений нельзя дать запасам товарно-материальных ценностей упасть до нуля, прежде чем начать размещение нового заказа;

- текущие - постоянно обновляемая часть запасов, формируемых на регулярной основе и равномерно потребляемых в процессе производства и реализации продукции;

- спекулятивные запасы - приобретаются с целью дальнейшей перепродажи при повышении цен на ресурс и служат для сохранения и преумножения денежных средств организации.

Кроме перечисленных выше запасов, находящихся на хранении, можно назвать еще: транспортный - это предметы, которые находятся в процессе транспортировки и поэтому практически недоступны для работы с ними; технологический (цикловой) состоящий из предметов, находящихся в процессе преобразования (обработки), и, по сути, не являющийся запасом¹⁴²⁾.

Для финансового менеджера запасы – это иммобилизованные средства, т.е. средства отвлеченные из оборота. Именно запасы являются важнейшей частью рабочего капитала, где иммобилизуется основная масса денег.

От оптимальности запасов зависят все конечные результаты деятельности предприятия. Эффективное управление запасами позволяет ускорить оборачиваемость капитала и повысить его доходность, уменьшить текущие затраты на их хранение, высвободить из текущего хозяйственного оборота часть капитала,

¹⁴²⁾ Дранко, О. И. Финансовый менеджмент: технологии управления финансами предприятия: учеб. пособие для вузов / О.И. Дранко. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. С. 289.

реинвестируя его в другие активы¹⁴³⁾.

В связи с этим целью управления материально-производственными запасами является разработка политики, с помощью которой можно достичь оптимальных инвестиций в запасы.

Политика управления запасами представляет собой часть общей политики управления оборотными активами предприятия, заключающейся в оптимизации общего размера и структуры запасов товаро-материальных ценностей, минимизации затрат по их обслуживанию и обеспечении эффективного контроля за их движением¹⁴⁴⁾.

Разработка политики управления запасами включает ряд следующих этапов:

1) *анализ запасов товарно-материальных ценностей в предшествующем периоде.*

Целью анализа материально-производственных запасов является получение необходимого объема информации, дающего точную и своевременную оценку состояния запасов сырья и материалов, незавершенного производства, готовой продукции, их соответствия потребностям рынка или производства, выявления резервов для расширения экономического потенциала предприятия.

В соответствии с целью выделим основные задачи анализа материально-производственных запасов:

- оценка текущего состояния запасов, их динамики, структуры;
- оценка эффективности использования запасов в целом и по элементам, которая характеризуется показателями оборачиваемости;
- выявление дефицитных позиций видов материальных ресурсов;
- анализ поставщиков сырья и материалов;
- изучение структуры запасов в разрезе их видов и основных групп, выявление сезонных колебаний их размеров.
- определение потребности в финансовых ресурсах для обеспечения необходимых поставок видов материальных ресурсов в плановом периоде.

¹⁴³⁾ Шукаев, А. И. Оптимизация запасов на российских предприятиях / А. И. Шукаев // Финансовый менеджмент. – 2006. - № 2. С. 9-15.

¹⁴⁴⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. К.: Ника-Центр, 2001. Т. 1. С. 319.

Наглядно схема анализа представлена на рисунке 19¹⁴⁵⁾.



Рисунок 19 – Этапы анализа материально-производственных запасов

Первый этап анализа предполагает укрупненный анализ структуры запасов в целом и по элементам в динамике, а также анализ оборачиваемости материально-вещественных оборотных средств (таблица 7).

¹⁴⁵⁾ Гаджинский, А. М. Дифференцированное управление многономенклатурными запасами / А. М. Гаджинский // Справочник экономиста. – 2008. - № 8. С. 76-82.

Таблица 7 - Анализ динамики и структуры производственных запасов

Запасы	Абсолютная величина, млн. р.		Удельный вес, %		Изменения			
	на начало года	на конец года	на начало года	на конец года	абсолютных величин	удельного веса	в % к величинам на начало года	в % к изменению общей величины производственных запасов
Сырье, материалы и др.	510	523	76,5	73,4	13	-3,1	102,5	28,3
Незавершенное производство	56	68	8,4	9,5	12	1,1	121,4	26,1
Расходы будущих периодов	22	47	3,3	6,6	25	3,3	213,6	54,3
Готовая продукция	79	71	11,8	9,9	-8	-1,9	89,9	-17,4
Товары отгруженные	-	-	-	-	-	-	-	-
Прочие запасы	-	4	-	0,6	4	0,6	-	8,7
Общая величина запасов	667	713	100	100	46	0	106,9	+100

Оценка оборачиваемости запасов является важнейшим элементом анализа. Основной показатель – это период обращения в днях, который рассчитывается по формуле (5.1).

$$Поб_3 = \frac{\bar{З} * T}{B}, \quad (5.1)$$

где $\bar{З}$ - средняя величина запасов за период;

B – объем реализованной продукции за период;

T – количество дней в периоде.

Ретроспективный анализ производственных и товарных запасов может выполняться с использованием жестко детерминированных факторных моделей. В частности, одна из моделей, наиболее распространенных в анализе товарных

запасов, имеет вид (5.2).

$$\frac{\sum \text{Поб}_{31} * V/T_1}{\sum \text{Поб}_{30} * V/T_0} = \frac{\sum \text{Поб}_{31} * V/T_1}{\sum \text{Поб}_{30} * V/T_1} * \frac{\sum \text{Поб}_{30} * V/T_1}{\sum \overline{\text{Поб}}_{30} * V/T_1} * \frac{\sum \overline{\text{Поб}}_{30} * V/T_1}{\sum \text{Поб}_{30} * V/T_0}, \quad (5.2)$$

где Поб_{30} и Поб_{31} - период обращения в днях i -ой товарной группы запасов соответственно в базовом и отчетном периодах;

V/T_0 и V/T_1 - однодневный товарооборот i -ой товарной группы соответственно в базовом и отчетном периодах.

Разность между числителем и знаменателем результативного и факторных признаков связаны следующей зависимостью (5.3).

$$\Delta_t IN = \Delta_{\text{Поб}_3} IN + \Delta_s IN + \Delta_{V/T} IN, \quad (5.3)$$

где $\Delta_t IN = \sum \text{Поб}_{31} * V/T_1 - \sum \text{Поб}_{30} * V/T_0$ - характеризует общее изменение

товарных запасов за период;

$$\Delta_{\text{Поб}_3} IN = \sum \text{Поб}_{31} * V/T_1 - \sum \text{Поб}_{30} * V/T_1 - \text{характеризует изменение}$$

товарных запасов под влиянием изменения оборачиваемости по отдельным товарным группам;

$$\Delta_s IN = \sum \text{Поб}_{30} * V/T_1 - \sum \overline{\text{Поб}}_{30} * V/T_1 - \text{характеризует изменение}$$

товарных запасов под влиянием изменения структуры товарооборота;

$$\Delta_{V/T} IN = \sum \overline{\text{Поб}}_{30} * V/T_1 - \sum \text{Поб}_{30} * V/T_0 - \text{характеризует изменение}$$

товарных запасов под влиянием изменения объема товарооборота¹⁴⁶⁾.

Второй этап предполагает группировку запасов по номенклатурным единицам на основе стоимости запасов конкретного вида. Группировка позволяет выделить

¹⁴⁶⁾ Сосненко, Л. С. Анализ материально-производственных запасов / Л. С. Сосненко // Экономический анализ: теория и практика. – 2007. - № 3. С. 3-15.

стратегически важные и незначительные группы материально-производственных запасов.

Третий этап предполагает анализ запасов по номенклатурным группам. Стандартные направления анализа: анализ наличия и состояния запасов, анализ поступления запасов, анализ выбытия запасов, анализ работы ответственного функционального подразделения.

Четвертый этап связан с формированием результатов анализа, их обоснованием и выявлением «узких мест», обусловленных, с одной стороны, избытком запасов, с другой стороны, дефицитом запасов по каждой номенклатурной позиции.

Результатом аналитических процедур должно быть выявление резервов повышения эффективности управления материально-производственными запасами по каждой номенклатурной позиции, что позволит оптимизировать состояние материально-производственных запасов в целом, обеспечить непрерывность производственных процессов и в то же время не заморозить финансовые ресурсы предприятия.

Реализация пятого этапа связана с результатом проведения предыдущих этапов. Если в результате анализа стратегически важных групп материально-производственных запасов выявлены значительные резервы их оптимизации, то следующим этапом является принятие управленческих решений. Если в результате анализа резервов не выявлено, то следует переходить к анализу следующей группы запасов, исходя из проведенной на втором этапе анализа систематизации¹⁴⁷⁾;

2) определение издержек создания запасов товаро-материальных ценностей.

Решения, принимаемые при управлении запасами, непосредственно влияют на пять видов производственных издержек. Структура расходов на запасы имеет следующий вид:

а) стоимость предметов закупки. Цена при закупке может зависеть от скидок, которые предоставляются в зависимости от количества предметов,

¹⁴⁷⁾ Гаджинский, А. М. Управление запасами компании / А. М. Гаджинский // Справочник экономиста. – 2008. - № 9. С. 118 -127.

закупаемых по одному заказу; общей стоимости заказа по нескольким позициям, выдаваемого одному поставщику; времени года, в которое размещается заказ;

б) расходы на оформление заказа (не зависят от количества заказанной продукции) включают конторские расходы по оформлению заказа на закупку или производство, транспортные расходы, расходы по приемке груза;

в) издержки на хранение запасов: складские расходы, в том числе коммунальные расходы, расходы на аренду склада, зарплату персонала; страховые сборы, зависящие от стоимости запаса; расходы, вызванные падением ценности запасов из-за старения, порчи и кражи;

г) издержки, вызванные отсутствием запасов и, как следствиями, потерянным производственным временем, сверхурочными работами, потерянным объемом сбыта, утраченными клиентами и т.д.;

д) издержки, связанные с неполученными доходами от иного вложения капитала вместо инвестиций в запасы (вмененные издержки). Считается, что образование запасов имеет такую же степень риска, что и типичные для данного предприятия капитальные вложения.

При управлении материально-производственными запасами необходимо учитывать все виды издержек, связанных с их образованием. Главная цель финансового менеджера при этом состоит в минимизации указанных совокупных затрат, связанных с образованием и хранением материально-производственных запасов с учетом их оптимального объема и структуры¹⁴⁸⁾;

3) *оптимизация размера основных групп текущих запасов.*

В целях *оптимизации* из всей совокупности производственных запасов выделяют две группы: запасы сырья, материалов и полуфабрикатов (производственные) и запасы готовой продукции. В составе каждой группы выявляют текущие запасы – постоянно обновляемую часть запасов, формируемых на регулярной основе и равномерно потребляемых в процессе производства и реализации продукции.

¹⁴⁸⁾ Банк, С. В. Управленческий учет материальных запасов / С. В. Банк // Экономический анализ: теория и практика. – 2005. - № 14. С. 54-57.

Для оптимизации размера товаро-материальных запасов используется ряд моделей, среди которых наибольшее распространение получила «Модель экономически обоснованного размера заказа», которая описана во многих работах (EOQ)¹⁴⁹.

Расчетный механизм модели EOQ основан на минимизации совокупных операционных затрат по закупке и хранению запасов на предприятии. Эти затраты подразделяются на две группы:

- а) сумма затрат по размещению заказов;
- б) сумма затрат по хранению товаров на складе.

Затраты по размещению и выполнению заказов в большинстве случаев являются постоянными. Например, такие затраты, как почтовые расходы, приемку партии, как правило, не зависят от размера партии и поэтому падают в расчете на единицу запасов, когда возрастает размер партии и средний размер запаса. Поэтому, с одной стороны, предприятию выгодно завозить сырье и материалы как можно более высокими партиями, поскольку, чем выше размер партии, тем ниже совокупный размер операционных затрат по размещению заказов в определенном периоде (оформлению заказов, доставке товаров на склад, приемке их на складе)¹⁵⁰. Графически это можно представить на рисунке 20.

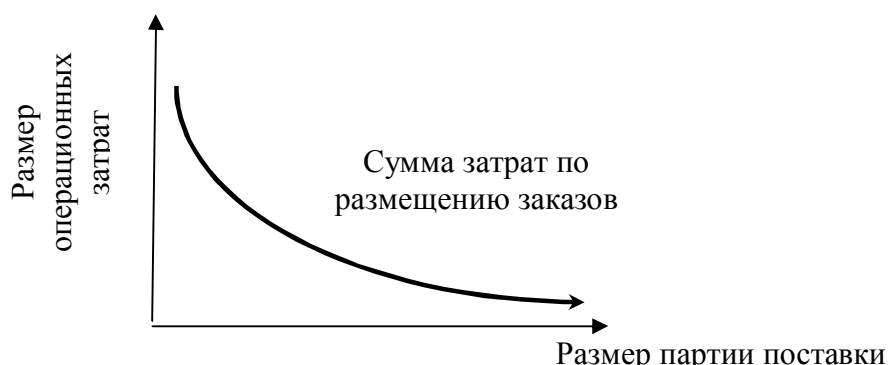


Рисунок 20 – Зависимость суммы затрат по размещению от размера партии поставки

Сумма операционных затрат по размещению заказов при этом определяется по формуле (5.4).

¹⁴⁹) Букан, Д. Научное управление запасами / Д. Букан, Э. Кенигсберг: пер. с англ. М.: Наука, 1967. С. 178.

¹⁵⁰) Ендовицкий, Д. А. Методика перспективного анализа потребности в материально-производственных запасах / Д. А. Ендовицкий // Экономический анализ: теория и практика. – 2006. - № 13. С. 3-9.

$$Z_{pz} = \frac{ОПП}{РПП} \cdot C_{pz}, \quad (5.4)$$

где Z_{pz} – сумма операционных затрат по размещению заказов;

$ОПП$ – объем производственного потребления;

$РПП$ – средний размер одной партии поставки товаров;

C_{pz} – средняя стоимость размещения одного заказа.

Из приведенной формулы видно, что при неизменном объеме производственного потребления и средней стоимости размещения одного заказа общая сумма операционных затрат по размещению заказов минимизируется с ростом среднего размера одной партии поставки товаров.

Затраты по хранению запасов находятся в прямой зависимости от размера запасов, который, в свою очередь, зависит от частоты их пополнения. Высокий размер одной партии поставки вызывает соответствующий рост затрат по хранению товаров на складе, так как при этом увеличивается средний размер запасов в днях оборота (период их хранения). Если закупать сырье один раз в два месяца, то средний размер запаса (период хранения) составит 30 дней, а если размер партии поставки снизить вдвое, то есть закупать сырье один раз в месяц, то период хранения составит 15 дней. Графически это можно изобразить на рисунке 21.

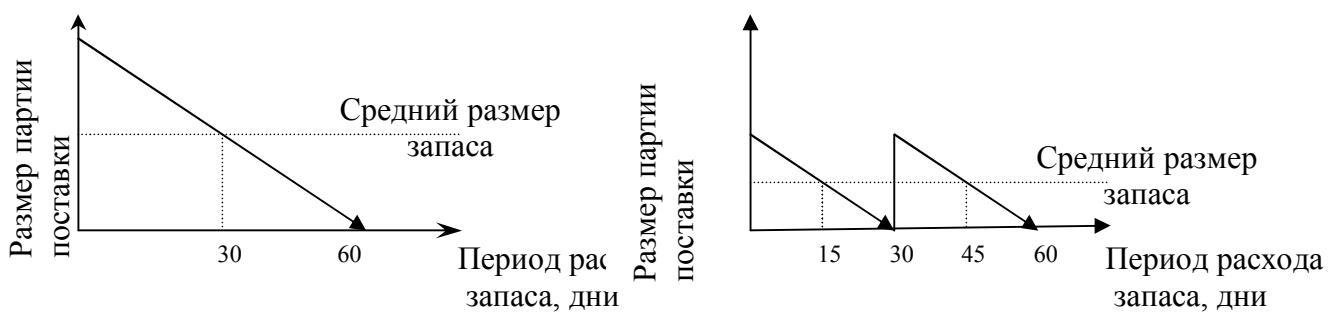


Рисунок 21 – Зависимость среднего размера запаса от размера партии поставки

С учетом этой зависимости сумма операционных затрат по хранению товаров на складе может быть определена по формуле (5.5).

$$z_{XP} = \frac{RПП}{2} \cdot C_{XP}, \quad (5.5)$$

где C_{XP} – средняя стоимость хранения одной единицы запаса.

Из приведенной формулы видно, что сумма операционных затрат по хранению товарных запасов на складе минимизируется при снижении среднего размера одной партии поставки товаров (рисунок 22)¹⁵¹⁾.

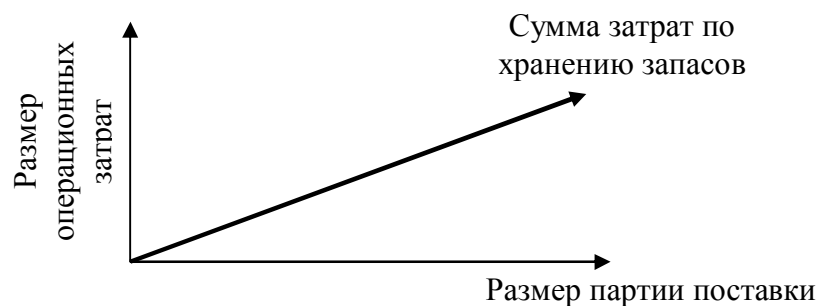


Рисунок 22 – Зависимость суммы затрат по хранению от размера партии поставки

Таким образом, с ростом среднего размера одной партии поставки товаров снижаются операционные затраты по размещению заказа и возрастают операционные затраты по хранению товарных запасов на складе предприятия.

Модель EOQ позволяет оптимизировать пропорции между двумя группами операционных затрат таким образом, чтобы совокупная их сумма была минимальной¹⁵²⁾. Графически это можно представить на рисунке 23.

¹⁵¹⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. К.: Ника-Центр, 2001. Т. 1. С. 322.

¹⁵²⁾ Шукаев, А.И. Оптимизация запасов на российских предприятиях / А.И. Шукаев // Финансовый менеджмент. – 2006. - № 2. С. 53-58.

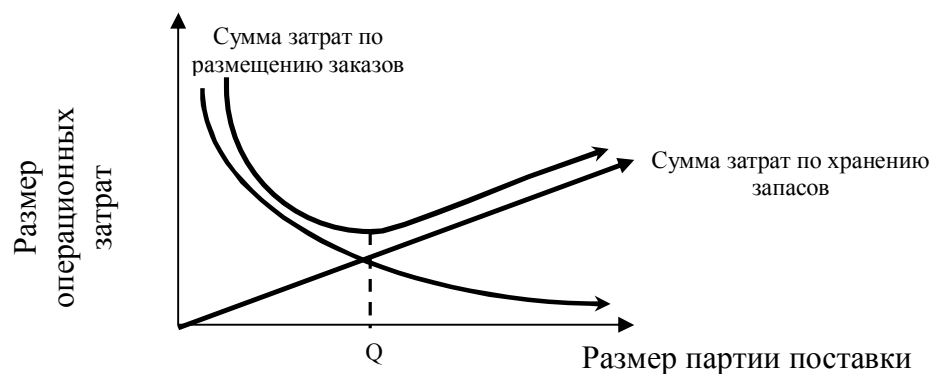


Рисунок 23 – Оптимальный размер партии поставки

Математическая модель выражается формулой (5.6).

$$Q = \sqrt{\frac{2 \cdot \text{ОПП} \cdot C_{PЗ}}{C_{ХР} \text{ единицы товара}}} \quad (5.6)$$

Модель справедлива при некоторых допущениях:

- считается, что спрос заранее известен;
- продажи предполагаются постоянными в течение года;
- издержки, связанные с временным отсутствием запасов на складе не рассматриваются;
- не учитывается необходимость иметь на складе минимальный запас для подстраховки;
- сроки поставки предполагаются постоянными¹⁵³⁾.

Пример - Годовой объем потребности металлопроката равен 100 тыс. т. Издержки, связанные с хранением 1 т проката, составляют 20 р./год; издержки, связанные с оформлением одного заказа, равны 6400 р. Требуется рассчитать оптимальный размер заказа.

¹⁵³⁾ Потапова, Е. В. Оптимизация потребности в оборотном капитале / Е. В. Потапова // Финансы и кредит. – 2006. - № 19. С. 32-34.

Решение.

$$Q = \sqrt{\frac{2 \cdot 100000 \cdot 6400}{20}} = 8000 \text{ т.}$$

Сразу же после получения 8000 т прокат находится на складе. Показатель использования составляет 1,92 т в неделю (100 000/52 недели), поэтому запасы снижаются на эту величину каждую неделю. Таким образом, при начальном остатке в 8000 т, нулевом конечном остатке и равномерном использовании оптимальный средний размер производственного запаса определяется по формуле (5.7).

$$ПЗ_{opt} = 0,5Q, \quad (5.7)$$

где Q – оптимальный средний размер партии поставки сырья, материалов;

$ПЗ_{opt}$ – оптимальный средний размер производственного запаса¹⁵⁴⁾.

Как отмечалось выше, предприятие помимо текущего запаса имеет страховой запас производственных запасов для сглаживания влияния инфляции, для защиты от срывов поставки и т.д. Оптимальный страховой запас меняется в зависимости от ситуации, но в целом он возрастает при неопределенности прогнозов в отношении спроса, затратах, возникающих в связи с нехваткой товара. Запас снижается из-за расходов на хранение дополнительных запасов.

Таким образом, оптимальный средний размер производственного запаса определяется по формуле (5.8).

$$ПЗ_{opt} = 0,5Q + \text{страховой запас} . \quad (5.8)$$

Для запасов готовой продукции задача минимизации операционных затрат по их обслуживанию состоит в определении оптимального размера партии производимой продукции. Если производить определенный товар мелкими партиями, то операционные затраты по хранению его запасов в виде готовой

¹⁵⁴⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. К.: Ника-Центр, 2001. Т. 1. С. 325.

продукции будут минимальными. Вместе с тем, существенно возрастут операционные затраты, связанные с частой переналадкой оборудования, подготовкой производства и другие. Используя вместо показателя объема производственно потребления показатель планируемого объема производства продукции, можно определить оптимальный средний размер партии производимой продукции и оптимальный средний размер запаса^{155),156)};

4) *построение эффективных систем контроля за движением запасов на предприятии.*

Управление запасами включает в себя определение приемлемой системы их контроля.

Контроль состояния и движения запасов – это изучение и регулирование уровня запасов с целью выявления отклонения от норм запасов и принятие оперативных мер по ликвидации отклонений. Необходимость контроля состояния запасов обусловлена повышением издержек в случае выхода фактического размера запасов за рамки, предусмотренными нормами запаса. Контроль состояния и движения материально-производственных запасов проводится на основе данных учета ТМЦ и может осуществляться непрерывно либо через определенные периоды¹⁵⁷⁾.

Существует много систем (простых и сложных) контроля запасов, применяемых в зависимости от размера предприятий и характера запасов, рассмотрим некоторые из них.

Среди систем контроля за движением запасов наиболее широкое применение получил «метод ABC».

Согласно методу ABC контроля запасов все виды запасов можно разделить на три группы по степени важности отдельных их видов в зависимости от их удельной стоимости:

Группа А включает ограниченное количество запасов более ценных видов

¹⁵⁵⁾ Горелин, Д.Ю. Экономический подход к обоснованию оптимальной производственной партии выпускаемой продукции / Д. Ю. Горелин // Финансовый менеджмент. – 2009. - № 3. С. 45-52.

¹⁵⁶⁾ Волнин, В.А. Модели определения оптимального размера партии запасов: вариации модели EOQ и модель EPR / В.А. Волнин, А.А. Королева // Финансовый менеджмент. – 2012. - № 1. С. 14-18.

¹⁵⁷⁾ Радионов, Р. А. Анализ методов управления запасами и оборотными средствами / Р. А. Радионов // Экономический анализ: теория и практика. – 2005. - № 8. С. 41-49.

ресурсов, которые требуют постоянного четкого контроля и учета. Для этих запасов обязательен расчет оптимального размера заказа. Эта группа запасов имеет наибольший удельный вес в общей стоимости запасов (примерно 50 - 60 %).

Группу В составляют менее дорогостоящие виды запасов, которые проверяются при ежемесячной инвентаризации. Для них приемлема методика оптимального размера заказа.

Группа С включает большой ассортимент оставшихся малоценных видов запасов, закупаемых в больших количествах и не требующих тщательного планирования при осуществлении закупок¹⁵⁸⁾.

Для конкретного применения метода необходимо оценить общую массу запасов, сгруппировать её в порядке убывания стоимости, разделить на три группы и принимать решение по планированию запасов отдельно по каждой группе (таблица 8).

Таблица 8 – Классификация запасов по методу ABC

Вид сырья и материалов	Стоимость сырья и материалов, тыс. р.	Удельный вес, %	Совокупный процент	Категория
Всего	523128	100		
1	150138	28,7	28,7	А
2	91024	17,4	46,1	А
3	65391	12,5	58,6	А
4	52836	10,1	68,7	В
5	35573	6,8	75,5	В
6	25633	4,9	80,4	В
7	20925	4,0	84,4	В
8	19356	3,7	88,1	В
9	13601	2,6	90,7	В
10	9939	1,9	92,6	С
11	8370	1,6	94,2	С
12	6801	1,3	95,5	С
И другие 83 вида сырья	23541	4,5	100	С

Метод ABC позволяет сосредоточиться на контроле за наиболее важными видами запасов, в результате чего у финансового менеджера появляется

¹⁵⁸⁾ Сосненко, Л. С. Анализ материально-производственных запасов / Л. С. Сосненко // Экономический анализ: теория и практика. – 2007. - № 3. С. 3 -15.

возможность сэкономить время, ресурсы и повысить эффективность управления¹⁵⁹⁾.

Оперативный контроль по системе MIN-MAX предполагает, что значение запаса каждой марки материальных ресурсов, находящейся на складе предприятия, должно меняться в диапазоне между верхними и нижними контрольными значениями, которые устанавливаются с помощью рассчитанных составляющих нормы производственного запаса по рассматриваемой марке материальных ресурсов. При этом принято, что если запас какого-либо материала на складе становится меньше нижнего контрольного значения (MIN), то имеет место дефицит материала. В случаях, когда запас материала становится больше верхнего контрольного значения (MAX), то по этой марке образовались излишние запасы¹⁶⁰⁾.

Одна из простейших систем контроля «метод красной линии» заключается в том, что внутри ящика, в котором хранятся запасы, проводится красная линия. Когда запасы израсходовали до этой линии, размещается заказ на новую партию. Другой пример – «метод двух ящиков». В данном случае запасы хранятся сразу в двух ящиках. Сначала материалы расходуются из первого, а когда он становится пустым, размещается заказ на новую партию, и материалы начинают расходоваться из второго ящика. Эти методы основаны на практических наблюдениях и применимы в производстве, связанном с большим количеством мелких деталей.

Крупные системы используют компьютерные системы контроля запасов. В память компьютера вводится информация обо всех видах запасов, затем расход материалов автоматически регистрируется и происходит корректировка отставок. При достижении момента возобновления запаса через компьютерную сеть поставщику передается информация о заказе новой партии, а после ее получения остатки вновь корректируются.

Относительно новый подход к контролю запасов – система поставок «точно в срок» впервые был применен японскими фирмами. Заказ новой партии делается при нулевом запасе. Обязательным условием применения этого метода является близость нахождения поставщика и сохранение длительных устойчивых отношений

¹⁵⁹⁾ Радионов, Р. А. Анализ методов оперативного контроля на предприятии за фактическим состоянием запасов / Р. А. Радионов // Экономический анализ: теория и практика. – 2008. - № 11. С. 47-57.

¹⁶⁰⁾ Сертаков, А. С. О построении эффективной системы внутреннего контроля запасов предприятия / А. С. Сертаков // Финансовый менеджмент. – 2009. - № 1. С. 3-10.

с ним. К недостаткам этого метода можно отнести высокий риск остановки производства ввиду несвоевременной поставки запасов. Однако в этом случае предприятие не осуществляет инвестиции в страховые запасы и тем самым минимизирует издержки хранения^{161), 162)}.

В связи с изменением номинального уровня цен на товарно-материальные ценности в условиях инфляционной экономики, цены, по которым сформированы их запасы, требуют соответствующей корректировки к моменту производственного потребления или реализации этих активов. Если такая корректировка цен не будет произведена, реальная стоимость запасов этих активов будет снижаться, а соответственно будет снижаться и реальный размер инвестированного в них капитала. Это нарушит объективность оценки состояния и движения этого вида активов в процессе финансового менеджмента¹⁶³⁾. Корректировка цен на материально-производственные запасы также осуществляется в рамках, реализуемых на предприятии систем контроля за движением и эффективностью использования запасов.

Существуют разные методы оценки материально-производственных запасов. Вопрос выбора метода оценки стоимости запасов актуален тем, что сам выбор метода влияет на валюту баланса как на стороне актива (по статье «Запасы»), так и на стороне пассива (по статьям, описывающим формирование и использование прибыли). Выбор метода также в определенной степени предопределяет формирование финансового результата и, следовательно, оказывает влияние на показатели отчета о прибылях и убытках¹⁶⁴⁾.

В соответствии с ПБУ 5 / 01 «Учёт материально-производственных запасов» фактическую себестоимость материальных запасов, списываемых в производство, разрешается определять для целей бухгалтерского учёта и налогообложения одним из следующих методов:

¹⁶¹⁾ Радионов, Р. А. Различия в методологических подходах к управлению запасами при применении нормативного и логистического методов / Р. А. Радионов // Экономический анализ: теория и практика. – 2008. - № 9. С. 23 - 33.

¹⁶²⁾ Радионов, Р.А. Оперативный контроль фактического состояния запасов / Р.А. Радионов // Финансовый менеджмент. – 2006. - № 1. С. 44.

¹⁶³⁾ Мишин, Ю. А. Формирование учетной управленческой информации в системе рационального и эффективного управления запасами / Ю. А. Мишин // Экономический анализ: теория и практика. – 2008. - № 16. С. 41-57.

¹⁶⁴⁾ Плехова, Ю. О. Эффективное управление оборотными активами промышленных предприятий на основе концепции бережливого производства / Ю. О. Плехова // Финансы и кредит. – 2007. - №19. С. 56-58.

- по себестоимости единицы запасов;
- по средней себестоимости;
- по себестоимости первых по времени закупок (ФИФО)¹⁶⁵⁾,¹⁶⁶⁾.

Метод ФИФО, а так же метод по стоимости единицы запасов предполагают хранение информации о каждом изменении стоимости объекта учета. Различие методов проявляется в обработке расходных операций (операций отпуска). В методе ФИФО сырье и материалы отпускаются в производство в соответствии с порядком поступления. Оценка материально-производственных запасов по средней себестоимости производится по каждой группе (виду) запасов путем деления общей себестоимости группы (вида) запасов на их количество, складывающихся соответственно из себестоимости и количества остатка на начало месяца и поступивших запасов в течение данного месяца.

Влияние метода оценки материально-производственных запасов на финансовый результат организации сводится к следующему:

- стоимость израсходованных в процессе производства материальных ценностей относится на себестоимость;
- при увеличении себестоимости уменьшается налогооблагаемая база по налогу на прибыль.

Оптимальный, с точки зрения увеличения финансового результата, выбор метода оценки товарно-материальных ценностей, с одной стороны, призван увеличить стоимость списываемых ценностей и уменьшить стоимость остатка ценностей, с другой – уменьшить стоимость списываемых ценностей и уменьшить себестоимость. В первом случае увеличивается себестоимость и уменьшается налог на прибыль. Во втором случае за счет снижения себестоимости значение чистой прибыли будет максимальным, но в тоже время увеличатся налоговые обязательства предприятия.

Если цены на ТМЦ будут снижаться, для первого варианта выгоднее всего выбирать метод ФИФО: на себестоимость будут отнесены материальные ценности

¹⁶⁵⁾ Учет материально-производственных запасов: Положение по бухгалтерскому учету: ПБУ 5/01, утв. Приказом Минфина России от 09.06.2001 г. № 44н. – Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>.

¹⁶⁶⁾ Налоговый кодекс Российской Федерации (НК РФ) (с изменениями и дополнениями). – Режим доступа RL:<http://www.interlaw.ru>

по ценам первых по времени закупок (по наиболее высоким ценам), тогда, как остаток ценностей на складе будет оценен по ценам последних по времени закупок, которые были сделаны по сниженным ценам.

Если же не представляется возможным сделать с достаточной степенью уверенности прогноз относительно динамики цен на ТМЦ или организация использует набор ресурсов, динамика цен на которые имеет разнонаправленный характер (на одни группы ценностей цены растут, а на другие снижаются), оптимальным может стать выбор метода оценки материальных ценностей по средней себестоимости. В данном случае результатом выбора может стать как налоговая экономия, так и налоговые потери по сравнению со способом, применявшимся в предыдущем отчетном периоде¹⁶⁷⁾.

Количество возможных методов оценки материально-производственных запасов намного превышает количество установленных нормативным документом.

Так порядок списания можно привязать к любому свойству запасов, кроме очередности их поступления, в частности, к цене. Примерами таких методов списания отпуска являются следующие методы:

- метод ХИФО (highest in, first in «самый дорогой пришел, первый ушел»). Приобретенные по наивысшей цене товары и материалы, иные имущественные объекты отпускаются в производство первыми;

- метод ЛОФО (lowest in, first in «самый дешевый пришел, первый пришел). В этом методе приоритетное списание распространяется на сырье и материалы, приобретенные по наименьшей цене.

Метод скользящей средней стоимости заключается в том, что для каждого наименования ТМЦ вводится понятие средней цены, которая пересчитывается после каждой операции закупки сырья и материалов. Отпуск сырья и материалов в производство не изменяет среднюю цену единицы запаса, а на среднюю цену единицы запаса влияют только операции поступления запасов. Метод средней скользящей цены может применяться не только к отдельной номенклатурной

¹⁶⁷⁾ Лумпов, Н. А. Исследование методов оценки стоимости запасов / Н. А. Лумпов // Финансовый менеджмент. – 2004. - № 3. С. 19-41.

позиции, но и к целой группе сырья и материалов¹⁶⁸⁾.

В литературе встречается еще метод так называемой стандартной стоимости. Если средняя цена колеблется около некоторого постоянного значения, отклонения в ту или иную сторону незначительны, то процедуру вычисления стоимости можно упростить, отказавшись от расчета средней цены. В этом случае вводится стандартная стоимость единицы запаса, и при поступлении партии сырья и материалов рассчитывается отклонение фактической закупленной стоимости ТМЦ от стандартной стоимости поставки. Стандартная стоимость поставки определяется как сумма прихода в стандартных ценах. Но при использовании этого метода возникает проблема учета отклонений от стандартной стоимости и списание их на финансовый результат. Но при правильном выборе стандартной цены отклонения от стандартной стоимости колеблются вблизи нуля, не превышая уровень существенности. При этом положительные отклонения поставок компенсируются отрицательными, и совокупное отклонение стремится к нулю. Появление устойчивой тенденции к превышению уровня существенности свидетельствует об изменении экономических условий, а эффект изменения определяется суммой отклонений¹⁶⁹⁾.

Изучение такого количества методов оценки материально-производственных запасов вызвано необходимостью усовершенствования внутренних систем контроля за запасами предприятия.

5.2 Управление дебиторской задолженностью

Все предприятия стараются производить продажу товара с немедленной оплатой, но требования конкуренции вынуждают соглашаться на отсрочку платежей, в результате чего появляется дебиторская задолженность.

Дебиторская задолженность – это важная часть оборотных активов,

¹⁶⁸⁾ Магомедов, М. Д. Методы оценки товарно-материальных запасов предприятия / М. Д. Магомедов // Пищевая промышленность. – 2005. - № 2. С. 12 - 15.

¹⁶⁹⁾ Банк, С. В. Управленческий учет материальных запасов / С. В. Банк // Экономический анализ: теория и практика. – 2005. - №14. С. 54 - 57.

называемая также счетами дебиторов, и имеет прямое влияние на позицию наличных денежных средств и платежей.

Под дебиторской задолженностью понимаются права (требования), принадлежащие продавцу (поставщику) как кредитору по неисполненным денежным обязательствам покупателем (получателем) по оплате фактически поставленных по договору товаров, выполненных работ или оказанных услуг.

В современной хозяйственной практике дебиторская задолженность классифицируется по следующим видам:

- за товары, работы, услуги, срок оплаты которых не наступил;
- за товары, работы, услуги, неоплаченные в срок;
- дебиторская задолженность по векселям полученным;
- дебиторская задолженность по расчетам с бюджетом;
- дебиторская задолженность по расчетам с персоналом;
- прочие виды дебиторской задолженности.

В общей сумме дебиторской задолженности на расчеты с покупателями приходится от 80 % до 90 %, поэтому управление дебиторской задолженностью непосредственно влияет на прибыльность предприятия.

Таким образом, *политика управления дебиторской задолженностью* представляет собой часть общей политики управления оборотными активами предприятия, заключающейся в оптимизации общего размера дебиторской задолженности и обеспечении своевременной ее инкассации.

Целью управления дебиторской задолженностью можно считать оптимизацию ее величины, поскольку на предприятие оказывает негативное влияние, как увеличение размера дебиторской задолженности, так и резкое ее снижение.

Так, с одной стороны, получение платежей от должников порой является значимым источником поступления средств на предприятие, и резкое снижение дебиторской задолженности может быть негативным сигналом, свидетельствующим о снижении объема реализации (потеря покупателей продукции или о сокращении продажи в кредит). С другой стороны, предприятия не заинтересованы в росте дебиторской задолженности, так как она представляет собой отвлечение денежных

средств из оборота и, как следствие, возрастает потребность в привлечении дополнительных ресурсов для своевременного погашения своих обязательств¹⁷⁰⁾.

Так как управление дебиторской задолженностью является составляющей системы управления предприятием, то формирование политики управления дебиторской задолженностью можно осуществлять по следующим основным этапам:

а) *анализ дебиторской задолженности предприятия в предшествующем периоде.*

Важным этапом управления дебиторской задолженностью является ее анализ в предшествующем периоде. Основной задачей анализа является оценка уровня и состава дебиторской задолженности, а также эффективности инвестированных в нее средств.

Анализ дебиторской задолженности в предшествующем периоде включает:

1) оценку уровня дебиторской задолженности и его динамики в предшествующем периоде.

Для этого определяется коэффициент отвлечения оборотных активов в дебиторскую задолженность по формуле (5.9)

$$KOA_{\text{дз}} = \frac{\overline{ДЗ}}{\overline{ОА}}, \quad (5.9)$$

где $\overline{ДЗ}$ - средняя величина дебиторской задолженности;

$\overline{ОА}$ - средняя стоимость оборотных средств;

2) определение среднего периода инкассации дебиторской задолженности и количество ее оборотов в рассматриваемом периоде.

Средний период инкассации дебиторской задолженности характеризует ее роль в фактической продолжительности финансового и операционного цикла предприятия. Этот показатель рассчитывается по формуле (5.10)

¹⁷⁰⁾ Вишневецкая, И. Как управлять дебиторской задолженностью / И. Вишневецкая, Н.Кушим, // Финанс. – 2003. - № 18. С. 4.

$$Поб_{ДЗ} = \frac{\overline{ДЗ} * T}{B}, \quad (5.10)$$

где $\overline{ДЗ}$ - средняя величина дебиторской задолженности;

B – объем реализованной продукции за период;

T – количество дней в периоде.

Количество оборотов дебиторской задолженности характеризует скорость обращения инвестированных в нее средств в течение определенного периода, определяется по формуле (5.11)

$$Коб_{ДЗ} = \frac{B}{\overline{ДЗ}}, \quad (5.11)$$

где B – объем реализованной продукции за период;

$\overline{ДЗ}$ - средняя величина дебиторской задолженности¹⁷¹⁾;

3) оценку состава дебиторской задолженности по срокам возникновения¹⁷²⁾.

Пример – Два предприятия А и Б предоставляют кредит на одних и тех же условиях: 2/10, нетто 30 (при оплате счетов в течение 10 дней с момента выписки предоставляется скидка 2 %, срок кредита – 30 дней). Общая величина дебиторской задолженности у них одинаковая (таблица 9).

Данные предприятия А показывают, что все клиенты производят оплату вовремя, при этом 70 % объема продаж оплачивается на 10-тый день, а остальные 30 – на тридцатый. Показатели предприятия Б более типичны и свидетельствуют о том, что 31 % дебиторской задолженности представляют собой просроченную задолженность;

¹⁷¹⁾ Приходько, Е.А. Краткосрочная финансовая политика: уч. пособие для вузов / Е.А. Приходько, В.А. Щербаков. М.: Кнорус, 2005. С. 72.

¹⁷²⁾ Гаврилова, А.Н. Финансовый менеджмент: учебное пособие / А.Н. Гаврилова, Е.Ф. Сысоева, А.И. Барабанов, Г.Г. Чигарев. М.: КНОРУС, 2006. С. 130.

Таблица 9 - Структура дебиторской задолженности по срокам ее возникновения

Срок возникновения, дни	Величина дебиторской задолженности			
	предприятие А		предприятие Б	
	тыс. р.	удельный вес, в %	тыс. р.	удельный вес, в %
0 - 10	1260	70	840	47
11 - 30	540	30	400	22
31 - 45	-	-	230	13
46 - 60	-	-	190	11
61 - 90	-	-	110	6
свыше 90	-	-	30	1
Всего	1800	100	1800	100

4) оценку просроченной дебиторской задолженности. Просроченная дебиторская задолженность возникает из-за невыполнения покупателями товаров (работ, услуг) условий договоров в части сроков оплаты.

Для оценки просроченной задолженности рассчитываются показатели:

- коэффициент просроченности дебиторской задолженности, который находится по формуле (5.12)

$$КП_{оз} = \frac{\overline{ДЗ}_{пр}}{\overline{ДЗ}}, \quad (5.12)$$

где $\overline{ДЗ}$ - средняя величина дебиторской задолженности в периоде;

$\overline{ДЗ}_{пр}$ - средняя величина просроченной дебиторской задолженности в периоде;

- средний возраст просроченной дебиторской задолженности определяется по формуле (5.13)

$$КП_{оз} = \frac{\overline{ДЗ}_{пр} \cdot T}{B}, \quad (5.13)$$

где $\overline{ДЗ}_{пр}$ - средняя величина просроченной дебиторской задолженности в периоде;

B – объем реализованной продукции за период;

T – количество дней в периоде¹⁷³⁾.

В соответствии с п. 70 Положения по ведению бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности в Российской Федерации и статьей 266 НК РФ, просроченная дебиторская задолженность, обязательство по которой не обеспечено залогом, поручительством, банковской гарантией, а также иными способами, предусмотренными законом или договором, признается сомнительной¹⁷⁴⁾, ¹⁷⁵⁾.

Просроченная дебиторская задолженность с истекшим сроком исковой давности (три года) переходит из разряда сомнительной в безнадежную и подлежит списанию на убытки.

Для оценки реального состояния дебиторской задолженности составляют реестр старения счетов дебиторов, позволяющий определить вероятность и величину безнадежных долгов (таблица 10).

Таблица 10 - Оценка реального состояния дебиторской задолженности

Классификация дебиторов по срокам возникновения задолженности	Сумма дебиторской задолженности, тыс. р.	Удельный вес в общей сумме, %	Вероятность безнадежных долгов, %	Сумма безнадежных долгов, тыс.р.	Реальная величина задолженности, тыс. р.
0 - 30	730	40,55	2	14,6	715,4
30 - 60	480	26,67	4	19,2	460,8
60 - 90	365	20,28	7	25,55	339,45
90 - 120	121	6,72	15	18,15	102,85
120 - 150	61	3,39	25	15,25	45,75
150 - 180	28	1,55	50	14	14
180 - 360	12	0,67	75	9	3
свыше 360	3	0,17	95	2,85	0,15
Итого:	1800	100,02	6,58	118,6	1681,4

Из приведенных данных следует, что предприятие не получит 118,6 тыс. р. дебиторской задолженности, что составляет 6,58 % от общей ее суммы. Следовательно, на эту сумму целесообразно создавать резерв по сомнительным

¹⁷³⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. К.: Ника-Центр, 2001. Т. 1. С. 333.

¹⁷⁴⁾ Положение по ведению бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности в Российской Федерации, утв. приказом Минфина России от 29.07.98 г. № 34 н. – Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>.

¹⁷⁵⁾ Налоговый кодекс Российской Федерации (НК РФ) (с изменениями и дополнениями). – Режим доступа RL:<http://www.interlaw.ru>

долгам¹⁷⁶⁾.

В соответствии с действующим законодательством (статья 266 Налогового Кодекса) предприятия имеют право на сумму просроченной задолженности создавать резервы по сомнительным долгам.

Резерв создаётся отдельно по каждому сомнительному долгу один раз в год перед составлением годового отчёта на основе, проведённой в конце года инвентаризации дебиторской задолженности. Величина резерва определяется отдельно по каждому сомнительному долгу в зависимости от срока его возникновения. Таким образом, размер отчислений в резерв должен быть равен:

- сумме сомнительного долга по задолженности со сроком возникновения свыше 90 дней;
- 50 % суммы сомнительного долга по задолженности со сроком возникновения от 45 до 90 дней.

Если сомнительный долг возник менее чем за 45 дней до окончания предыдущего отчётного периода, то резерв по нему не создаётся.

Сумма резерва по сомнительным долгам не может превышать 10 % от выручки отчётного года¹⁷⁷⁾.

В течение последующего года резерв не увеличивается, несмотря на то, что образуются новые сомнительные долги. Погашение сомнительного долга тоже не влечёт немедленного присоединения резерва по этому долгу к прибыли. Уменьшение величины резерва происходит только при списании с баланса сомнительного долга, по которому он был создан.

При оценке влияния резервов сомнительных долгов на финансовый результат следует учитывать, что право их образования предоставлено всем предприятиям, но для целей налогообложения прибыли сумма резервов, отнесённая на уменьшение финансового результата, может быть учтена лишь у предприятий, избравших для исчисления налога на прибыль в качестве метода определения доходов и расходов метод начислений.

¹⁷⁶⁾ Гавриков, М. Особенности управления дебиторской задолженностью в российских компаниях / М. Гавриков // Управление корпоративными финансами, 2005. - № 3. С. 44.

¹⁷⁷⁾ Налоговый кодекс Российской Федерации (НК РФ) (с изменениями и дополнениями). – Режим доступа RL:<http://www.interlaw.ru>

Списывать дебиторскую задолженность предприятие обязано не только по истечении срока исковой давности, но и в том случае, когда стало известно, что долг нереален для взыскания (например, если должник признан банкротом или ликвидирован)¹⁷⁸⁾;

5) оценку величины эффекта, полученного от инвестирования средств в дебиторскую задолженность.

В этих целях сумму дополнительной прибыли, полученной от увеличения объема реализации продукции за счет предоставления кредита, сопоставляют с суммой дополнительных затрат по оформлению кредита и инкассации долга, а также прямых финансовых потерь от невозврата долга покупателями (безнадежная дебиторская задолженность, списанная в связи с неплатежеспособностью покупателей и истечением сроков исковой давности)¹⁷⁹⁾. Расчет этого эффекта осуществляется по формуле (5.14)

$$\mathcal{E}_{\text{дз}} = П_{\text{дз}} - ТЗ_{\text{дз}} - \Phi П_{\text{дз}}, \quad (5.14)$$

где $\mathcal{E}_{\text{дз}}$ - сумма эффекта, полученного от инвестирования средств в дебиторскую задолженность по расчетам с покупателями;

$П_{\text{дз}}$ - дополнительная прибыль организации, полученная от увеличения объема реализации продукции за счет предоставления кредита;

$ТЗ_{\text{дз}}$ - текущие затраты организации, связанные с организацией кредитования покупателей и инкассацией долга;

$\Phi П_{\text{дз}}$ - сумма прямых финансовых потерь от невозврата долга покупателями.

Наряду с абсолютной суммой эффекта в процессе этого этапа анализа может быть определен и относительный показатель — коэффициент эффективности инвестирования средств в дебиторскую задолженность. Он рассчитывается по формуле (5.15)

¹⁷⁸⁾ Золотухин, А.В. Налоговый учет обязательств. Влияние списания дебиторской и кредиторской задолженности на налогообложение прибыли / А.В. Золотухин, Л.Н. Никулина // Управленческий учет. – 2005. - № 1. С. 32.

¹⁷⁹⁾ Заров, К.Г. Оценка экономического эффекта от предоставления коммерческого кредита новому покупателю / К.Г. Заров // Финансовый менеджмент. – 2009. - № 2. С. 5-16.

$$K_{\mathcal{E}_{\text{дз}}} = \mathcal{E}_{\text{дз}} / \overline{\text{ДЗ}}, \quad (5.15)$$

где $K_{\mathcal{E}_{\text{дз}}}$ - коэффициент эффективности инвестирования средств в дебиторскую задолженность по расчетам с покупателями;
 $\mathcal{E}_{\text{дз}}$ - сумма эффекта, полученного от инвестирования средств в дебиторскую задолженность по расчетам с покупателями в определенном периоде;
 $\overline{\text{ДЗ}}$ - средний остаток дебиторской задолженности по расчетам с покупателями в рассматриваемом периоде¹⁸⁰).

Результаты анализа используются в процессе последующей разработки отдельных параметров кредитной политики организации;

б) *формирование принципов кредитной политики и системы кредитных условий.*

Кредитная политика оказывает значительное влияние на уровень дебиторской задолженности. Основой её является формирование принципов кредитования покупателей и разработка кредитных условий.

В процессе формирования принципов кредитной политики по отношению к покупателям продукции решаются два вопроса:

1) в каких формах осуществлять реализацию в кредит.

Выделяют две формы реализации в кредит: товарный и потребительский кредит.

Товарный (коммерческий) кредит – форма оптовой реализации продукции с отсрочкой платежа. Потребительский кредит – форма розничной реализации товаров с отсрочкой платежа;

2) какой тип кредитной политики следует избрать предприятию¹⁸¹).

Предприятие может осуществлять кредитную политику трех основных типов: консервативного, умеренного и агрессивного.

Консервативный тип предполагает минимизацию кредитного риска. При этом

¹⁸⁰⁾ Приходько, Е.А. Краткосрочная финансовая политика: уч. пособие для вузов / Е.А. Приходько, В.А. Щербаков. М.: Кнорус, 2005. С. 88.

¹⁸¹⁾ Ковтун, С. Е. Кредитная политика предприятия как основа управления дебиторской задолженностью / С. Е.Ковтун // Управленческий учет и финансы. – 2007. - № 2. С. 16.

предприятие не стремится к получению высокой дополнительной прибыли, сокращает круг покупателей, ужесточает условия кредитования и увеличивает стоимость кредита.

Умеренный тип предполагает средний уровень кредитного риска, характеризует типичные условия кредитной политики.

Агрессивный тип предполагает максимизацию прибыли за счет расширения клиентской базы, увеличение срока кредитования, снижение стоимости кредита, высокий уровень кредитного риска.

Определяя тип кредитной политики, следует иметь в виду, что консервативный ее тип отрицательно влияет на рост объемов операционной деятельности предприятия и формирование устойчивых коммерческих связей, в то время как мягкий ее вариант может вызвать чрезмерное отвлечение финансовых средств, снизить уровень платежеспособности, вызвать впоследствии значительные расходы по взысканию долгов, а в конечном итоге снизить рентабельность оборотных активов и используемого капитала.

Покупатели, как правило, имеют различные возможности по объемам закупок, своевременности оплаты и претендуют на различные условия предоставления отсрочки платежа. Для того чтобы дифференцировать условия кредитования необходимо разработать алгоритм оценки покупателей.

Создание алгоритма дифференциации условий предоставления отсрочки платежа предполагает выполнение ряда шагов:

- 1) отбор показателей, на основании которых будет проводиться оценка кредитоспособности контрагента (своевременность погашения ранее предоставленных отсрочек платежа, прибыльность бизнеса, ликвидность, размер чистых оборотных активов и т. д.);

- 2) определение принципов присвоения кредитных рейтингов клиентам компании. Рейтинг присваивается на определенный период, по истечении которого должен пересматриваться, например, раз в месяц;

3) разработка кредитных условий для каждого кредитного рейтинга¹⁸²⁾.

В состав системы кредитных условий предприятия входят следующие элементы:

1) срок предоставления кредита – период, на который предоставляется отсрочка платежа за реализованную продукцию. Увеличение срока кредитования приводит к возрастанию суммы средств, отвлекаемых в дебиторскую задолженность, и увеличению продолжительности финансового цикла при одновременном стимулировании объема реализации.

Для определения периода отсрочки платежа используется метод определения оптимального срока кредита, который дает представление об эффективности коммерческой сделки, отвечая на вопрос о допустимых условиях предоставления коммерческого кредита.

Расчет оптимальной политики по срокам кредитов сводится к сравнению дополнительных доходов, полученных в результате роста продаж и затрат, связанных с финансированием возросшей дебиторской задолженности.

При расчете оптимального срока предоставления кредита необходимо скорректировать вклад на покрытие (торговую наценку) на затраты, связанные с предоставлением кредита, которые рассчитываются по формуле (5.16)

$$Z_k = ПeЗ + R * T, \quad (5.16)$$

где Z_k - затраты, связанные с предоставлением кредита;

$ПeЗ$ – возможные переменные затраты, связанные с осуществлением сделки и контролем расчетов с клиентом;

R – стоимость привлеченного капитала в день;

T - период предоставления кредита, в днях.

В качестве стоимости привлеченного капитала может быть принята величина действующей ставки банковского кредита или средняя рентабельность от

¹⁸²⁾ Вахрушина, Н. Создание системы управления дебиторской задолженностью / Н. Вахрушина // Финансовый директор. – 2005. - № 5. С. 64.

инвестиций компании, т. к. она вынуждена поддерживать повышенный размер собственного оборотного капитала за счет собственных средств.

Предельный срок предоставления кредита может быть рассчитан по формуле (5.17)

$$T_{onm} = (МП - ПеЗ) / R, \quad (5.17)$$

где T_{onm} – предельный срок кредитования, в днях;

$МП$ - маржинальная прибыль (торговая наценка).

$ПеЗ$ – возможные переменные затраты, связанные с осуществлением сделки и контролем расчетов с клиентом;

R - стоимость привлеченного капитала в день.

Полученный расчет может быть скорректирован на риск возникновения невозвратной дебиторской задолженности путем увеличения ставки доходности на величину рисков кредитования тех или иных клиентов¹⁸³⁾;

2) размер предоставляемого кредита (кредитный лимит), определяемый с учетом типа кредитной политики, планируемого объема реализации на условиях отсрочки платежей, финансового состояния предприятия и других факторов.

Сумма средств, которую предприятие планирует инвестировать в дебиторскую задолженность, может быть рассчитана по формуле (5.18)

$$ДЗ = B_{KP} * \frac{C_{PII}}{B} * (T + ПР_{KP}), \quad (5.18)$$

где B_{KP} – планируемый объем реализации продукции в кредит;

C_{PII} – себестоимость планируемой к реализации продукции;

B – планируемый объем реализации продукции за период;

T – срок кредитования, в днях;

$ПР_{KP}$ - средний период просрочки платежей по предоставленному кредиту,

в днях;

¹⁸³⁾ Ковтун, С. Е. Кредитная политика предприятия как основа управления дебиторской задолженностью / С. Е.Ковтун // Управленческий учет и финансы. – 2007. - № 2. С. 16.

3) стоимость предоставления кредита характеризуется системой ценовых скидок при осуществлении немедленных расчетов за реализуемую продукцию. Стоимость кредита определяется по формуле (5.19)

$$C_{ПК} = \frac{ЦС \cdot 365}{T}, \quad (5.19)$$

где $C_{ПК}$ – годовая процентная ставка по кредиту, в процентах;

$ЦС$ – ценовая скидка, предоставляемая покупателю при осуществлении немедленного расчета, в процентах;

T – срок кредитования, в днях;

4) система штрафных санкций за просрочку исполнения обязательств.

Размеры штрафных санкций должны полностью возмещать все финансовые потери – потерю дохода, инфляционные потери, возмещение риска снижения платежеспособности предприятия-кредитора¹⁸⁴⁾;

в) *формирование процедуры инкассации дебиторской задолженности.*

Инкассационная политика предприятия представляет собой комбинацию методов инкассации, которые оно применяет.

К мерам инкассации дебиторской задолженности могут относиться письма, телефонные разговоры, личные визиты и юридические воздействия. Все меры инкассационной политики предприятия реализуются в рамках контроля состояния задолженности контрагентов.

Предприятием могут отсылаться письма-напоминания до наступления срока оплаты, а затем письма-требования. В письме-требовании предприятие должно предупредить дебитора о намерении применять по отношению к нему штрафные санкции, в случае если это предусмотрено договором¹⁸⁵⁾.

Исчерпав средства досудебного урегулирования и не добившись возврата долга, компания может обратиться в суд.

¹⁸⁴⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. К.: Ника-Центр, 2001. Т. 1. С. 340.

¹⁸⁵⁾ Агеева, Е.И. Дебиторская задолженность: правовые и налоговые аспекты, риски и рычаги влияния / Е. И. Агеева // Менеджмент сегодня. – 2005. - № 1. С. 18.

Однако прежде чем применять механизм принудительного взыскания, необходимо оценить возможные результаты. Для этого следует составить представление о финансовом положении должника, собирая всеми доступными и законными способами информацию о нем. В частности, навести справки о компании (через контрагентов должника, СМИ и др.), проверить наличие имущества, банковских счетов, проанализировать имеющиеся доказательства существования долга. Договоры, накладные, счета, акты сверки, деловая переписка должны быть проверены на предмет наличия в них недостатков, которыми может воспользоваться в суде компания-должник¹⁸⁶⁾.

Чем больше количество задействованных мер инкассации дебиторской задолженности, тем меньше доля потерь по безнадежным долгам и короче средний период инкассации;

г) *использование современных методов рефинансирования дебиторской задолженности.*

Под рефинансированием дебиторской задолженности понимается ускоренный ее перевод в другие формы оборотных активов предприятия.

К наиболее распространенным методам рефинансирования дебиторской задолженности относятся факторинг, учет векселей в банке, форфейтинг.

Факторинг – операция по продаже дебиторской задолженности факторинговой компании (банку) в выплатой последней комиссионного вознаграждения. В факторинге действуют 3 участника: покупатель, продавец и факторинговая компания (рисунок 23)¹⁸⁷⁾.

¹⁸⁶⁾ Способы взыскания долгов // Финансовый директор. - 2006. - № 6. С. 67.

¹⁸⁷⁾ Чернов, И. В. Информационные технологии при работе с дебиторской задолженностью. Основные алгоритмы / И. В. Чернов // Управление продажами. – 2007. - № 2. С. 21-26.

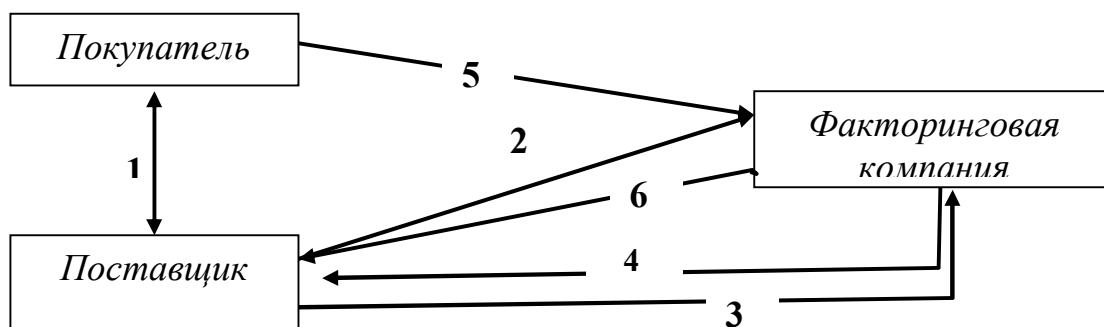


Рисунок 23 – Механизм осуществления операции факторинга

На первом этапе предприятие-поставщик и предприятие-покупатель заключают между собой договор о поставке продукции, формах и сроках платежа, осуществляется поставка. На втором этапе поставщик заключает договор с факторинговой компанией, в соответствии с которым продавец уступает право получения денежных средств за поставленную продукцию в пользу факторинговой компании, которая принимает на себя все кредитные риски по инкассации долга.

На третьем этапе факторинговая компания за осуществление операции взимает с предприятия-продавца комиссионное вознаграждение в процентах от суммы продаваемой дебиторской задолженности (примерно от 0,5 % до 6 %). Ставка комиссионного вознаграждения будет зависеть от периода инкассации дебиторской задолженности, платежеспособности покупателя и др.

На четвертом этапе факторинговой компания предоставляет в трехдневный срок факторинговый кредит – кредит в форме предварительной оплаты долговых требований продавца, размер которого обычно составляет от 60 % до 90 % суммы проданной купленной задолженности. Остальные 10 - 40 % купленной дебиторской задолженности депонируются факторинговой компанией в форме страхового резерва при ее непогашении покупателем.

После того, как предприятие-покупатель полностью погашает обязательства перед факторинговой компанией (этап пятый), последняя возвращает продавцу депонированную в форме страхового резерва часть дебиторской задолженности (10 - 40 % купленных долгов) (этап шестой).

Факторинг имеет ряд преимуществ, таких, как:

- улучшение платежеспособности продавца - поставщик получает финансовые ресурсы от банка (факторинговой компании) практически в момент поставки, поэтому ликвидные риски поставщика становятся заботой банка;

- снижение накладных расходов – переуступка права требования погашения обязательств со стороны покупателя позволяет поставщику сэкономить на расходах, связанных с инкассацией дебиторской задолженности (в частности, на почтовых расходах, телефонных переговорах, судебных издержках и других);

- снижение риска невозврата дебиторской задолженности - после заключения факторингового договора и предоставления финансирования предприятию-клиенту банк полностью несет все убытки, связанные с непоступлением платы от дебиторов. Поставщик же может таких убытков избежать, так как уже получил от банка 60 - 90 % от стоимости контракта;

- сглаживание фактора времени – получение денежных средств от факторинговой компании раньше наступления срока оплаты счетов дебиторами дает возможность продавцу избежать потерь, связанных с изменением стоимости денег во времени.

Главный недостаток факторинга в том, что его использование обходится предприятию, как правило, дороже, чем привлечение кредита. При применении факторинговой операции продавец теряет так называемую факторинговую сумму, которая складывается из следующих составляющих: сбор за обработку документов; факторинговая комиссия (0,5 - 6 % от стоимости продаваемой дебиторской задолженности); проценты за использование денежных средств, предоставленных банком клиенту на условиях факторингового кредита (до 36 % годовых). Однако, следует иметь в виду, что при заключении договора на факторинговые услуги банки (факторинговые компании), как правило, готовы учитывать индивидуальные особенности своих клиентов. Так, на размер комиссии влияют количество дебиторов у предприятия, сумма оборота в рамках факторинговых услуг¹⁸⁸⁾.

Эффективность факторинговой операции для предприятия-продавца

¹⁸⁸⁾ Багиров, М. Факторинг – финансирование продаж / М. Багиров, Ш. Гиндуллин // Финансовый директор. – 2003. - № 1. С. 15-16.

определяется путем сопоставления суммы расходов по факторинговой операции со средним уровнем процентной ставки по краткосрочному банковскому кредиту.

Пример - Предприятие продало факторинговой компании право взыскания дебиторской задолженности на сумму 300 000 р. Факторинговая компания предоставляет кредит в форме предварительной оплаты его долговых требований в размере 70 % от суммы дебиторской задолженности. Процентная ставка за предоставляемый кредит 16 % годовых. Комиссионная плата факторинговой компании составляет 2 % от суммы долга. Ожидается, что дебиторская задолженность будет инкассирована через 30 дней с момента заключения договора факторинга. Определите эффективность факторинговой операции при условии, что средний уровень процентной ставки по банковскому кредиту составляет 30 % годовых.

Решение. Для оценки эффективности факторинговой операции определим уровень расходов по ней:

1) комиссионные расходы $300\,000 * 0,02 = 6\,000$ р.;

2) расходы на выплату процентов по кредиту

$$d = 300000 * 0,7 * (1 + \frac{0,16}{12})^1 - 300000 * 0,7 = 2800 \text{ р.};$$

3) общие расходы по договору факторинга $6\,000 + 2\,800 = 8\,800$ р.;

4) уровень расходов по отношению к дополнительно полученным активам

$$d = \frac{8800}{300000 * 0,7 - 6000} * 100 \% = 4,3 \%$$

Сопоставляя полученный показатель со среднемесячным уровнем процентной ставки по кредиту (30 % / 12) получим, что факторинговая операция в данном случае является неэффективной по сравнению с получением банковского кредита на период оплаты долга покупателем.

Учёт векселей, выданных покупателями – это операция по продаже векселедержателем векселей банку по определенной дисконтной цене с предоставлением векселедержателю учетного кредита.

Учетный вексельный кредит определяется указанной в векселе суммой (номиналом векселя) за вычетом дисконта. Дисконт устанавливается в зависимости

от номинала, срока погашения векселя и учётной вексельной ставки по формуле (5.20)

$$D = \frac{C_n * d * t}{360}, \quad (5.20)$$

где D – дисконт;

C_n – цена номинала векселя;

d – учетная вексельная ставка;

t - количество дней, оставшихся до погашения векселя.

Учётная вексельная ставка состоит из средней депозитной ставки, ставки комиссионного вознаграждения, уровня премии за риск при низкой платежеспособности покупателя, определяется по формуле (5.21)

$$d = \frac{i}{1 + \frac{i}{360} * t}, \quad (5.21)$$

где d – учетная вексельная ставка банка;

i - процентная ставка банка;

t - количество дней, оставшихся до погашения векселя.

Участвовать в операции учета векселей в банке может только переводной вексель, использование которого позволяет решить задачу краткосрочного финансирования деятельности предприятия и существенно сократить финансовый цикл предприятия.

Заккрытие учетного векселя осуществляется на основании извещения банка об оплате векселя¹⁸⁹⁾.

Пример - Определите дисконтную цену вексельного кредита, предоставленного банком, если номинальная сумма векселя равна 500 тыс. р., до погашения осталось 3 месяца, годовая учетная вексельная ставка 20 %.

¹⁸⁹⁾ Бургуков, А.В. Решение дефицита платежных средств с использованием вексельных программ / А.В. Бургуков // Финансовый менеджмент. – 2008. - № 4. С. 69-78.

Решение. Определим размер дисконта и уровень дисконтной цены:

$$D = \frac{500 * 90 * 0,2}{360} = 25 \text{ тыс. р.}$$

$$\text{Дисконтная цена} = \frac{25}{500 - 25} * 100 \% = 5,3 \%$$

Форфейтинг – финансовая операция по рефинансированию дебиторской задолженности по экспортному товарному или коммерческому кредиту путем передачи переводного векселя в пользу банка с уплатой последнему комиссионного вознаграждения. Банк принимает на себя обязательство по финансированию экспортной операции путем выплаты по учтенному векселю. Гарантия по векселю обеспечивается авалем банка страны импортера. Механизм осуществления операции форфейтинга представлен на рисунке 24.

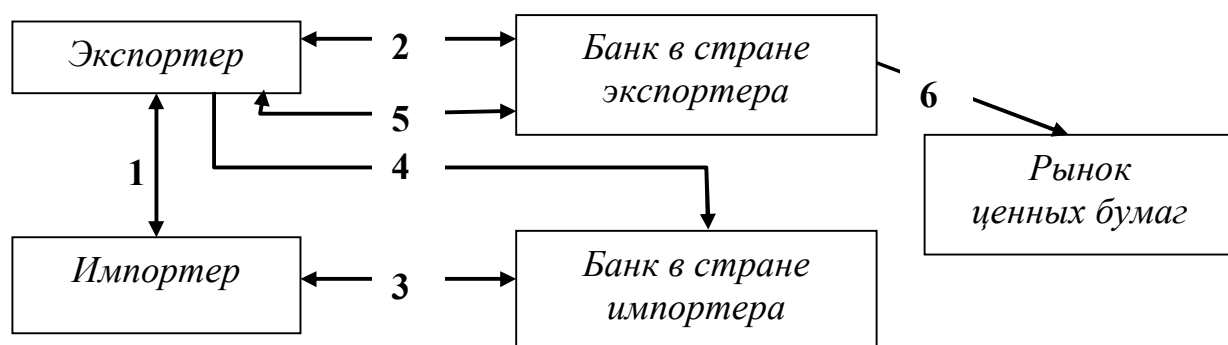


Рисунок 24 – Механизм осуществления операции форфейтинга

На первом этапе предприятие-экспортер и предприятие-импортер заключают договор о поставке продукции. Предприятие-импортер в соответствии с договором будет осуществлять платежи посредством коммерческих векселей, авалированных банком его страны.

На втором этапе предприятие-экспортер заключает договор с банком своей страны, который обязуется за комиссионное вознаграждение финансировать поставки продукции путем предоставления учетного вексельного кредита.

На третьем этапе импортер авалирует векселя в банке, которые затем

(четвертый этап) направляет в адрес экспортера.

На пятом этапе предприятие-экспортер учитывает векселя в банке своей страны, который на шестом этапе перепродает их на финансовом рынке.

В результате форфетирования задолженность покупателя по товарному (коммерческому) кредиту трансформируется в задолженность финансовую в пользу банка. По своей сути форфейтинг соединяет в себе элементы факторинга и учета векселей¹⁹⁰.

Управление дебиторской задолженностью непосредственно влияет на прибыльность предприятия, определяет пути востребования долгов и уменьшения безнадежной задолженности, выбор условий кредитной политики, обеспечивающих гарантированное поступление доходов от продажи.

5.3 Управление денежными средствами

Цель управления денежными средствами предприятия состоит в том, чтобы инвестировать избыток денежных средств для получения прибыли и одновременно иметь их необходимую величину для осуществления платежей и страхования на случай непредвиденных ситуаций. Требование обеспечения постоянной платежеспособности предприятия определяет необходимость создания высокого размера денежных активов, т.е. преследует цели максимизации среднего остатка денежных средств. Вместе с тем, следует учесть, что денежные активы предприятия при их хранении в значительной степени подвержены потере реальной стоимости от инфляции, риска и неспособности приносить доход, что определяет необходимость минимизации их среднего остатка. Эти противоречивые требования должны быть учтены при разработке политики управления денежными средствами.

Политика управления денежными средствами представляет собой часть общей политики управления оборотными активами предприятия, заключающуюся в оптимизации совокупного размера их остатка с целью обеспечения постоянной

¹⁹⁰ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. К.: Ника-Центр, 2001. Т. 1. С. 345.

платежеспособности и эффективного использования в процессе хранения.

При разработке эффективной политики управления денежными средствами предприятия необходимо учитывать ряд положений:

1) потоки денежных средств обслуживают осуществление финансово-хозяйственной деятельности предприятия практически во всех ее аспектах. Эффективно организованные денежные потоки предприятия являются важнейшей предпосылкой достижения высоких финансовых результатов и стратегических целей финансового характера;

2) синхронизация потоков денежных средств во времени определяет темпы развития, финансовую устойчивость, платежеспособность предприятия. Высокий уровень такой синхронизации является необходимым условием развития предприятия и реализации стратегических целей;

3) эффективное формирование денежных потоков обеспечивает нормальное функционирование операционных процессов, поскольку нарушение ритмичности платежей оказывает негативное влияние на формирование производственных запасов сырья и материалов, уровень производительности труда, реализацию готовой продукции и ряд других важнейших параметров деятельности. В то же время эффективно организованные денежные потоки предприятия обеспечивают рост объема производства и реализации его продукции;

4) эффективное управление денежными средствами снабжает предприятие необходимыми источниками финансирования, сокращает потребность в заемном капитале, способствует формированию дополнительных инвестиционных ресурсов для осуществления финансовых инвестиций, являющихся источником прибыли. Активно управляя денежными средствами, можно обеспечить более рациональное и экономное использование собственных финансовых ресурсов, формируемых из внутренних источников, снизить зависимость темпов развития предприятия от привлекаемых кредитов. Особую актуальность этот аспект управления денежными потоками приобретает для предприятий, находящихся на ранних стадиях своего жизненного цикла, доступ которых к внешним источникам финансирования довольно ограничен;

5) управление денежными средствами является важным финансовым рычагом обеспечения ускорения оборота капитала предприятия. Этому способствует сокращение продолжительности производственного и финансового циклов, достигаемое в процессе результативного управления денежными потоками, а также снижение потребности в капитале, обслуживающей хозяйственную деятельность предприятия. Ускоряя за счет эффективного управления денежными потоками оборот капитала, предприятие обеспечивает рост суммы генерируемой во времени прибыли;

б) эффективное управление денежными средствами обеспечивает снижение риска неплатежеспособности предприятия. Даже у предприятий, успешно осуществляющих хозяйственную деятельность и генерирующих достаточную сумму прибыли, неплатежеспособность может возникать как следствие несбалансированности различных видов денежных потоков во времени. Синхронизация поступления и выплат денежных средств, достигаемая в процессе управления денежными потоками предприятия, позволяет устранить этот фактор возникновения его неплатежеспособности¹⁹¹⁾.

С учетом рассмотренных положений организуется конкретный процесс управления денежными средствами предприятия.

Управление денежными средствами включает анализ движения денежных средств, прогнозирование и определение оптимального уровня остатков денежных средств на расчетном счете и в кассе организации.

Анализ движения денежных средств позволяет с известной долей точности объяснить расхождение между величиной денежного потока, имевшего место на предприятии в отчетном периоде, и полученной за этот период прибылью. В целях анализа используются прямой и косвенный методы расчета денежных потоков, о которых достаточно подробно говорилось во второй главе (п.п. 2.2 – 2.3).

Прогнозирование денежных средств сводится к исчислению возможных источников поступления и оттока денежных средств. Используется та же схема, что и в анализе движения денежных средств, только для простоты некоторые показатели

¹⁹¹⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. К.: Ника-Центр, 2001. Т. 1. С. 350.

могут агрегироваться.

Поскольку большинство показателей достаточно трудно спрогнозировать с большой точностью, нередко прогнозирование денежных остатков сводят к построению бюджетов денежных средств в планируемом периоде, учитывая лишь основные составляющие потока: объем реализации, долю выручки за наличный расчет, прогноз кредиторской задолженности и др. Прогноз осуществляется на какой-то период в разрезе подпериодов: год по кварталам, год по месяцам, квартал по месяцам и т. д.¹⁹²⁾.

Процедуры методики прогнозирования выполняются в следующей последовательности:

- 1) прогнозирование денежных поступлений;
- 2) прогнозирование оттока денежных средств;
- 3) расчет чистого денежного потока (излишек/недостаток);
- 4) определение совокупной потребности в краткосрочном финансировании.

Смысл первого этапа состоит в том, чтобы рассчитать объем возможных денежных поступлений. Определенная сложность в подобном расчете может возникнуть в том случае, если предприятие применяет методику определения выручки по мере отгрузки товаров. Основным источником поступления денежных средств является реализация товаров, которая подразделяется на продажу товаров за наличный расчет и в кредит. На практике большинство предприятий отслеживает средний период времени, который требуется покупателям для того, чтобы оплатить счета. Исходя из этого, можно рассчитать, какая часть выручки за реализованную продукцию поступит в том же периоде, а какая в следующем. Далее с помощью балансового метода рассчитывают денежные поступления и изменение дебиторской задолженности. Базовое балансовое уравнение имеет вид (5.20)

$$ДЗ_n + B = ДЗ_k + ДП_{ВХ} \quad (5.20)$$

¹⁹²⁾ Гутова, А.В. Управление денежными потоками: теоретические аспекты / А.В. Гутова // Финансовый менеджмент. – 2004. - № 4. С. 18-24.

где $ДЗ_n$ - дебиторская задолженность за товары и услуги на начало периода,
 $ДЗ_k$ - дебиторская задолженность за товары и услуги на конец периода;
 B - выручка от реализации за период;
 $ДП_{BX}$ - денежные поступления в данном периоде.

Более точный расчет предполагает классификацию дебиторской задолженности по срокам ее погашения. Таким образом, можно установить усредненную долю дебиторской задолженности со сроком погашения соответственно до 30 дней, до 60 дней, до 90 дней и т.д.

При значительной величине поступлений от прочих операций их прогнозная оценка выполняется методом прямого счета.

На втором этапе рассчитывается отток денежных средств. Основным его составным элементом является погашение кредиторской задолженности. Считается, что предприятие оплачивает свои счета вовремя, хотя в некоторой степени оно может отсрочить платеж. Процесс задержки платежа называют «растягиванием» кредиторской задолженности. Отсроченная кредиторская задолженность в этом случае выступает в качестве дополнительного источника краткосрочного финансирования. К другим направлениям использования денежных средств относятся заработная плата персонала, административные и другие постоянные и переменные расходы, а также капитальные вложения, выплаты налогов, процентов, дивидендов.

Третий этап состоит в сопоставлении прогнозируемых денежных поступлений и выплат, а также в расчете чистого денежного потока.

На четвертом этапе рассчитывается совокупная потребность в краткосрочном финансировании. Смысл этапа заключается в определении размера краткосрочного банковского кредита по каждому периоду, необходимому для обеспечения прогнозируемого остатка денежных средств. При расчете рекомендуется принимать во внимание желаемый минимум денежных средств на расчетном счете, который целесообразно иметь в качестве страхового запаса, а также для возможных непрогнозируемых заранее выгодных инвестиций¹⁹³⁾. Рассмотрим методику

¹⁹³⁾ Ковалев, В.В. Курс финансового менеджмента: учебник / В.В. Ковалев. М.: Проспект, 2010. С. 163.

прогнозирования на примере.

Пример - Имеются следующие данные о предприятии. В среднем 70 % продукции предприятие реализует в кредит, а 30 % - за наличный расчет. Как правило, предприятие предоставляет своим контрагентам 30-дневный кредит на льготных условиях (для простоты вычислений размером льготы в данном примере пренебрегаем). Статистика показывает, что 70 % платежей оплачиваются контрагентами вовремя, т.е. в течение предоставленного для оплаты месяца, остальные 30 % оплачиваются в течение следующего месяца. Объем реализации на 2 квартал текущего года составит (млн.р.): апрель - 30; май - 35; июнь - 40. Объем реализованной продукции в феврале равен 28 млн., в марте - 30 млн. р. Требуется составить бюджет денежных средств на 2 квартал. Расчет может быть оформлен в следующей последовательности аналитических таблиц 11, 12, 13.

Таблица 11 – Прогноз дебиторской задолженности на 2 квартал

Показатель	Апрель	Май	Июнь
Дебиторская задолженность (на начало периода), млн. р.	16,0	16,42	19,92
Выручка от реализации – всего, млн. р.	30,0	35,0	40,0
В том числе реализация в кредит	21,0	24,5	28,0
Поступление денежных средств – всего, млн. р.	29,6	31,5	35,45
В том числе:			
- 30 % реализации текущего месяца за наличный расчет;	9,0	10,5	12,0
- 70 % реализации в кредит прошлого месяца;	14,7	14,7	17,15
- 30 % реализации в кредит позапрошлого месяца.	5,88	6,3	6,3
Дебиторская задолженность (на конец периода), млн. р.	16,42	19,92	24,47

Таблица 12 – Прогноз излишка (недостатка) денежных средств

Показатель	Апрель	Май	Июнь
Поступление денежных средств, млн. р.:			
- реализация продукции;	29,6	31,5	35,45
- прочие поступления.	3,0	1,7	3,2
Всего поступлений, млн. р.	32,6	33,2	38,65
Отток денежных средств, млн. р.:			
- погашение кредиторской задолженности;	28,4	36,1	38,9
- прочие платежи (налоги, заработная плата и т. д.)	1,6	2,2	4,8
Всего выплат, млн. р.	30,0	38,3	43,7
Излишек (недостаток) денежных средств, млн. р.	2,6	(5,1)	(5,05)

Таблица 13 – Расчет объема требуемого краткосрочного финансирования

Показатель	Апрель	Май	Июнь
Остаток денежных средств (на начало периода), млн. р.	2,0	4,6	(0,5)
Изменение денежных средств, млн. р.	2,6	(5,1)	(5,05)
Остаток денежных средств (на начало периода), млн. р.	4,6	(0,5)	(5,55)
Требуемый минимум денежных средств на расчетном счете, млн. р.	1,0	1,0	1,0
Требуемый дополнительный краткосрочный кредит, млн. р.	-	1,5	6,55

Различные виды текущих активов обладают различной ликвидностью, под которой понимают временной период, необходимый для конвертации данного актива в денежные средства, и расходы по обеспечению этой конвертации. Только денежным средствам присуща абсолютная ликвидность. Для того чтобы вовремя оплачивать счета поставщиков, предприятие должно обладать определенным уровнем абсолютной ликвидности. Его поддержание связано с некоторыми расходами, точный расчет которых в принципе невозможен. Поэтому принято в качестве цены за поддержание необходимого уровня ликвидности принимать возможный доход от инвестирования среднего остатка денежных средств в высоколиквидные ценные бумаги, например государственные краткосрочные обязательства. Основанием для такого решения является предпосылка, что государственные ценные бумаги безрисковые, т.е. степенью риска, связанного с ними, можно пренебречь. Таким образом, деньги и подобные ценные бумаги относятся к классу активов с одинаковой степенью риска, следовательно, доход (издержки) по ним является сопоставимым.

Однако цена ликвидности предприятия увеличивается по мере того, как возрастает запас наличных денег. Если доля денежных средств в активах предприятия невысокая, небольшой дополнительный приток их может быть крайне полезен, в обратном случае наоборот. Рост остатков денежных средств означает потерю для предприятия альтернативных доходов в форме краткосрочных финансовых вложений. Поэтому перед финансовым менеджером стоит задача определить оптимальный размер запаса денежных средств, при котором цена ликвидности буде не выше процентного дохода по краткосрочным ценным

бумагам¹⁹⁴⁾.

При оптимизации остатка денежных средств предприятия необходимо учитывать следующее:

- 1) общий объем денежных средств и их эквивалентов;
- 2) какую их долю держать на расчетном счете, а какую в виде быстрореализуемых ценных бумаг;
- 3) когда и в каком объеме следует осуществлять взаимную трансформацию денежных средств и быстрореализуемых финансовых активов.

Существует несколько моделей определения оптимального объема денежных средств:

а) модель Баумоля. Исходными положениями данной модели являются следующие:

- 1) предприятие начинает работать, имея максимальный и целесообразный для него уровень денежных средств, который затем постоянно расходует в течение некоторого периода времени;
- 2) все поступающие денежные средства предприятие вкладывает в краткосрочные финансовые активы;
- 3) по мере истощения запаса денежных средств (он становится равным нулю или достигает некоторого уровня безопасности, предприятие продает часть ценных бумаг и тем самым пополняет запас денежной наличности. Предполагается, что предприятие начинает работать, имея максимальный и целесообразный для него уровень денежных средств, и затем постоянно расходует их в течение некоторого периода времени.

Формирование и расходование остатка денежных средств в соответствии с моделью Баумоля осуществляется следующим образом (рисунок 25).

¹⁹⁴⁾ Зубарева, В.Д. Повышение ликвидности предприятия за счет оптимизации использования денежных средств / В.Д. Зубарева, Д.Н. Дранишников // Финансовый менеджмент. – 2008. - № 6. С. 5-12.

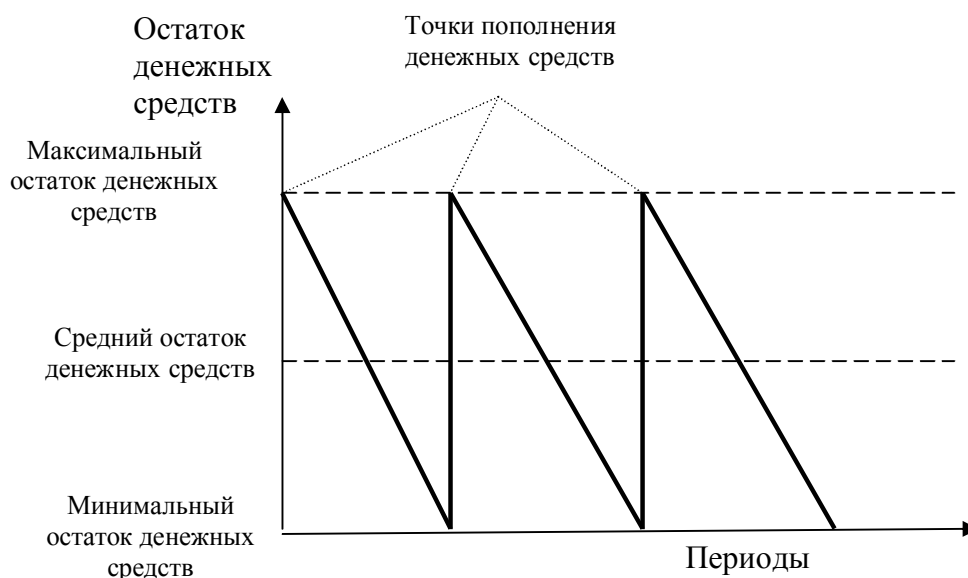


Рисунок 25 – Формирование остатка денежных средств в соответствии с моделью Баумоля

Исходя из представленного графика можно увидеть, что более частое пополнение остатков денежных средств за счет продажи части ценных бумаг приводит к уменьшению максимального и среднего остатка денежных средств на предприятии. При этом каждая операция по продаже краткосрочных финансовых активов связана с определенными расходами, размер которых возрастает с увеличением количества конвертаций ценных бумаг в денежные средства. Одновременно при увеличении периода пополнения денежных средств, увеличивается их максимальный и средний остаток и альтернативные затраты, связанные с отсутствием краткосрочных финансовых вложений. Размер альтернативных затрат определяется средней ставкой процента по краткосрочным ценным бумагам.

Оптимальный размер остатка денежных средств по модели Баумоля определяется минимальным размером совокупных расходов (складывающихся из альтернативных затрат и расходов по одной операции конвертации ценных бумаг в денежные средства). Графически это выглядит следующим образом (рисунок 26).

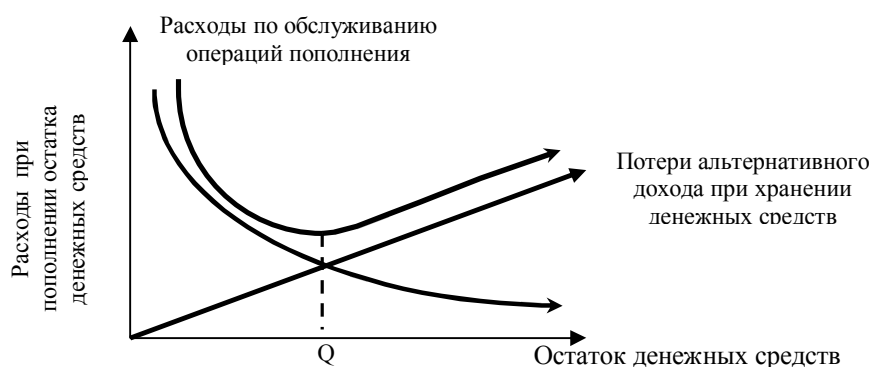


Рисунок 26 – Оптимальный остаток денежных средств в соответствии с моделью Баумоля

Формула расчета оптимального остатка денежных средств предприятия (5.21) или (5.22)

$$Q = \sqrt{\frac{2 * ПДС * Z_k}{D\%}}, \quad (5.21)$$

или

$$\bar{Q} = \frac{Q}{2}, \quad (5.22)$$

где Q – оптимальный размер максимального остатка денежных средств предприятия;

\bar{Q} - оптимальный размер среднего остатка денежных средств предприятия;

$ПДС$ – планируемый объем расходования денежных средств;

Z_k – затраты по одной операции конвертации ценных бумаг в денежные средства, в рублях;

$D\%$ - средняя ставка процента по краткосрочным финансовым вложениям¹⁹⁵⁾.

Пример - Объем наличных платежей фирмы в месяц составляет 200 млн. рублей. Ожидается, что платежи будут стабильными. В портфеле ценных бумаг имеются ликвидные ценные бумаги, доходность которых составляет 1, 5 % в месяц. Услуги брокера по продаже ценных бумаг стоят 150 тыс. р. за одну сделку.

¹⁹⁵⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. Киев: Ника-Центр, 2001. Т. 1. С. 360.

Определите оптимальное количество денежных средств предприятия.

Решение.

$$K_{dc} = \sqrt{\frac{2 * 200000 * 150}{0,015}} = 63,2 \text{ млн.р.};$$

б) модель Миллера-Орра. Данная модель более близка к реальным денежным потокам и используется в случаях, когда невозможно уверенно предсказать денежный поток, то есть остаток на расчетном счете меняется случайным образом.

В модели устанавливаются две контрольные точки, в которых применяется управляющее воздействие. Нижний предел – это минимально допустимый остаток денежных средств (страховой остаток). Верхний предел (трехкратный страховой остаток) – максимально допустимый предел остатка денежных средств, выше которого предприятие несет вмененные издержки от недоиспользования или нерационального использования денежных средств (рисунок 27).

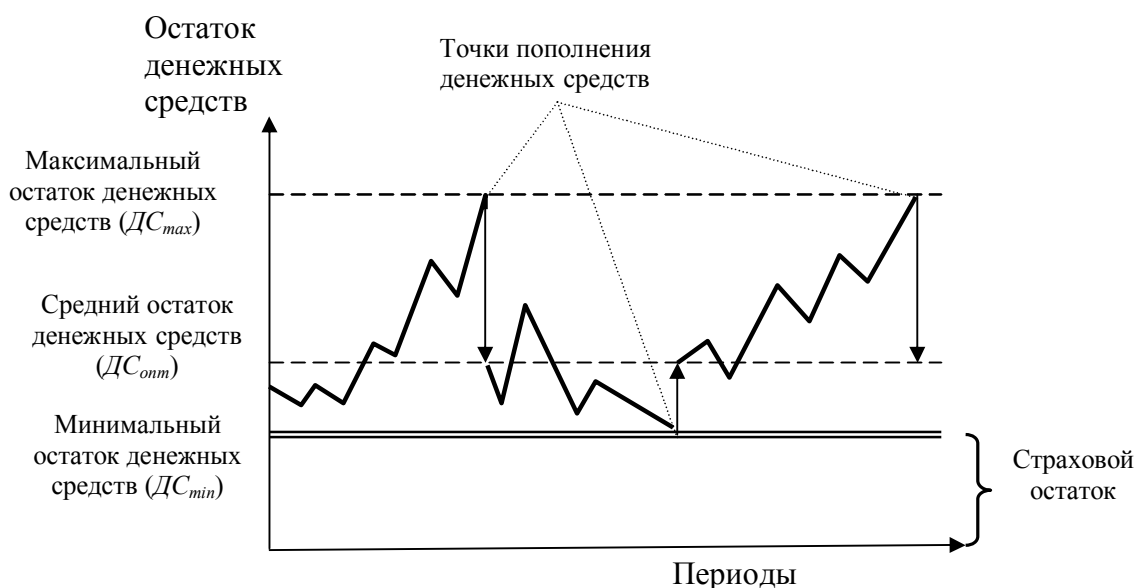


Рисунок 27 – Формирование остатка денежных средств в соответствии с моделью Миллера-Орра

Если остаток на расчетном счете достигает верхнего предела, то предприятие начинает скупать достаточное количество ценных бумаг с целью вернуть запас

денежных средств к точке возврата. Если остаток денежных средств достигает нижнего предела, то принимается решение о продаже имеющихся у предприятия ликвидных ценных бумаг.

Необходимо обратить внимание на то, что среднего остатка денежных средств на одну треть выше его минимального значения и на две трети ниже максимального его значения. При таком подходе уровень альтернативных потерь будет более низким¹⁹⁶⁾.

Последовательность этапов реализации модели:

1) определяется минимальный размер требуемой наличности в день (экспертным путем) $ДС_{мин}$;

2) по статистическим данным определяется вариация ежедневного поступления средств на расчетный счет σ^2 ;

3) определяются расходы $p_{дн}$ по хранению средств на расчетном счете (обычно их принимают в сумме ставки ежедневного дохода по краткосрочным ценным бумагам, циркулирующим на рынке) и расходы Z_k по взаимной трансформации денежных средств и ценных бумаг;

4) определяется оптимальная величина денежных средств Q , на которую следует продать ценные бумаги по формуле (5.23)

$$Q = \sqrt[3]{\frac{3 * Z_k * \sigma^2}{4 * p_{дн}}}, \quad (5.23)$$

где $p_{дн}$ – дневная доходность ценной бумаги;

σ^2 – дисперсия чистых ежедневных потоков наличных денежных средств;

Z_k – затраты по одной операции конвертации ценных бумаг в денежные средства;

5) определяется оптимальный остаток денежных средств $ДС_{опт}$ по формуле (5.24)

¹⁹⁶⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. К.: Ника-Центр, 2001. Т. 1. С. 362.

$$ДС_{opt} = ДС_{мин} + Q, \quad (5.24)$$

где $ДС_{мин}$ – минимальный остаток денежной наличности;

Q – оптимальный величина денежных средств, на которую следует продать краткосрочные финансовые активы;

б) определяется максимально целесообразный остаток денежных средств $ДС_{макс}$ по формуле (5.25)

$$ДС_{макс} = ДС_{мин} + 3Q, \quad (5.25)$$

где $ДС_{мин}$ – минимальный остаток денежной наличности;

Q – оптимальный величина денежных средств, на которую следует продать краткосрочные финансовые активы.

Пример - Денежные потоки на предприятии изменяются в значительных пределах. За прошедший квартал при среднедневном потоке $ДП_{ср} = 1,8$ млн. р. стандартное отклонение ежедневного денежного потока составило 2000 р. Минимальный запас денежной наличности установлен менеджерами 1,5 млн. р. Расходы по одной операции взаимной конвертации ценных бумаг и денежных средств 0,5 млн. р. Годовая процентная ставка 25 %, т.е. ставка ежедневного дохода по краткосрочным ценным бумагам равна 0,734 % ($(1 + r_{дн})^{365} = 1,25$). Определите оптимальный и максимально целесообразный остаток денежных средств.

Решение. Определим оптимальную величину денежных средств, на которую следует продать ценные бумаги Q .

$$Q = \sqrt[3]{\frac{3 * 500\,000 * 2000^2}{4 * 0,00734}} = 5,89 \text{ млн. р.}$$

Оптимальный остаток денежных средств $1,5 + 5,89 = 7,39$ млн. р.

Максимальный остаток денежной наличности $1,5 + 3 * 5,89 = 19,17$ млн. р.;

в) модель Стоуна в отличие от предыдущей больше внимания уделяет

управлению целевым остатком, нежели его определению; вместе с тем она во многом сходна с моделью Миллера-Орра. Верхний и нижний пределы остатка средств на счете подлежат уточнению в зависимости от информации о денежных потоках, ожидаемых в ближайшие несколько дней (рисунок 28).

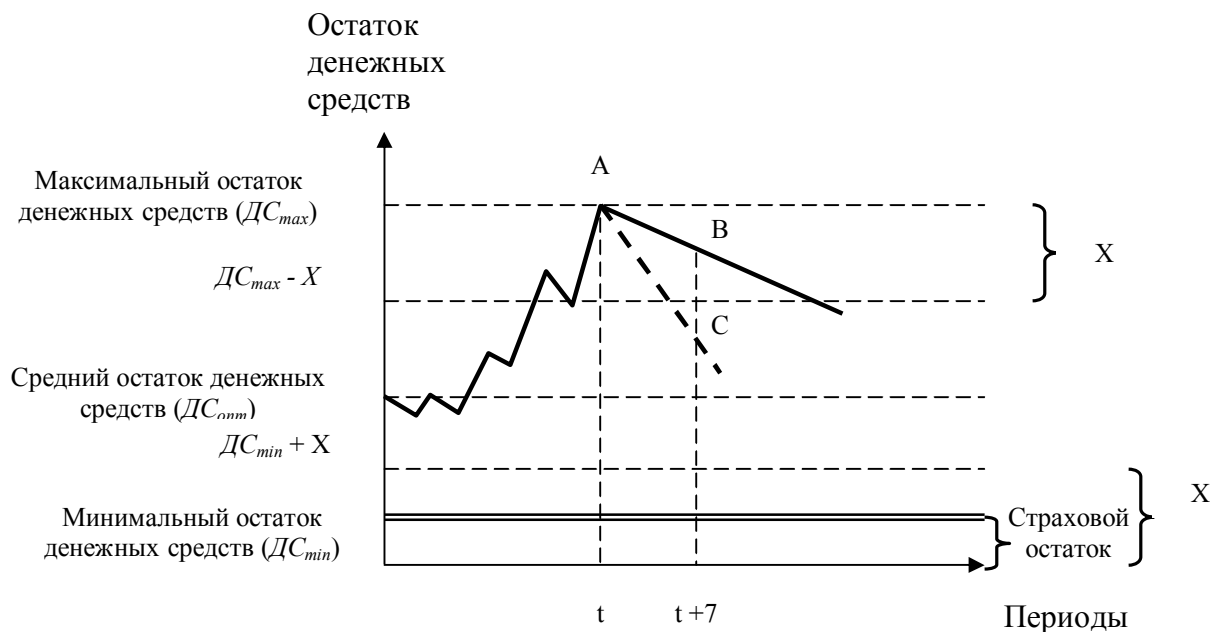


Рисунок 28 – Формирование остатка денежных средств в соответствии с моделью Стоуна

Модель Стоуна предполагает определение внешних и внутренних контрольных лимитов: $ДС_{max}$ и $ДС_{min}$ – внешние лимиты, а $(ДС_{max} - X)$ и $(ДС_{min} + X)$ – внутренние. В отличие от модели Миллера-Орра, когда при достижении контрольных лимитов совершаются немедленные действия, в модели Стоуна это происходит не всегда.

Предположим, что остаток средств на счете достиг внешнего верхнего предела (точка А) в момент t . Вместо автоматического перевода величины $(ДС_{max} - ДС_{опт})$ из наличности в ценные бумаги, финансовый менеджер делает прогноз на несколько предстоящих дней (в нашем случае – семь). Если ожидаемый остаток средств в момент $t + 7$ останется выше внутреннего предела $(ДС_{max} - X)$, например, его размер определяется в точке В, то $(В - ДС_{опт})$ будут обращены в ценные бумаги. Если же прогноз покажет, что в момент $t + 7$ величина денежного остатка будет соответствовать точке С, то фирма не будет покупать ценные бумаги. Аналогичные рассуждения верны и в отношении нижнего предела.

В отличие от модели Миллера – Орра модель Стоуна не указывает методов определения целевого остатка денежных средств и контрольных пределов, но они могут быть определены с помощью модели Миллера-Орра, а величина X и период, на который делается прогноз, - экспертным методом¹⁹⁷⁾.

Таким образом, рациональная и эффективная политика управления денежными средствами предприятия позволяет обеспечить текущую ликвидность, снизить угрозу банкротства и избежать вмененных издержек, вызванных потерей доходов в результате хранения денежных средств.

5.4 Контрольные вопросы

2 Каковы основные факторы, влияющие на уровень производственных запасов?

3 Чем определяются издержки хранения производственных запасов?

4 Какие модели используются для управления величиной производственных запасов?

1 Каковы основные виды товаро-материальных запасов?

5 Каково влияние инфляции на величину оптимального размера партии поставки?

6 Чем определяется наличие дебиторской задолженности? Выгодна ли она предприятию?

7 Каким образом формируется кредитная политика предприятия?

8 Возможно ли сопоставление дебиторской задолженности и кредиторской задолженности?

9 Определите мероприятия по управлению дебиторской задолженностью?

10 Каково назначение резервов по сомнительным долгам? Каков порядок их создания? Укажите предприятия, которым предоставлено право создания резерва по сомнительным долгам.

¹⁹⁷⁾ Ковалев, В.В. Основы теории финансового менеджмента: учебно-практическое пособие / В.В. Ковалев. М.: Проспект, 2008. С. 344.

- 11 Охарактеризуйте типы кредитной политики.
- 12 Назовите возможные методы инкассации дебиторской задолженности.
- 13 Охарактеризуйте основные методы рефинансирования дебиторской задолженности.
- 14 Какова главная цель управления денежными средствами?
- 15 Каковы методы управления денежными средствами и их эквивалентами?
- 16 С какими затратами сопоставляется поддержание предприятием абсолютной ликвидности?
- 17 Назовите мотивы поддержания остатка денежных средств на счете компании.
- 18 Каковы условия реализации моделей оптимизации денежного остатка предприятия (Баумоля, Миллера-Орра, Стоуна)?

6 Управление инвестициями

6.1 Классификация инвестиций

Важным условием развития предприятия является его высокая инвестиционная активность.

Инвестиции представляют собой вложения капитала во всех его формах с целью обеспечения его роста в предстоящем периоде, получения текущего дохода или решения определенных социальных задач¹⁹⁸⁾.

Объемы инвестиционной деятельности предприятия являются главным показателем реализации экономической и финансовой стратегии предприятия, направленной на рост эффективности его деятельности, повышение конкурентоспособности и возрастание рыночной стоимости.

Инвестиционная политика предприятия заключается в установлении

¹⁹⁸⁾ Бланк, И.А. Инвестиционный менеджмент / И.А. Бланк. К.: Ника-центр: Эльга, 2002. С. 10.

структуры и масштабов инвестиций, отбора и реализации наиболее выгодных путей расширения и обновления имущества с целью обеспечения реализации стратегии развития.

Инвестиции осуществляются в различных формах. С целью систематизации анализа и планирования инвестиций они могут быть сгруппированы по определенным классификационным признакам.

По *объектам вложения средств* выделяют *реальные и финансовые инвестиции*.

Реальные инвестиции выступают как совокупность вложений в реальные экономические активы. Важнейшей составляющей реальных инвестиций являются инвестиции, осуществляемые в форме капитальных вложений, которые в экономической литературе называют также реальными инвестициями в узком смысле слова, или капиталобразующими инвестициями.

Реальные инвестиции, в свою очередь, подразделяют на *материальные (вещественные) и нематериальные (потенциальные)*. Потенциальные инвестиции используются для получения нематериальных благ. В частности они направляются на повышение квалификации персонала, проведение научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ, получение товарного знака (марки) и т. п. Материальные инвестиции предполагают вложения, прежде всего, в средства производства. Их, в свою очередь, можно подразделить на *стратегические инвестиции, базовые инвестиции, текущие инвестиции, новационные инвестиции*. Назначение этих инвестиций и их роль в наращивании производственного потенциала различны¹⁹⁹⁾.

Стратегические инвестиции — это инвестиции, направленные на создание новых предприятий, новых производств либо приобретение целостных имущественных комплексов в иной сфере деятельности, в иных регионах и т. п. Базовые инвестиции - это инвестиции, направленные на расширение действующих предприятий, создание новых предприятий и производств в той же, что и ранее сфере деятельности, том же регионе и т. п. Текущие инвестиции призваны

¹⁹⁹⁾ Шеремет, В.В. Управление инвестициями: в 2 т. / В.В. Шеремет [и др.]. М.: Высшая школа, 1998. Т. 1. С. 19.

поддерживать воспроизводственный процесс и связаны с вложениями по замене основных средств, проведению различных видов капитального ремонта с пополнением запасов материальных и оборотных активов. Новационные инвестиции связаны с включением в состав предприятия технологических структур, гарантирующих бесперебойное и эффективное обеспечение производства необходимым сырьем, комплектующими, обслуживанием технологического производства (ремонт, наладка, разработка технической документации и т. п.).

Для каждого из выделенных видов, типов инвестиций характерны свои уровни риска. Так, например, среди материальных инвестиций наиболее высокий уровень риска характерен для инвестиций по созданию новых предприятий, производств и наименьший уровень для текущих инвестиций. Зависимость между типом инвестиций и уровнем их риска, прежде всего, определяется возможностью прогноза состояния внешней для инвестора среды после завершения инвестиций. В нашем случае создание новых предприятий, новых производств, как правило, связано с освоением, выпуском новых видов продукции (услуг) для рынка. Однако поведение рынка на перспективу трудно предвидеть, поскольку оно характеризуется высокой степенью неопределенности. В то же время повышение эффективности существующего производства посредством текущих инвестиций, как правило, связано с минимальными опасностями негативных последствий для инвесторов.

Также реальные инвестиции можно разделить на *внутренние* и *внешние*.

Внутренние - это вложение средств хозяйствующего субъекта в собственные факторы производства за счет собственных источников финансирования, внешние - это вложение средств инвестиционных институтов в факторы производства, нуждающегося в инвестициях хозяйствующего субъекта.

К реальным инвестициям имеет смысл отнести также понятия *валовые* и *чистые* инвестиции.

Валовые инвестиции представляют собой общий объем инвестированных средств в определенном периоде, направленных на расширение или обновление производственных основных фондов, приобретение нематериальных активов,

прирост запасов сырья и других товарно-материальных ценностей.

Чистые инвестиции представляют собой сумму валовых инвестиций, уменьшенную на сумму амортизационных отчислений в определенном периоде²⁰⁰⁾.

Динамика показателя чистых инвестиций отражает характер экономического развития предприятия, потенциал формирования его прибыли.

Если сумма чистых инвестиций предприятия составляет отрицательную величину, это свидетельствует о снижении его производственного потенциала и экономической базы формирования его прибыли (такая ситуация характеризует предприятие как «проедающее свой капитал»).

Если сумма чистых инвестиций равна нулю, это означает отсутствие экономического роста предприятия и базы возрастания его прибыли, так как его производственный потенциал остается при этом неизменным («топчущееся на месте»).

Если сумма чистых инвестиций составляет положительную величину, это означает, что обеспечивается расширенное воспроизводство внеоборотных операционных активов предприятия и возрастание экономической базы формирования его прибыли («растущее предприятие»).

Финансовые инвестиции включают вложения средств в различные финансовые активы — ценные бумаги, паи и долевые участия, банковские депозиты и т.п. Эти вложения направлены на формирование инвестиционного портфеля.

По *характеру участия инвестора в инвестиционном процессе* инвестиции подразделяются на *прямые и косвенные* (опосредованные).

Прямые инвестиции предполагают прямое, непосредственное участие инвестора во вложении капитала в конкретный объект инвестирования, будь то приобретение реальных активов, либо вложение капитала в уставные фонды организации. *Косвенные* (опосредованные) инвестиции предполагают вложения капитала инвестора в объекты инвестирования через финансовых посредников (институциональных инвесторов) посредством приобретения различных

²⁰⁰⁾ Бланк, И.А. Инвестиционный менеджмент / И.А. Бланк. К.: Ника-центр: Эльга, 2002. С. 22.

финансовых инструментов.

По цели инвестирования выделяют *прямые и портфельные* (непрямые) инвестиции.

Прямые инвестиции выступают как вложения в уставные капиталы предприятий (фирм, компаний) с целью установления непосредственного контроля и управления объектом инвестирования. Они направлены на расширение сферы влияния, обеспечение будущих финансовых интересов, а не только на получение дохода.

Портфельные инвестиции представляют собой средства, вложенные в экономические активы с целью извлечения дохода (в форме прироста рыночной стоимости инвестиционных объектов, дивидендов, процентов, других денежных выплат) и диверсификации рисков. Как правило, портфельные инвестиции являются вложениями в приобретение принадлежащих различным эмитентам ценных бумаг, других активов.

Достаточно часто реальные и финансовые инвестиции рассматривают как соответственно прямые и портфельные. При этом в одних случаях под прямыми инвестициями понимают непосредственное вложение средств в производство, а под портфельными — приобретение ценных бумаг, т.е. критерием классификации служит в этом случае характеристика объекта инвестирования^{201), 202)}. Однако такое отождествление представляется ошибочным, поскольку реальные инвестиции помимо вложений в физические элементы производительного капитала, как отмечалось, включают вложения и в другие формы реальных активов, а финансовые инвестиции охватывают вложения не только в ценные бумаги, но и в другие финансовые инструменты. Кроме того, вряд ли правомерно относить к производственным вложениям только прямые инвестиции, так как часть портфельных инвестиций (вложения в ценные бумаги производственных предприятий при их первичном размещении) также предназначена для привлечения средств инвесторов в производство²⁰³⁾.

²⁰¹⁾ Гитман, Л. Дж. Основы инвестирования / Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонк: пер. с англ. М.: Дело, 1997. С. 54.

²⁰²⁾ Майерс, С. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997. С. 671.

²⁰³⁾ Игонина, Л.Л. Инвестиции: учеб. пособие / Л.Л. Игонина. М.: Экономистъ, 2005. С. 23.

В других случаях смешение различных групп инвестиций происходит вследствие отсутствия четкого критерия, используемого при их классификации. Как отмечалось выше, выделение реальных и финансовых инвестиций осуществляется в зависимости от объекта вложения средств, в то время как в основе разделения инвестиций на прямые и портфельные используется качественно иной критерий — цель инвестирования.

Относительно характера использования инвестиций их можно классифицировать следующим образом:

- *первичные инвестиции* (или так называемые «нетто-инвестиции») - необходимые капиталовложения для покупки или создания того или иного предприятия;

- *экстенсивные инвестиции* - вложения средств, которые направляются на расширение производственного потенциала уже действующего предприятия;

- *реинвестиции* - это вложение части (или всего) полученного дохода в создание или приобретение новых средств производства с целью поддержания стабильной работы предприятия;

- *инвестиции на замену* - капиталовложения, осуществляемые с целью замены (устаревшего) оборудования новым;

- *инвестиции на рационализацию* - вложения средств, которые осуществляются с целью усовершенствования технологических процессов или оборудования;

- *инвестиции на изменение программы выпуска продукции* - капиталовложения, необходимые для пересмотра и усовершенствования существующих способов производства;

- *инвестиции на диверсификацию* — вложения в поиск возможности производства новых видов продукции и в организацию новых рынков сбыта;

- *инвестиции на обеспечение выживания предприятия в перспективе* - средства, вкладываемые в рекламу, подготовку кадров, охрану окружающей среды и т.п.;

- *венчурные инвестиции* - вложения средств в новые виды деятельности,

связанные с большим риском потери капитала, но в то же время предполагающие (в случае успешного развития событий) быструю окупаемость проекта и потенциально высокий уровень прибыли²⁰⁴⁾.

Относительно фактора времени инвестиции можно классифицировать на *краткосрочные, среднесрочные, долгосрочные и аннуитет-инвестиции*.

Под *краткосрочными инвестициями* понимаются обычно вложения средств на период до одного года. Данные инвестиции носят, как правило, спекулятивный характер. *Среднесрочные инвестиции* представляют собой вложения средств на срок от одного года до трех лет, *долгосрочные инвестиции* — на срок свыше трех лет. *Аннуитет-инвестиции* – это вложения, приносящие доход регулярно, через определенные промежутки времени.

По формам собственности на инвестиционные ресурсы выделяют *частные, государственные, иностранные и совместные (смешанные)* инвестиции.

Под *частными (негосударственными) инвестициями* понимают вложения средств частных инвесторов: граждан и предприятий негосударственной формы собственности. *Государственные инвестиции* — это вложения, осуществляемые государственными органами власти и управления, а также предприятиями государственной формы собственности. К *иностранным инвестициям* относят вложения средств иностранных граждан, фирм, организаций, государств. Под *совместными (смешанными) инвестициями* понимают вложения, осуществляемые отечественными и зарубежными экономическими субъектами²⁰⁵⁾.

По региональному признаку различают *инвестиции внутри страны и за рубежом*.

Внутренние (национальные) инвестиции включают вложения средств в объекты инвестирования внутри данной страны.

Инвестиции за рубежом понимаются как вложения средств в объекты инвестирования, размещенные вне территориальных пределов данной страны²⁰⁶⁾.

²⁰⁴⁾ Сергеев, И.В. Организация и финансирование инвестиций / И.В.Сергеев, И.И.Веретенникова, В.В.Яновский. М.: Финансы и статистика, 2002. С. 17.

²⁰⁵⁾ Козин, П.П. Об инвестициях и классификации инвестиционных проектов с участием Российской Федерации / П.П. Козин // Финансовый менеджмент. – 2008. - № 2. С. 86-94.

²⁰⁶⁾ Мороз, С. Классификация инвестиций и их виды / С. Мороз // Юрист. – 2007. - № 4. С. 24 - 29.

По отраслевому признаку выделяют инвестиции в различные отрасли экономики: промышленность (топливная, энергетическая, химическая, нефтехимическая, пищевая, легкая, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная, черная и цветная металлургия, машиностроение и металлообработка и др.), сельское хозяйство, строительство, транспорт и связь, торговля и общественное питание и прочие²⁰⁷⁾.

По рискам различают *агрессивные, умеренные и консервативные инвестиции*. Данная классификация тесно связана с выделением соответствующих типов инвесторов.

Агрессивные инвестиции характеризуются высокой степенью риска. Они характеризуются высокой прибыльностью и низкой ликвидностью. *Умеренные инвестиции* отличаются средней (умеренной) степенью риска при достаточной прибыльности и ликвидности вложений. *Консервативные инвестиции* представляют собой вложения пониженного риска, характеризующиеся надежностью и ликвидностью.

Важность задач выяснения роли инвестиций в воспроизводственном процессе обуславливает необходимость введения такого классификационного критерия, как *сфера вложений*, в соответствии с которым можно выделить *производственные и непроизводственные инвестиции*. Определяющее значение для экономической системы имеют производственные инвестиции, обеспечивающие воспроизводство и прирост индивидуального и общественного капитала²⁰⁸⁾.

Следует отметить, что приведенные выше классификации инвестиций являются далеко не исчерпывающими, однако отражают наиболее характерные подходы к классификации инвестиций в современной экономике.

²⁰⁷⁾ Бланк, И.А. Инвестиционный менеджмент / И.А. Бланк. К.: Ника-центр: Эльга, 2002. С. 28.

²⁰⁸⁾ Игонина, Л.Л. Инвестиции: учеб. пособие / Л.Л. Игонина. М.: Экономистъ, 2005. С. 26.

6.2 Принципы и методы оценки реальных инвестиционных проектов

Инвестиционные проекты предполагают большие первоначальные затраты, оказывающие продолжительное влияние на доходность владельцев капитала. Инвестиционные проекты частично или полностью необратимы, так как изменить решение по принятым инвестиционным проектам в ряде случаев невозможно. Инвестиционные проекты нередко взаимосвязаны, поскольку осуществление одного проекта расширяет инвестиционные возможности предприятия по другим.

Особенность оценки инвестиций в реальные активы состоит в том, что учитывается два фактора:

1) норма возмещения капитала, т.е. погашение суммы первоначальных вложений (возврат капитала). Возмещение капитала регулируется амортизационной политикой;

2) ставка доходности на капитал. Это компенсация, которая должна быть выплачена инвестору за ценность денег с учетом фактора времени, за риск и др.

Оба этих фактора обобщаются в коэффициенте капитализации.

Коэффициент капитализации – это ставка дохода, применяемая для приведения потока будущих доходов к текущей стоимости.

Коэффициент капитализации можно использовать для оценки стоимости реальных активов, если:

- доходы прогнозируются равными суммами в течение неограниченного времени;

- не прогнозируется изменение стоимости актива (т.е. стоимость не теряется).

Выбирая инвестиционные проекты в условиях ограниченности инвестиционных ресурсов, финансовый менеджер руководствуется показателями экономической эффективности, отражающими риск проекта и характеристики денежного потока.

При оценке эффективности реальных инвестиций:

1) затраты в виде чистых инвестиций (валовые инвестиции – амортизация), т.е. отток денежных средств;

2) потенциальные выгоды в виде денежных поступлений;

3) экономический жизненный цикл инвестиций (срок, в течение которого происходят поступления денежных средств от реализации инвестиционного проекта);

4) альтернатива вложения средств, учитывающая доходность и риск реализации оцениваемых проектов²⁰⁹⁾.

С теоретической точки зрения наиболее корректным показателем оценки эффективности инвестиционного проекта является *чистая текущая стоимость NPV* проектных денежных потоков. Этот показатель представляет разницу между первоначальной величиной инвестиционных затрат (I_0) и общей суммой дисконтированных чистых денежных потоков за все периоды времени в течение планируемого срока реализации проекта. Высокая научная обоснованность принимаемых инвестиционных решений на основе показателя *NPV* связана не только с учетом фактора временной ценности денежных поступлений, генерируемых инвестиционным проектом в разных периодах времени. Успешная реализация проекта с положительной чистой текущей стоимостью фактически обеспечивает повышение рыночной цены обыкновенных акций фирмы и достижение цели финансового менеджмента.

В ходе использования данного показателя необходимо придерживаться следующих правил принятия инвестиционных решений:

1) если результат *NPV* положительный, то можно осуществлять капиталовложения, если он отрицательный, то их следует отвергать;

2) если представленные проекты являются альтернативными, следует принимать проект с высшей *NPV*;

3) если необходимо сформировать из списка возможных капиталовложений портфель инвестиций, одобрению подлежит комбинация проектов с наибольшим значением *NPV*.

Базовая формула расчета чистой текущей стоимости проектных денежных потоков может быть представлена выражением (6.1).

²⁰⁹⁾ Бланк, И.А. Инвестиционный менеджмент / И.А. Бланк. К.: Ника-центр: Эльга, 2002. С. 231.

$$\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} - \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1+r)^t}, \quad (6.1)$$

где I_t - инвестиционные затраты в период t ;

CF_t - чистый денежный поток в период t ;

r - проектная дисконтная ставка;

n - планируемый срок реализации инвестиционного проекта.

Наиболее распространенным среди дисконтных показателей является *внутренняя норма рентабельности IRR*. Данный показатель представляет собой процентную ставку r , которая делает текущую стоимость проектных денежных потоков равной начальным инвестиционным затратам. Следовательно, *IRR* приравнивает проектную *NPV* к нулю. Для обоснования решений, связанных с использованием привлеченного капитала, более подходящим является следующее определение внутренней нормы рентабельности: *IRR* определяет максимально приемлемую процентную ставку, при которой еще можно без каких-либо потерь для собственников компании вкладывать средства в инвестиционный проект. Таким образом, *IRR* является минимальной величиной рентабельности, при которой занятые средства окупятся за планируемый срок реализации проекта. Если внутренняя норма рентабельности превосходит цену капитала, фирма должна принять проект, в противном случае он должен быть отвергнут²¹⁰⁾.

Существуют следующие четыре способа нахождения *IRR*: методом проб и ошибок, рассчитывая *NPV* для различных значений дисконтной ставки (r) до того значения, где чистая текущая стоимость изменится от положительной к отрицательной; с использованием упрощенной формулы; при помощи финансового калькулятора или финансовых функций программы калькуляции электронных таблиц *Excel*; применяя стандартные значения текущей стоимости аннуитета при постоянном денежном потоке²¹¹⁾.

Приблизительное значение внутренней нормы рентабельности, полученное на

²¹⁰⁾ Бирмаг, Г. Экономический анализ инвестиционных проектов/ Г. Бирман, С. Шмидт: пер. с англ. М.: ЮНИТИ, 1997. С. 94.

²¹¹⁾ Ковалев, В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалев. М.: Финансы и статистика, 2007. С. 450.

основе метода интерполяции, рассчитывается по формуле (6.2)

$$IRR = r_b + (r_a - r_b) \cdot \frac{NPV_b}{NPV_b - NPV_a}. \quad (6.2)$$

Среди показателей оценки эффективности ИП особое место занимает индекс рентабельности PI . Он равен текущей стоимости будущих денежных потоков $PVCF$, делимой на текущую стоимость инвестиционных затрат PVI , и определяется по формуле (6.3), или (6.4)

$$PI = \frac{PVCF}{PVI} = \frac{\sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}}{\sum_{t=0}^n \frac{I_t}{(1+r)^t}}, \quad (6.3)$$

или

$$PI = \frac{NPV + PVI}{PVI}. \quad (6.4)$$

До тех пор, пока PI больше единицы, проект можно будет принимать к реализации. При рассмотрении независимых проектов с неограниченным инвестиционным бюджетом результат PI будет интерпретироваться подобно показателю NPV , т.е. одобрению подлежат капиталовложения с высшим индексом рентабельности. Однако в ходе сравнительной оценки взаимоисключающих проектов в ситуации, когда фирма не ограничена в средствах финансирования инвестиционной программы, индекс рентабельности может вступать в противоречие с критерием чистой текущей стоимости. В этом случае для обоснования оптимальных инвестиционных решений рекомендуется использовать только показатель NPV .

Метод определения срока окупаемости инвестиций, являющийся одним из самых простых и широко распространенных в мировой учетно-аналитической практике, не предполагает временной упорядоченности денежных поступлений.

Под *сроком окупаемости* проекта понимается период от момента начала его

реализации до того момента эксплуатации объекта, в который доходы от эксплуатации становятся равными первоначальным инвестициям (капитальным затратам и эксплуатационным расходам).

Экономический смысл показателя заключается в определении срока, за который инвестор может вернуть инвестированный капитал.

Для расчета срока окупаемости элементы платежного ряда суммируются нарастающим итогом, формируя сальдо накопленного потока, до тех пор, пока сумма не примет положительное значение. Порядковый номер интервала планирования, в котором сальдо накопленного потока становится положительным, указывает срок окупаемости, выраженный в интервалах планирования.

Общая формула расчета показателя PP имеет вид (6.5)

$$PP = \min n, \text{ при котором } \sum P_k \geq I_0, \quad (6.5)$$

где P_k – величина сальдо накопленного потока;

I_0 – величина первоначальных инвестиций.

При получении дробного числа оно округляется в сторону увеличения до ближайшего целого.

Если доход распределен по годам равномерно, то срок окупаемости рассчитывается делением единовременных затрат на величину годового дохода, обусловленного ими. Для проектов, имеющих постоянный доход через равные промежутки времени, можно использовать формулу (6.6)

$$PP = I_0 / A, \quad (6.6)$$

где PP – срок окупаемости в интервалах планирования;

I_0 – сумма первоначальных инвестиций;

A – элемент аннуитета.

Под *дисконтированным сроком окупаемости* проекта понимается период от момента начала его реализации до того момента эксплуатации объекта, в который

доходы от эксплуатации становятся равными первоначальным инвестициям (капитальным затратам и эксплуатационным расходам) с учетом временной стоимости денежных средств.

Схема определения дисконтированного срока окупаемости идентична схеме расчета простого срока окупаемости, только в данном случае суммируются продисконтированные элементы платежного ряда, формируя сальдо накопленного потока.

Общая формула расчета показателя дисконтированного срока окупаемости имеет вид (6.7)

$$DPP = \min n, \text{ при котором } \sum P_k \geq I_0, \quad (6.7)$$

где DPP – дисконтированный срок окупаемости, лет;

P_k – величина сальдо накопленного дисконтированного потока;

I_0 – величина первоначальных инвестиций.

При получении дробного числа оно округляется в сторону увеличения до ближайшего целого^{212), 213)}.

Между критериями NPV, PI, IRR существует взаимосвязь: если $NPV > 0$, то одновременно IRR больше стоимости капитала и $PI > 1$; если $NPV < 0$, то одновременно IRR меньше стоимости капитала и $PI < 1$. Для одного проекта критерии дают одинаковые рекомендации по поводу его принятия. Когда же требуется выбрать из нескольких возможных для реализации инвестиционных проектов, то оказывается, что сделать однозначный вывод не всегда возможно.

Причина в том, что NPV – абсолютный показатель, а PI и IRR – относительные. При принятии решения рекомендуется выбирать вариант с большим NPV, поскольку, во-первых, этот показатель дает вероятностную оценку прироста стоимости предприятия в случае принятия проекта и в полной мере отвечает основной цели деятельности управленческого персонала; во-вторых, он обладает

²¹²⁾ Лимитовский, М.А. Основы оценки инвестиционных и финансовых решений / М.А. Лимитовский. М.: ДеКА, 2001. С.86.

²¹³⁾ Ковалев, В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалев. М.: Финансы и статистика, 2007. С. 452.

свойством аддитивности, что позволяет складывать значения показателя NPV по различным проектам и использовать агрегированную величину для оптимизации инвестиционного портфеля.

Информацию о резерве безопасности проекта дают критерии IRR и PI. Так, при прочих равных условиях, чем больше IRR по сравнению со стоимостью капитала проекта, тем больше резерв безопасности. Чем больше значение PI превосходит 1, тем больше резерв безопасности²¹⁴⁾.

Таким образом, с позиции риска можно сравнивать два проекта по критериям IRR и PI, с позиции меняющейся стоимости капитала и предприятия – по критерию NPV.

6.3 Оценка эффективности финансовых инвестиций

Эффективность любых форм инвестиций рассчитывается на основе сопоставления эффекта и затрат на его получение. Однако оценка эффективности финансовых вложений имеет определенные особенности, связанные с тем, что такая оценка включает лишь анализ доходности инвестиций.

Во-первых, в сумме возвратного денежного потока при осуществлении финансовых инвестиций отсутствует показатель амортизационных отчислений, так как финансовые инструменты, в отличие от реальных инвестиций, не содержат в своем составе амортизируемых активов. Поэтому основу текущего дохода по финансовым инвестициям составляют суммы периодически выплачиваемых процентов (на вклады в уставные фонды; на депозитные в банках; по облигациям и другим долговым ценным бумагам) или дивидендов (по акциям и другим долевым ценным бумагам), а в ставке дисконтирования отсутствует норма возмещения капитала.

Во-вторых, подразумевается, что при приобретении ценных бумаг рационально действующий инвестор намерен возместить свои затраты в момент

²¹⁴⁾ Ендовицкий, Д.А. Комплексный анализ и контроль инвестиционной деятельности: Методология и практика. М.: Финансы и статистика, 2001. С. 112.

перепродажи, то есть инвестор рассчитывает на рост рыночной цены приобретенных ценных бумаг. Следовательно, в состав возвратного денежного потока по финансовым инструментам также входит стоимость их реализации по окончании срока их использования (фиксированная стоимость по долговым финансовым активам и текущая курсовая стоимость по долевым финансовым активам)²¹⁵⁾.

Поскольку доход по ценной бумаге может быть получен лишь в будущем, для сопоставимости он должен быть приведен к настоящему времени путем дисконтирования. С учетом вышеизложенного оценка эффективности инвестиций в тот или иной того или иной финансовый инструмент сводится к оценке реальной его стоимости, обеспечивающей получение ожидаемой нормы прибыли по нему.

Основная формула для расчета эффективности финансовых инвестиций (6.8)

$$D = \frac{ВДП_{тек} - I_0}{I_0}, \quad (6.8)$$

где D – доходность финансовых инвестиций;

$ВДП$ - текущая (дисконтированная) стоимость возвратного денежного потока;

I_0 - сумма инвестируемых средств²¹⁶⁾.

Формирование возвратных денежных потоков по различным финансовым инструментам также имеет свою специфику.

По облигациям и другим аналогичным долговым инструментам ожидаемый доход складывается из потоков процентных сумм по этим активам и стоимости самого актива на момент погашения. Возможны следующие варианты формирования денежных потоков: без выплаты процентов по фондовому инструменту, с периодической выплатой процентов, с выплатой всей процентной суммы при погашении.

По простым и привилегированным акциям формирование ожидаемого

²¹⁵⁾ Бланк, И.А. Инвестиционный менеджмент / И.А. Бланк. К.: Ника-центр: Эльга, 2002. С. 321.

²¹⁶⁾ Игонина, Л.Л. Инвестиции: учеб. пособие / Л.Л. Игонина. М.: Экономистъ, 2005. С. 335.

денежного дохода зависит от того, как предполагается использовать данный фондовый инструмент - в течение неопределенного времени или заранее предусмотренного срока. В первом случае будущие денежные потоки формируются только за счет начисляемых дивидендов, во втором - будущие денежные потоки включают суммы начисляемых дивидендов и прироста курсовой стоимости финансовых инструментов²¹⁷⁾.

Ставка дисконтирования при оценке доходности финансовых инвестиций определяется инвестором самостоятельно с учетом риска вложений в различные финансовые инструменты. Осторожный инвестор предпочтет выбор финансовых инструментов с невысоким уровнем риска (а соответственно и с невысокой нормой инвестиционной прибыли), в то время как рисковый предпочтет выбор для инвестирования финансовых инструментов с высокой нормой инвестиционной прибыли с высоким уровнем риска по ним²¹⁸⁾.

Финансовые вложения сопряжены с большим риском, чем инвестиции в реальные активы по следующим причинам:

- ценные бумаги не имеют реальной ценности в отличие от реальных активов;
- обращение ценной бумаги более длительно, чем использование реальных активов.

С учетом более высокого риска финансовых вложений главная задача инвестора определить степень этого риска.

Риск инвестиций в финансовые активы имеет две составляющие: систематический риск и несистематический.

Систематический риск представляет неопределенность получения дохода, связанную с чувствительностью доходности оцениваемого актива к изменению среднерыночной доходности. Этот риск влияет на все ценные бумаги, поэтому его нельзя снизить путем диверсификацией вложений²¹⁹⁾.

Несистематический риск характерен для конкретного предприятия,

²¹⁷⁾ Лимитовский, М.А. Основы оценки инвестиционных и финансовых решений / М.А. Лимитовский. М.: ДеКА, 2001. С. 285.

²¹⁸⁾ Бланк, И.А. Инвестиционный менеджмент / И.А. Бланк. К.: Ника-центр: Эльга, 2002. С. 332.

²¹⁹⁾ Белякова, М.Ю. Расчет нормы дисконта с учетом риска (методы WACC и CAPM) / М.Ю. Белякова // Справочник экономиста. – 2005. - № 10. С. 23-31.

конкретной отрасли, не зависит от экономических, политических и других факторов. Его можно избежать путем диверсификации. Примерами несистематического риска являются: смерть генерального директора, забастовка, неэффективность проекта в сфере разработок и исследований.

Если предположить, что несистематический риск устранен путем диверсификации вложений, тогда требуемая доходность финансового инструмента может определяться по модели оценки капитальных финансовых активов (САРМ), описывающей зависимость между показателями доходности и риска индивидуального финансового актива и рынка в целом по формуле (6.9)

$$R=R_f + \beta (R_m - R_f), \quad (6.9)$$

где R_f – безрисковая ставка;

R_m – ожидаемая среднерыночная доходность;

β - мера систематического риска²²⁰⁾.

Безрисковая ставка дохода представляет собой ожидаемый среднегодовой темп прироста экономики в долгосрочной перспективе с поправкой на текущие изменения краткосрочной ликвидности и инфляцию. Как правило, безрисковая ставка известна и легко прогнозируется, за нее принимается доходность государственных ценных бумаг или ставка по депозитным вкладам в устойчивых банках.

Среднерыночная доходность в общем случае представляет собой доходность рыночного портфеля. В качестве среднерыночной ставки, как правило, используют среднюю доходность по ценным бумагам, включенным в рыночный портфель, используемый для расчета какого-либо общеизвестного индекса (Dow Jones 30 Industrials, Standart&Poor's 500, РТС и других)²²¹⁾.

Бета-коэффициент – основной фактор, отражающий взаимные корреляции доходности оцениваемого финансового актива с доходностями ценных бумаг,

²²⁰⁾ Шарп У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли: пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 2001. С. 421.

²²¹⁾ Ковалев, В.В. Курс финансового менеджмента: учебник / В.В. Ковалев. – М.: Проспект, 2010. С. 313.

обращающихся на финансовом рынке. Для оценки показателя β используются различные методы, наиболее распространенным из которых является статистический, формула (6.10)

$$\beta = \frac{\sum_{i=1}^n \Delta R_i \cdot \Delta R_{mi}}{\sum_{i=1}^n (\Delta R_{mi})^2}, \quad (6.10)$$

где ΔR_i - отклонение доходности финансового инструмента i -го периода от среднего значения доходности по нему за период;

ΔR_{mi} - отклонение среднерыночной доходности i -го периода от ее среднего значения за период;

n – число анализируемых периодов.

Уровень финансового риска отдельных ценных бумаг определяется на основе следующих значений β :

- 1) $\beta = 1$ – средний уровень;
- 2) $\beta > 1$ – высокий уровень;
- 3) $\beta < 1$ – низкий уровень²²²⁾.

Ставка доходности на финансовые активы, рассчитанная по модели CAPM, имеет самостоятельное значение и позволяет сопоставить эффективность вложений в различные виды активов. Она также может быть использована в качестве ставки дисконтирования для приведения потока будущих доходов от инвестиций в финансовый актив к текущей стоимости²²³⁾.

²²²⁾ Гусейнов, Б.М. Проблема расчета коэффициента бета при оценке стоимости собственного капитала методом CAPM для российских компаний / Б.М. Гусейнов // Финансовый менеджмент. – 2008. - № 1. С. 56-60.

²²³⁾ Холодкова, В.В. Проблемы и практика определения ставки дисконтирования на основании модели CAPM / В.В. Холодкова // Финансовый менеджмент. – 2011. - № 4. С. 81-89.

6. 4 Принципы выбора источников финансирования инвестиционной деятельности предприятия

Основные принципы принятия долгосрочных инвестиционных решений основываются на поиске компромисса между риском и доходностью в длительном процессе максимизации рыночной стоимости бизнеса. В условиях динамичности рыночной экономики успех бизнеса во многом зависит от правильности принимаемых инвестиционных решений.

Наряду с разработкой стратегически важных направлений инвестиционной деятельности в инвестиционной стратегии важную роль играет разработка политики формирования инвестиционных ресурсов.

Политика формирования инвестиционных ресурсов представляет собой часть общей инвестиционной стратегии предприятия, заключающейся в обеспечении необходимого уровня финансирования его инвестиционной деятельности и наиболее эффективных форм привлечения заемного капитала из различных источников для осуществления инвестиций²²⁴⁾.

Источники финансирования инвестиционной деятельности предприятия делятся на два основных типа: обязательства и собственный капитал. Обязательства представляют собой внешние источники ресурсов предприятия. Статьи обязательств аналогичным образом сведены в две статьи: текущие обязательства, которые должны быть погашены менее чем за год, и долгосрочные обязательства.

Необходимо отметить, что крайне важно оценить все возможные источники формирования инвестиционных ресурсов, при этом важную роль играют следующие факторы:

- организационно-правовая форма (для вновь создаваемого) предприятия. Этот фактор определяет в первую очередь формы привлечения собственного инвестиционного капитала путем непосредственного его вложения инвесторами в уставной фонд или его привлечения открытой или закрытой подпиской на акции;
- отраслевые особенности текущей деятельности предприятия. Характер этих

²²⁴⁾ Бланк, И.А. Инвестиционный менеджмент / И.А. Бланк. К.: Ника-центр: Эльга, 2002. С. 382.

особенностей определяет структуру активов предприятия, их ликвидность. Предприятия с высоким уровнем фондоемкости производства продукции в силу высокой доли внеоборотных активов имеют обычно низкий кредитный рейтинг и вынуждены ориентироваться при формировании инвестиционных ресурсов на собственные источники их привлечения. Также отраслевые особенности определяют продолжительность операционного цикла, чем он ниже, тем в большей степени могут быть использованы заемные инвестиционные ресурсы, привлекаемые из разных источников;

- стоимость капитала, привлекаемого из различных источников. В целом стоимость заемного капитала, привлекаемого из различных источников, обычно ниже, чем стоимость собственного капитала. Однако в разрезе отдельных источников привлечения заемных инвестиционных ресурсов стоимость капитала существенно колеблется в зависимости от ожидаемого рейтинга кредитоспособности предприятия, формы обеспечения кредита и ряда других условий;

- свобода выбора источников финансирования. Не все источники доступны для отдельных предприятий. Так, на средства государственных и местных бюджетов могут рассчитывать лишь отдельные наиболее значимые общегосударственные и коммунальные предприятия. Это же относится и к возможностям получения предприятием целевых льготных государственных кредитов, безвозмездного финансирования предприятий со стороны негосударственных финансовых фондов и институтов;

- конъюнктура рынка капитала. В зависимости от состояния этой конъюнктуры возрастает или снижается стоимость заемного капитала, привлекаемого из различных источников;

- уровень налогообложения прибыли. В условиях низких ставок налога на прибыль или намечаемого использования создаваемым предприятием налоговых льгот по прибыли, разница в стоимости привлекаемого в инвестиционных целях собственного и заемного капитала снижается. При высокой же ставке налога на прибыль, повышается эффективность использования заемных источников;

- мера принимаемого учредителями риска при формировании инвестиционных ресурсов. Неприятие высоких уровней рисков формирует консервативный подход учредителей к финансированию предприятия, при котором его основу составляет собственный капитал. И, наоборот, при агрессивном подходе используется заемный капитал в максимально возможном размере, невзирая на высокие риски.

При выборе источников финансирования обычно придерживаются следующих принципов (таблица 13).

Таблица 13 – Принципы выбора источников финансирования инвестиционной деятельности

Принцип	Комментарий
Соотношения сроков	Выбор источников финансирования должен определяться сроками окупаемости инвестиций. Например, капиталовложения с длительными сроками окупаемости должны финансироваться за счет долгосрочных средств.
Платежеспособности	Осуществление инвестиций не должно препятствовать способности предприятия платить по обязательствам.
Минимизации затрат	Для всех инвестиций в капитальные активы необходимо выбирать самые дешевые способы финансирования. Заемный капитал можно привлекать только в том случае, если это повышает рентабельность собственного капитала.
Сбалансированности рисков	Наиболее рискованные инвестиции необходимо финансировать за счет собственных средств.
Эффективности инвестиций	В инвестиционном бюджете приоритет имеют те инвестиции, которые обещают максимальную предельную отдачу при соответствующем уровне риска.

6.5 Контрольные вопросы

1 Что такое инвестиции? Назовите принципы классификации инвестиций и объясните их назначение.

2 Что понимается под реальными активами?

3 Что представляют собой взаимоисключающие инвестиционные проекты?

4 Что такое зависимый проект?

5 Как определяется коэффициент капитализации применительно к реальным активам?

6 В каких случаях эффективность инвестирования в реальные активы оценивается лишь доходом на капитал?

7 В чем заключается разница между инвестициями, направляемыми на расширение производства и замену оборудования?

8 С помощью каких показателей оценивается эффективность вложений в реальные активы?

9 Какому из нескольких инвестиционных проектов следует отдать предпочтение в случае, если их чистые приведенные стоимости равны?

10 Почему период окупаемости инвестиции ориентирует процесс выбора объекта инвестирования в направлении краткосрочных активов?

11 Почему метод внутренней ставки доходности инвестиций и метод чистой приведенной стоимости, используемые для оценки и выбора инвестиционных проектов, могут приводить к конфликтам в ранжировании проектов?

12 Что понимается под финансовыми вложениями?

13 В чем отличие финансовой оценки инвестиций в реальные активы и в финансовые вложения?

14 Как связаны риск и доход?

15 Какие виды риска известны в теории портфельного менеджмента? Какой из них не учитывается и почему?

16 Как измеряется уровень риска?

17 Чем определяется структура источников финансирования инвестиций?

18 Какие относительные показатели характеризуют инвестиционную деятельность предприятия и ее результативность?

19 Назовите принципы выбора источников финансирования инвестиционной деятельности.

7 Управление структурой капитала предприятия

7.1 Цена основных источников капитала предприятия

Понятие стоимости капитала играет важную роль в управлении финансовой деятельности предприятий – как при выборе инвестиций, так и при принятии решений о финансировании.

Любая компания нуждается в источниках средств для того, чтобы финансировать свою деятельность и на перспективу, и в плане текущих операций.

Основной целью формирования капитала предприятия является удовлетворение потребности в приобретении необходимых активов и оптимизация его структуры с позиций обеспечения условий эффективного использования.

Привлечение того или иного источника финансирования связано для компании с определенными затратами в виде дивидендов, процентов и др., определяющими цену или стоимость капитала.

Цена капитала - общая сумма средств, которую нужно уплатить за использование определенного объема финансовых ресурсов, выраженная в процентах к этому объему²²⁵⁾.

Концепция цены капитала не сводится только к исчислению относительной величины денежных выплат, которые нужно перечислить владельцам, предоставившим финансовые ресурсы, но также характеризуют тот уровень рентабельности инвестированного капитала, который должна обеспечивать компания, чтобы не уменьшить свою рыночную стоимость.

В рамках теории структуры капитала выделяют две его составляющие: собственный капитал и заемный капитал.

Собственный капитал характеризуется следующими положительными особенностями:

1) простотой привлечения, т.к. решения по привлечению собственного капитала определяются собственниками и руководством предприятия без

²²⁵⁾ Ковалев, В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалев. М.: Финансы и статистика, 2007. С. 607.

необходимости получения согласия контрагентов компании;

2) более высокой способностью генерирования прибыли во всех сферах деятельности, т.к. при его использовании не требуется уплата ссудного процента;

3) обеспечением финансовой устойчивости развития предприятия, его платежеспособности в долгосрочном периоде, снижением угрозы банкротства²²⁶⁾.

С точки зрения расчета цены капитала, целесообразно выделять три источника собственных средств компании: привилегированные и обыкновенные акции, нераспределенную прибыль.

Акционеры в обмен на предоставление своих средств компании рассчитывают на получение дивидендов. Их доход численно равен затратам компании по обеспечению данного источника средств. Поэтому, с позиции компании, цена такого источника приблизительно равна уровню дивидендов, выплачиваемых акционерам. Поскольку по привилегированным акциям выплачивается фиксированный процент от номинала, т.е. известна величина дивиденда, цена источника средств «привилегированные акции» рассчитывается как дивидендная доходность.

Дивиденды по привилегированным акциям не вычитаются из налогооблагаемой прибыли, и для определения их цены используется дивидендная доходность без каких-либо корректировок по формуле (7.1).

$$C_{na} = \frac{D_{na}}{P - ЭЗ} * 100\% , \quad (7.1)$$

где C_{na} – цена привилегированных акций;

D_{na} – величина ближайшего дивиденда на привилегированную акцию;

P – текущая рыночная цена акции;

$ЭЗ$ – эмиссионные затраты на выпуск одной новой акции на рынок.

Пример - Компания располагает привилегированными акциями, курс которых равен 450 р. Она выплачивает дивиденды по 13,5 у.е. на акцию. Оцените стоимость акций для компании.

²²⁶⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. К.: Ника-центр, 2001. Т.1. С. 426.

Решение.

$$C_{ПА} = \frac{13,5}{450} \cdot 100 \% = 3 \%$$

Компании могут наращивать свой обыкновенный собственный капитал двумя способами:

- 1) выпуская новые акции;
- 2) не распределяя прибыль за прошлые периоды среди акционеров.

Размер дивидендов по обыкновенным акциям заранее не определен и зависит от эффективности работы компании. Поэтому цену источника средств «обыкновенные акции» можно рассчитать с меньшей точностью.

Для определения цены обыкновенного акционерного капитала применяют три метода:

- 1) метод дисконтирования будущих денежных потоков, формула (7.2).

$$P = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_n}{(1 + C_{ОА})^n}, \quad (7.2)$$

где P – текущая рыночная цена обыкновенной акции;

D_n – дивиденды на одну обыкновенную акцию;

$C_{ОА}$ – цена обыкновенной акции.

Если ожидается, что дивиденды будут расти с постоянной скоростью, то следует использовать модель Гордона, формула (7.3).

$$P = \frac{D_1}{C_{ОА} - q}, \quad (7.3)$$

где D_1 – ожидаемый или последний дивиденд;

$C_{ОА}$ – цена обыкновенной акции;

q – долгосрочные темпы прироста дивидендов.

Отсюда, цена обыкновенной акции определяется по формуле (7.4).

$$C_{OA} = \frac{D_1}{P} + q. \quad (7.4)$$

Таким образом, цена обыкновенной акции равна ставке доходности, требуемой акционерами.

Оценку темпов прироста дивидендов можно определить тремя способами:

- используя исторические темпы роста – если доходы и темпы роста дивидендов были относительно стабильными в прошлом и если инвесторы предполагают, что эти тенденции сохранятся, то исторические темпы роста можно использовать в качестве прогноза и будущих темпов роста дивидендов;

- используя модель роста на основе реинвестирования прибыли: ожидаемая рентабельность собственного капитала $R_{СК}$, умноженная на долю подлежащей реинвестированию прибыли;

- используя экспертные оценки²²⁷⁾.

Пример - Прибыль на акцию увеличилась с 30 р. до 33 р. от года $N - 1$ к году N . Предполагается, что этот рост сохранится. Рыночная стоимость акции равна 540 р. Размер дивидендов, выплаченных на одну акцию в году $N - 1$ составил 60 р. Определите цену обыкновенных акций для предприятия.

Решение. Рассчитаем ожидаемые темпы прироста дивидендов:

$$q = \frac{33 - 30}{30} * 100 \% = 10 \%$$

Определим цену обыкновенных акций:

$$C_{OA} = \frac{60}{540} \cdot 100 \% + 10 \% = 21,1 \%$$

Модель оценки капитальных активов (САРМ) определяется по формуле (7.5).

²²⁷⁾ Бригхем, Ю. Финансовый менеджмент / Ю. Бригхэм, М. Эрхард: пер. с англ. под ред. к.э.н. Е.А. Дорофеева. - 10-е изд. СПб.: Питер, 2005. С. 431.

$$C_{OA} = R + \beta * (R_m - R_f), \quad (7.5)$$

где C_{OA} – цена обыкновенной акции;

R_f – безрисковая ставка доходности;

β – мера систематического риска;

R_m – ставка среднерыночной доходности.

Пример - Оцените стоимость акций для компании, если безрисковая ставка доходности составляет 5 %, среднерыночная доходность на фондовом рынке – 11 %. Ожидается, что для акций компании доходность возрастет на 3 %, в то время как ожидаемый рост среднерыночной доходности составит 2 %.

Решение. Определим значение коэффициента «Бета»:

$$\beta = \frac{3}{2} = 1,5.$$

Определим цену обыкновенных акций:

$$C_{OA} = 5 \% + 1,5 * (11 \% - 5 \%) = 14 \%$$

Метод сложения доходности облигаций и премии за риск определяем по формуле (7.6).

$$C_{OA} = R + PP, \quad (7.6)$$

где C_{OA} – цена обыкновенной акции;

R – ставка доходности по облигациям;

PP – премия за риск.

Пример - Продажа на рынке облигаций компании обеспечивает 9 %-ную доходность. Среднее значение премии за риск для предприятий отрасли составляет примерно 5 %. Определите цену обыкновенных акций для предприятия.

Решение.

$$\text{Ц}_{\text{ОА}} = 9 \% + 5 \% = 14 \%$$

Преимущество этого подхода заключается в том, что при его использовании нет необходимости анализировать большой объем информации и рассчитывать коэффициент «бета»²²⁸⁾. Недостатки этого метода в том, он не учитывает изменений премии за риск с течением времени и предполагает лишь приблизительную оценку этой премии²²⁹⁾.

Следует отметить, что дополнительную эмиссию акций осуществляют только достаточно зрелые, устойчивые компании, поскольку затраты на размещение обыкновенного собственного капитала достаточно высоки, а инвесторы воспринимают привлечение капитала за счет дополнительного выпуска акций как негативный сигнал, что сказывается на рыночном курсе ценных бумаг компании. Так считается, что менеджеры всегда лучше осведомлены о перспективах развития компании, а последняя склонна выпускать новые акции, когда считают, что текущая цена акции завышена (акции переоценены). Следовательно, если развитая компания объявляет о планах эмиссии дополнительных акций, это обычно снижает текущую цену акции. Кроме того, дополнительный выпуск акций может косвенно свидетельствовать о трудностях с привлечением заемного капитала.

Если какая-то часть прибыль компании остается нераспределенной на дивиденды, то акционеры несут альтернативные затраты: прибыль могла быть выплачена в виде дивидендов и акционеры могли бы получить дивидендный доход. В результате предприятие должно зарабатывать на реинвестированный за счет нераспределенной прибыли капитал как минимум столько же, сколько акционеры сами могли бы заработать путем альтернативных вложений этих средств с равной степенью риска. Поскольку на текущий момент времени акционеры соглашались на дивидендную доходность, то цена нераспределенной прибыли примерно равна цене

²²⁸⁾ Гусейнов, Б.М. Проблема расчета коэффициента бета при оценке стоимости собственного капитала методом CAPM для российских компаний / Б.М. Гусейнов // Финансовый менеджмент. – 2008. - № 1. С. 56-60.

²²⁹⁾ Луценко, С.И. Модели финансирования собственного капитала / С.И. Луценко // Финансовый менеджмент. – 2009. - № 2. С. 58-66.

обыкновенной акции. Если предприятие не сможет добиться рентабельности реинвестируемого капитала на уровне цены обыкновенной акции, она должна распределить его среди собственников и позволить им самим инвестировать в те активы, которые обеспечат соответствующую доходность²³⁰).

Использование собственного капитала характеризуется для предприятия определенными недостатками:

- ограниченность объема привлечения, а, следовательно, и возможностей существенного расширения операционной и инвестиционной деятельности предприятия в периоды благоприятной конъюнктуры рынка на отдельных этапах жизненного цикла предприятия;

- высокая стоимость в сравнении с альтернативными заемными источниками капитала;

- неиспользуемая возможность прироста коэффициента рентабельности собственного капитала за счет привлечения заемных финансовых средств.

Таким образом, предприятие, использующее только собственный капитал, имеет наивысшую финансовую устойчивость (его коэффициент финансовой независимости равен 1), но ограничивает темпы своего развития (т.к. не может обеспечить формирование необходимого дополнительного объема активов в периоды благоприятной конъюнктуры рынка) и не использует финансовые возможности прироста прибыли на вложенный капитал.

Заемный капитал. В связи с этим предприятие не должно отказываться от привлечения заемных источников финансирования, которые характеризуются следующими положительными особенностями:

- 1) достаточно широкими возможностями привлечения, особенно при высоком кредитном рейтинге, наличии залога или гарантии;

- 2) обеспечением роста финансового потенциала предприятия при необходимости существенного расширения активов и возрастания темпов роста объема его хозяйственной деятельности;

²³⁰) Луценко, С.И. Баланс интересов между участниками при формировании финансовой структуры капитала компании / С.И. Луценко // Финансовый менеджмент. – 2009. - № 5. С. 61-72.

3) более низкой стоимостью в сравнении с собственным капиталом за счет обеспечения эффекта «налогового щита»²³¹⁾;

4) способностью генерировать прирост рентабельности собственного капитала²³²⁾.

Основными элементами заемного капитала являются кредиты банка и выпущенные компанией облигации. Доходность по заемному капиталу, которую надеются получить кредиторы предприятия, не будет равна стоимости привлеченного заемного капитала для самого предприятия. Причина этого кроется в том, что в соответствии со ст. 256 НК РФ проценты за пользование ссудами банка и проценты по облигациям относятся к внереализационным расходам и подлежат вычету из налогооблагаемой прибыли. В результате этого стоимость заемного капитала для предприятия оказывается ниже, чем величина доходности, которую получают владельцы долговых обязательств предприятия.

Цена заемного капитала определяется с учетом положений статьи 269 НК РФ. Расходом признаются проценты, начисленные по любому долговому обязательству, при условии, что размер начисленных процентов существенно не отклоняется от среднего уровня процентов, взимаемых по долговым обязательствам, выданным на сопоставимых условиях (в той же валюте, на те же сроки, в том же квартале)²³³⁾.

В этом случае цена заемного капитала будет определяться по формуле (7.7).

$$C_{зк} = I_r * (1-T), \quad (7.7)$$

где $C_{зк}$ – цена заемного капитала;

T – ставка налога на прибыль;

I_r – процентная ставка по заемным средствам.

При отсутствии долговых обязательств, выданных на сопоставимых условиях, предельная величина процентов, признаваемых расходом, принимается равной

²³¹⁾ Бригхем, Ю. Финансовый менеджмент / Ю. Бригхэм, М. Эрхард: пер. с англ. под ред. к.э.н. Е.А. Дорофеева. - 10-е изд. СПб.: Питер, 2005. С. 632.

²³²⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. К.: Ника-центр, 2001. Т.1. С. 427.

²³³⁾ Налоговый кодекс Российской Федерации (НК РФ) (с изменениями и дополнениями). – Режим доступа RL:<http://www.interlaw.ru>.

ставке рефинансирования ЦБ РФ, действующей на дату привлечения средств, увеличенной в 1,1 раза (по обязательствам в рублях). В результате цена такого заемного капитала будет определяться по формуле (7.8).

$$C_{зк} = R_{рф} * 1,1 * (1-T) + (I_r - R_{рф} * 1,1), \quad (7.8)$$

где $C_{зк}$ – цена заемного капитала;

$R_{рф}$ – ставка рефинансирования ЦБ РФ, действующая на дату привлечения заемного капитала;

T – ставка налога на прибыль;

I_r – процентная ставка по заемным средствам.

Пример - Определите цену банковского кредита для предприятия, если годовая ставка процента составляет – 25 %, срок кредитования – 1 год.

Решение. Рассчитаем цену банковского кредита для двух вариантов.

Вариант 1. Предположим, что предприятие получало кредит в этом квартале сроком на один год под 25 % годовых. Тогда цена банковского кредита для предприятия будет рассчитываться:

$$C_{зк} = 25 \% \cdot (1 - 20 \%) = 20 \%$$

Вариант 2. У предприятия отсутствуют долговые обязательства, полученные на сопоставимых условиях. При условии, что $R_{рф} = 13 \%$, цена банковского кредита для предприятия определяется:

$$C_{зк} = 13 \% * 1,1 * (1 - 20 \%) + (25 \% - 13 \% * 1,1) = 22,14 \%$$

Таким образом, цена источников, оплачиваемых за счет чистой прибыли всегда выше цены источников, оплачиваемых за счет себестоимости.

Следует отметить, что размещение облигационного займа происходит с привлечением специализированных посредников, поэтому цена этого источника

зависит от дополнительного параметра, который необходимо учитывать – затраты на размещение.

Цена кредиторской задолженности как краткосрочного источника финансирования будет определяться затратами предприятия по его обслуживанию. К затратам по обслуживанию текущей кредиторской задолженности перед поставщиками будут относиться потери доходов предприятия при неиспользовании возможности получения скидки за быструю оплату товаров. Цена источника «Краткосрочная кредиторская задолженность» в случае отказа от скидки будет определяться по формуле (7.9).

$$C_{кз} = \frac{ЦС}{100 - ЦС} \cdot \frac{365}{T - t} \cdot 100 \%, \quad (7.9)$$

где $C_{кз}$ – цена кредиторской задолженности;

$ЦС$ – ценовая скидка, предоставляемая предприятию при осуществлении расчета в течение t дней, в процентах;

T – срок кредитования поставщиком, в днях.

Цена просроченной кредиторской задолженности будет определяться уровнем штрафных санкций, установленных за несвоевременную оплату обязательств в договорах, налоговом законодательстве и других документах. Следует отметить, что цена просроченной кредиторской задолженности оплачивается за счет чистой прибыли.

В финансовом менеджменте необходимо учитывать: цена источников, оплачиваемых за счет чистой прибыли всегда выше цены источников, оплачиваемых за счет себестоимости.

Вместе с тем, привлечение заемного капитала также имеет определенные недостатки:

1) использование заемного капитала повышает финансовой риск хозяйственной деятельности предприятия – риска снижения финансовой

устойчивости и потери платежеспособности²³⁴⁾;

2) активы, сформированные за счет заемного капитала, генерируют меньшую норму прибыли, которая снижается на сумму выплачиваемых процентов;

3) высокая зависимость стоимости заемного капитала от колебаний конъюнктуры финансового рынка;

4) сложность процедуры привлечения, которая требует согласия кредиторов, гарантии, залога.

Предприятие, использующее заемный капитал, имеет более высокий финансовый потенциал своего развития и возможности прироста рентабельности собственного капитала, однако в большей мере генерирует финансовый риск и угрозу банкротства²³⁵⁾.

7.2 Средневзвешенная и предельная цена капитала

Большинство предприятий используют различные виды капитала, называемые его составляющими (обыкновенные акции, банковские кредиты и т.д.), т.е. имеют различную структуру капитала.

Структура капитала – представляет собой соотношение между собственным и заемным капиталом, используемым предприятием в процессе хозяйственной деятельности²³⁶⁾.

На формирование структуры капитала предприятия оказывают влияние следующие факторы:

1) *планируемый темп роста объема реализации*. Чем быстрее растет объем реализации, тем выше потребность во внешнем финансировании. При низких значениях темпа прироста внешнее финансирование может не понадобиться, так как все необходимые средства можно получить за счет пропорционального прироста

²³⁴⁾ Сысоева, Е.Ф. Структура капитала и финансовая устойчивость организации: практический аспект / Е.Ф. Сысоева // Финансы и кредит. – 2007. – № 22. С. 42-56.

²³⁵⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. К.: Ника-центр, 2001. Т.1. С. 428.

²³⁶⁾ Давыдова, Л.В. Особенности формирования структуры капитала предприятия / Л.В. Давыдова, С.А. Ильминская // Финансы и кредит. – 2007. – № 47. С. 16-27.

статей пассивов и реинвестированной прибыли. При темпах прироста выше определенного уровня нужны дополнительные источники финансирования, и чем более быстрыми темпами будет расти объем реализации, тем значительнее станет потребность в привлечении внешнего капитала. Это объясняется тем, что увеличение объема реализации обычно требует роста активов, который необходимо обеспечить соответствующим финансированием;

2) *использование производственных мощностей*. Если в предыдущем периоде мощности были использованы полностью, то для любого существенного увеличения объема реализации в планируемом периоде необходим прирост основных средств, а, следовательно, внешних источников финансирования;

3) *рентабельность текущей деятельности*. При высоком значении этого показателя кредитный рейтинг предприятия возрастает, и оно расширяет потенциал использования заемного капитала. Однако в практических условиях этот потенциал часто остается невостребованным в связи с тем, что при высоком уровне рентабельности предприятия имеет возможность удовлетворять потребность в капитала за счет более высокого уровня капитализации полученной прибыли. В этом случае собственники предпочитают инвестировать прибыль в собственное предприятие, что при прочих равных условиях снижает долю заемного капитала;

4) *стадия жизненного цикла предприятия*. Растущие предприятия, имеющие конкурентоспособную продукцию, привлекают для своего развития большую долю заемного капитала. В то же время, зрелые предприятия, в большей мере должны использовать собственный капитал;

5) *конъюнктура финансового рынка*. В зависимости от состояния конъюнктуры финансового рынка возрастает или снижается стоимость заемного капитала, а также собственного, поскольку требования инвесторов на вложенный капитал будут меняться;

6) *конъюнктура товарного рынка*. Чем стабильней конъюнктура этого рынка, а соответственно и стабильней спрос на продукцию предприятия, тем выше и безопаснее становится использование заемного капитала. И наоборот, при неблагоприятных условиях использование заемного капитала ускоренно генерирует

снижение уровня прибыли и риск потери платежеспособности, поэтому долю заемного капитала следует снижать;

7) *уровень налогообложения прибыли.* В условиях низких налоговых ставок разница в цене собственного и заемного капитала снижается, поскольку сокращается эффект налогового корректора. В этих условиях более предпочтительным является формирование капитала за счет эмиссии акций. И наоборот, при высоких ставках налога на прибыль привлекательность заемного финансирования увеличивается;

8) *склонность финансового менеджера к риску.* Неприятие высоких уровней рисков формирует консервативный подход собственников и менеджеров к финансированию развития предприятия, при котором его основу составляет собственный капитал. И наоборот, стремление получить высокую прибыль, невзирая на высокий уровень финансового риска, формирует агрессивный подход к финансированию развития предприятия, при котором заемный капитал используется в максимально возможном размере;

9) *уровень финансовой зависимости предприятия.* Показатель финансовой зависимости определяется по формуле (7.10).

$$K_{\text{фз}} = \frac{K}{СК}, \quad (7.10)$$

где $СК$ – собственный капитал;

K – общая величина капитала, инвестированного в компанию.

Если значение коэффициента финансовой зависимости значительно (превышает примерно 0,6), то риск привлечения заемного капитала увеличивается, и предприятие должно снижать долю заемного капитала;

10) *уровень концентрации собственного капитала.* Для того чтобы сохранить финансовый контроль за управлением предприятием (контрольный пакет акций), собственникам предприятия не хочется привлекать дополнительный собственный капитал из внешних источников, даже, несмотря на благоприятные для этого

предпосылки. В этом случае дополнительный капитал будет формироваться за счет заемных источников²³⁷⁾.

Поскольку каждый инвестор предъявляет свои требования к доходности, то средняя стоимость всего капитала, инвестированного в предприятие, не может определяться требованием к доходности какого-то одного конкретного инвестора. Для того, что определить среднюю стоимость инвестированного в деятельность предприятия капитала используется показатель средневзвешенной цены капитала - показатель, характеризующий относительный уровень общей суммы расходов на поддержание оптимальной структуры капитала. При этом под оптимальной структурой следует понимать такую структуру капитала, по которой средневзвешенная цена капитала минимальна²³⁸⁾.

Расчет средневзвешенной цены капитала осуществляется в несколько этапов:

- 1) рассчитывается цена капитала по каждому использованному источнику финансирования;
- 2) определяется процентная доля для каждого источника финансирования в структуре капитала;
- 3) рассчитывается средневзвешенная цена капитала по формуле (7.11).

$$C_k = \sum_{i=1}^n K_i * D_i, \quad (7.11)$$

где C_k – средневзвешенная цена капитала.

K_i – цена i -го источника средств

D_i – удельный вес i -го источника средств в общем их объеме

Средневзвешенная стоимость капитала находится как сумма произведений значений стоимости каждого источника финансирования на его процентную долю в общей сумме ресурсов.

Средневзвешенная стоимость капитала во многом зависит от структуры

²³⁷⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. К.: Ника-центр, 2001. Т.1. С. 443.

²³⁸⁾ Сысоева, Е.Ф. Сравнительный анализ подходов к проблеме оптимизации структуры капитала / Е.Ф. Сысоева // Финансы и кредит. – 2007. – № 25. С. 63-74.

капитала и изменяется при ее изменении. Необходимость изменения структуры капитала предприятия диктуется требованием обеспечения определенной доходности инвестиций. Предприятие должно принимать инвестиционные решения, уровень рентабельности которых не ниже цены капитала²³⁹⁾.

Пример - Цена и структура капитала выглядит следующим образом (таблица 14).

Таблица 14 – Цена и структура капитала предприятия

Вид источника средств	Сумма источника средств, млн. р.	Удельный вес	Цена источника средств, %
Заемный капитал	3	0,3	20
Собственный капитал	7	0,7	30
Итого	10	1,0	27

Компания будет финансировать все свои инвестиционные проекты только за счет заемного капитала, поскольку его стоимость 20 %, а прогнозируемая рентабельность инвестиций 25 %. На первый взгляд, такая ситуация является вполне привлекательной для предприятия. Однако средневзвешенная стоимость капитала составляет 27 %.

$$C_k = 20 \% * 0,3 + 30 \% * 0,7 = 27 \%$$

Следовательно, привлекать заемный капитал для финансирования инвестиций неэффективно, поскольку впоследствии компания столкнется с необходимостью срочного, значительного и дорогостоящего наращивания собственного капитала.

Исходя из вышеизложенного, предприятие может принимать инвестиционные решения, уровень рентабельности которых не ниже цены средневзвешенной цены капитала, в противном случае инвестиции принесут доход меньше, чем средневзвешенная цена капитала и предприятие либо не сможет обеспечить

²³⁹⁾ Ивашковская, И. От финансового рычага к оптимизации структуры капитала предприятия / И. Ивашковская // Корпоративные финансы. – 2006. – № 11. С. 14-18.

прежнюю доходность собственного капитала, либо не сможет выполнять свои обязательства перед кредиторами²⁴⁰⁾.

Таким образом, средневзвешенная цена капитала указывает минимальную ставку доходности, приемлемую для новых капиталовложений.

При расчете средневзвешенной цены капитала следует учитывать, что для принятий инвестиционных решений следует основываться не на прошлой (исторической) стоимости капитала, а на будущей предельной цене капитала, который должен быть вновь привлечен.

Предположим, что компания установит для себя целевую структуру капитала: 30 % - заемный капитал; 70 % - собственный капитал. Однако придерживаться этой целевой структуры в отдельные периоды функционирования предприятия становится нецелесообразным по нескольким причинам. Во-первых, в отдельные периоды времени условия на отдельном рынке могут оказаться более благоприятными, и курс акций может резко подняться, вызывая сдвиги в структуре собственности. Кроме того, предприятия в этом случае может посчитать, что для нее это время будет удобным для дополнительного выпуска акций. Во-вторых, эмиссионные затраты, не зависящие от объема эмиссии, могут оказаться достаточно высокими при незначительном объеме эмиссии, что снизит эффективность предполагаемого выпуска. Все это не позволяет предприятию с достаточной точностью придерживаться целевой структуры капитала. Таким образом, оценка стоимости планируемого к привлечению капитала носит вероятностный характер, связанный с прогнозом изменения конъюнктуры финансового рынка, динамики уровня собственной кредитоспособности, меры риска и других факторов. Для того, чтобы оценить взаимосвязь текущей и предстоящей средневзвешенной цены капитала, рассчитывается показатель предельной цены капитала.

Предельная цена капитала – стоимость привлечения каждой дополнительной единицы капитала²⁴¹⁾.

Привлечение дополнительного капитала предприятия как за счет собственных,

²⁴⁰⁾ Рудык, Н.Б. Структура капитала корпораций: теория и практика / Н.Б. Рудык. М.: Дело, 2004. С. 48.

²⁴¹⁾ Бриггем, Ю. Финансовый менеджмент / Ю. Бриггем, М. Эрхард; пер. с англ. под ред. к.э.н. Е.А. Дорощева. - 10-е изд. СПб.: Питер, 2005. С. 557.

так и за счет заемных источников имеет на каждом этапе развития предприятия свои пределы и, как правило, связано с возрастанием средневзвешенной его цены. Так, в течение некоторого периода времени средневзвешенная цена капитала может оставаться постоянной даже при наращивании заемных средств, однако при достижении некоторого критического объема привлекаемых ресурсов, цена кредита будет возрастать в связи с ростом финансового риска для кредитора. Этот процесс графически представлен на рисунке 29.

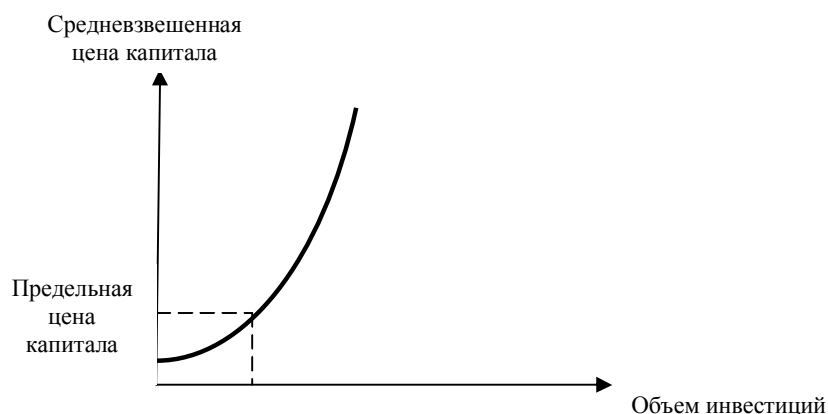


Рисунок 29 – Зависимость средневзвешенной цены капитала от объема вновь инвестируемых средств

Сравнивая предельную цену капитала с ожидаемой нормой прибыли по отдельным операциям, для которых требуется привлечение дополнительного капитала, можно определять эффективность и целесообразность осуществления таких операций²⁴²⁾.

Пример - Инвестиционный проект требует инвестиций в размере 8 млн. р. В распоряжении предприятия-инвестора имеется 10 млн. р. Собственный капитал используется инвестором в полной мере, заемный – частично.

Цена и структура источников финансирования инвестиционного проекта выглядит следующим образом (таблица 15).

²⁴²⁾ Холт, Р.Н. Основы финансового менеджмента: пер. с англ. / Р.Н. Холт. – М.: Дело, 1993. С. 86.

Таблица 15 - Цена и структура источников финансирования инвестиций

Вид источника средств	Возможная сумма, млн. р.	Используемая для инвестиций сумма, млн. р.	Удельный вес	Цена источника средств, %
Заемный капитал	3	1	0,125	30
Собственный капитал	7	7	0,875	20
Итого	10	8	1,0	21,25

Средневзвешенная цена капитала составляет:

$$C_{ск} = 30 \% * 0,125 + 20 \% * 0,875 = 21,25 \%$$

Это означает, что при соблюдении указанной структуры капитала привлечение каждого дополнительного рубля будет стоить предприятию 21, 25 коп. Однако резерв собственного капитала для предприятия полностью исчерпан, следовательно, дополнительные вложения (если понадобятся) в размере 2 млн. р. будут финансироваться за счет заемного капитала, цена которого выше средневзвешенной цены капитала.

Таблица 16 - Расчет предельной цены капитала

Вид источника средств	Возможная сумма, млн. р.	Используемая для инвестиций сумма, млн. р.	Удельный вес	Цена источника средств, %
Заемный капитал	3	3	0,3	30
Собственный капитал	7	7	0,7	20
Итого	10	10	1,0	23

Следовательно, привлечение дополнительных 2 млн. р. обойдется в среднем предприятию дороже примерно на 1, 75 %.

Если предположить, что рентабельность инвестиционного проекта планируется на уровне 22 %, то в случае привлечения дополнительного капитала его реализация окажется экономически неоправданной.

Расчет предельной цены капитала осуществляется по формуле (7.12).

$$P_k = \frac{\Delta C_k}{\Delta K}, \quad (7.12)$$

где P_k – предельная цена капитала;

ΔC_k - прирост средневзвешенной цены капитала;

ΔK - прирост капитала, дополнительно привлекаемого предприятием.

Успешность деятельности предприятия во многом определяется целенаправленным формированием его капитала. Формирование капитала предприятия происходит под влиянием различных факторов. Вопрос формирования капитала не сводится только к определению источников финансирования деятельности, а требует оптимизации структуры источников финансирования. Проблема оптимизации структуры источников финансирования решается в рамках управления структурой капитала.

7.3 Управление структурой капитала предприятия. Финансовый рычаг

Структура капитала предприятия представляет собой соотношение всех форм собственных и заемных финансовых средств, используемых предприятием в процессе своей хозяйственной деятельности для финансирования активов²⁴³⁾.

Принципиальное отличие собственного и заемного капитала – разная требуемая доходность, что связано с разным уровнем финансового риска для владельцев этого капитала.

Финансовый риск – это дополнительный деловой риск (риск доходов акционеров, когда не используется заемный капитал), ложащийся на владельцев обыкновенных акций в результате принятия решения о привлечении заемных средств. Концентрация финансового риска на акционерах возникает потому, что кредиторы, которые получают постоянные процентные выплаты, делового риска не несут (однако несут риск неплатежа)²⁴⁴⁾.

²⁴³⁾ Давыдова, Л.В. Особенности формирования структуры капитала предприятия / Л.В. Давыдова, С.А. Ильминская // Финансы и кредит. – 2007. – № 47. С. 16-27.

²⁴⁴⁾ Бриггем, Ю. Финансовый менеджмент: полный курс: в 2 т. / Ю. Бриггем, Л. Гапенски; под. ред. В.В. Ковалева: пер.

Предположим, что капитал компании состоит исключительно из обыкновенных акций в размере 10 млн. р. Компания планирует привлечь еще 5 млн. р. для расширения производства на основе одного из трех возможных вариантов финансирования:

- 1) дополнительный выпуск обыкновенных акций;
- 2) привлечение банковского кредита под 12 % годовых;
- 3) выпуск привилегированных акций с фиксированной ставкой дивидендов 11 %.

В результате планируемого расширения производства прибыль до уплаты процентов и налогов (ОП) увеличится с 2 млн. р. до 3 млн. р. Ставка налога на прибыль 20 %.

Рассчитаем показатель «чистая прибыль на одну акцию» (*EPS*) по формуле (7.13).

$$EPS = \frac{\text{Чистая прибыль} - \text{Дивиденды по привилегированным акциям}}{\text{Количество обыкновенных акций}}. \quad (7.13)$$

В настоящее время в обращении находятся 200 000 обыкновенных акций. В результате при первом варианте привлечения капитала акции могут продаваться по цене 50 рублей за одну акцию (10 млн. / 200 000 шт.). Это означает, что предприятию понадобится выпустить еще 100 000 шт. акций.

Таблица 17 - Расчет показателя EPS при различных вариантах финансирования

Показатель	Вариант 1	Вариант 2	Вариант 3
Прибыль до уплаты процентов (ОП), тыс. р.	3000	3000	3000
Проценты (I _r), тыс. р.	-	600	-
Прибыль до налогообложения, тыс. р.	3000	2400	3000
Налог на прибыль, тыс. р.	600	480	600
Чистая прибыль, тыс. р.	2400	1920	2400
Дивиденды на привилегированные акции, тыс. р.	-	-	550
Прибыль, направляемая держателям обыкновенных акций, тыс. р.	2400	1920	1850
Количество обыкновенных акций в обращении, тыс. шт.	300	200	200
Величина прибыли на одну акцию, р.	8	9,6	9,25
Рентабельность собственного капитала, %	16	19,2	18,5

В результате прибыль, направляемая владельцам обыкновенных акций, оказывается выше во втором варианте при привлечении заемного капитала. Кроме того, рентабельность собственного капитала увеличивается при привлечении заемных источников финансирования.

Если предприятие примет решение о привлечении капитала по второму варианту, то возникнет риск увеличения стоимости заемного капитала для предприятия. Увеличение стоимости заемного капитала предприятия в итоге может отрицательно сказаться на показателях EPS и рентабельность собственного капитала.

Предположим, что процентная ставка по банковскому кредиту в связи и неблагоприятной конъюнктурой рынка увеличится с 12 % до 21 %. Тогда расчет показателя EPS при различных вариантах финансирования и условиях деятельности приведен в таблице 18.

Увеличение стоимости заемного капитала привело к тому, что рентабельность собственного капитала значительно снизилась. При таком сценарии событий привлечение заемного капитала отрицательно сказывается на финансовой рентабельности, значение которой станет ниже этого показателя при финансировании деятельности предприятия полностью за счет собственных средств. Таким образом, привлечение заемного капитала несет риск снижения доходности акционеров.

Таблица 18 - Расчет показателя EPS при различных вариантах финансирования и условиях деятельности

Показатель	Вариант 1	Вариант 2	
		ставка процента 12 %	ставка процента 21 %
Прибыль до уплаты процентов (ОП), тыс. р.	3000	3000	3000
Проценты (I _r), тыс. р.	-	600	1050
Прибыль до налогообложения, тыс. р.	3000	2400	1950
Налог на прибыль, тыс. р.	600	480	390
Чистая прибыль, тыс. р.	2400	1920	1560
Прибыль, направляемая держателям обыкновенных акций, тыс. р.	2400	1920	1560
Количество обыкновенных акций в обращении, тыс. шт.	300	200	200
Величина прибыли на одну акцию, р.	8	9,6	7,8
Рентабельность собственного капитала, %	16	19,2	15,6

Финансовый риск характеризуется показателем финансового рычага.

Интересно отметить, что финансовый рычаг применяется по усмотрению руководства. Предприятия используют финансовый рычаг в надежде повысить доходы акционеров. Для финансового менеджера, принимающего решения о структуре капитала, важно оценить численно выгоды и риски, связанные с финансовым рычагом. Существуют два подхода к такой оценке. Первый подход (американский) заключается в выделении влияния финансового рычага на чистую прибыль: насколько чувствительна чистая прибыль к изменению операционной прибыли. Получаемая оценка выражается в процентном изменении чистой прибыли. Эффект финансового рычага в этом случае определяется по формуле (7.14).

$$\text{ЭФР} = \frac{(P_{A1} - P_{A0}) \div P_{A0}}{(P_1 - P_0) \div P_0}, \quad (7.14)$$

где P_{A1} – прибыль на акцию в отчетном периоде;

P_{A0} – прибыль на акцию в базисном периоде;

P_1 – прибыль предприятия в отчетном периоде;

P_0 – прибыль предприятия в базисном периоде.

Финансовый рычаг показывает, во сколько раз быстрее изменилась прибыль,

приходящаяся на акцию, по сравнению с ростом всей прибыли (во сколько раз рост прибыли акционеров больше роста прибыли предприятия)²⁴⁵).

Другой подход (европейский) акцентирует внимание на росте доходности собственного капитала по сравнению с доходностью активов при привлечении заемного капитала. Эффект финансового рычага в этом случае определяется по формуле (7.15).

$$\text{ЭФР} = (1 - T) * (R_K - r) * \frac{ЗК}{СК}, \quad (7.15)$$

где R_K – рентабельность всего капитала предприятия;

r - цена заемного капитала;

$R_K - r$ – дифференциал финансового рычага;

T – ставка налога на прибыль;

$(1 - T)$ – налоговый корректор финансового левериджа, который показывает в какой степени проявляется эффект финансового леверидж в связи с различным уровнем налогообложения прибыли;

$ЗК$ – средняя сумма заемного капитала;

$СК$ – средняя сумма собственного капитала;

$ЗК/СК$ – плечо финансового рычага.

При выборе финансовой структуры необходимо учитывать одновременно рентабельность и риск, а также определять оптимальную комбинацию задолженности и собственного капитала для максимизации стоимости акций²⁴⁶.

Налогообложение снижает результативность воздействия финансового рычага на доходность собственного капитала. Но у финансового менеджера имеется возможность влияния на доходность через поиск источников заемного финансирования с более низкой процентной ставкой и увеличение доли заемного капитала.

Зависимость между рентабельностью собственного капитала и силой

²⁴⁵ Рудык, Н.Б. Структура капитала корпораций: теория и практика / Н.Б. Рудык. М.: Дело, 2004. С. 83.

²⁴⁶ Ивашковская, И. Структура капитала: резервы создания стоимости для собственников компании / И. Ивашковская, А. Куприянов // Корпоративные финансы. – 2005. – № 2. С. 39-48.

финансового рычага выражается формулой (7.16).

$$R_{СК} = R_K + \text{ЭФР}, \quad (7.16)$$

где $R_{СК}$ – рентабельность собственного капитала;

R_K – рентабельность всего инвестированного капитала;

ЭФР – эффект финансового рычага.

Решение данного уравнения может привести к одинаковым результатам стоимости компании при разном соотношении собственного и заемного капитала. Это произойдет при введении условия о том, что требуемая кредиторами ставка доходности растет с увеличением доли заемных источников в структуре капитала, что соответствует реальности²⁴⁷.

Рентабельность собственного капитала возрастает при привлечении заемных средств, если плата за них будет меньше общей рентабельности капитала. При этом, чем выше положительное значение дифференциала финансового левериджа, тем выше при прочих равных условиях будет его эффект. Формирование отрицательного значения дифференциала финансового рычага по любой причине (увеличение цены заемных средств из-за ухудшения конъюнктуры финансового рынка или ухудшении финансового положения предприятия; уменьшение объема продаж предприятия, что приводит к уменьшению величины чистой прибыли, а, следовательно, и к уменьшению общей рентабельности капитала) всегда приводит к снижению коэффициента рентабельности собственного капитала. В этом случае использование предприятием заемного капитала дает отрицательный эффект.

При увеличении доли заемных средств в капитале предприятия растут финансовые издержки по обслуживанию долга. Они увеличиваются не только по абсолютной величине, но и растет плата за дополнительно привлекаемый кредит, т.к. по мере увеличения плеча финансового рычага инвесторы требуют все большей доходности, повышая процентные ставки по предоставляемым заемным средствам.

²⁴⁷) Лисицина, Е.В. Оценка влияния финансовой структуры капитала на финансовый результат деятельности компании / Е.В. Лисицина, Г.С. Тосаренко // Финансы и кредит. – 2004. – № 2. С. 26-33.

Плечо и дифференциал финансового рычага в этом случае действуют в обратном направлении²⁴⁸⁾.

Если финансовый рычаг применить в сочетании с операционным рычагом, то изменения операционной прибыли окажут еще большее воздействие на чистую прибыль, чем обособленный финансовый рычаг.

Эффект совместного рычага рассчитывается как произведение эффекта операционного рычага на эффект финансового рычага и показывает, на сколько процентов изменится чистая прибыль при изменении объема производства (продаж) на 1 %.

Расчет совместного рычага позволяет показать влияние изменения структуры себестоимости и объема продаж на чистую прибыль и доходность владельцев собственного капитала при выборе различной структуры капитала²⁴⁹⁾.

Таким образом, мало изучить структуру капитала, надо уметь управлять ей. Под управлением структурой капитала понимается процесс определения соотношения использования собственного и заемного капитала, при котором обеспечиваются оптимальные пропорции между уровнем рентабельности собственного капитала и уровнем финансовой устойчивости, что в итоге приводит к максимизации рыночной стоимости предприятия.

Отсюда следует, что конечная цель управления структурой капитала – выявление некой оптимальной структурой капитала, которая минимизирует его средневзвешенную цену и максимизирует рыночную стоимость фирмы, а значит, обладает наибольшей привлекательностью для инвесторов.

Достижение этой цели положено в основу наиболее популярных и значимых теорий структуры капитала. Теории структуры капитала принято делить на статические и динамические.

В статическом подходе существуют две альтернативные теории структуры капитала, объясняющие влияние привлечения заемного капитала на стоимость используемого капитала и соответственно на текущую рыночную оценку активов

²⁴⁸⁾ Теплова, Т.В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями: учеб. для вузов / Т. В. Теплова. - М.: ГУ ВШЭ, 2000. С. 241.

²⁴⁹⁾ Ван Хорн, Дж. К., Вахович Дж. М. Основы финансового менеджмента / Дж. К. Ван Хорн, Дж. М. Вахович: пер. с англ. М.: Издательский дом «Вильямс», 2008. С. 596.

корпорации: теория Модильяни-Миллера (далее ММ) и традиционная теория²⁵⁰⁾.

Современная теория структуры капитала возникла в 1958 году, когда Франко Модильяни и Мерто Миллер опубликовали свою работу. ММ доказали, что структура капитала не оказывает влияние на стоимость предприятия, основываясь на весьма жестких допущениях (на рынке отсутствуют трансакционные затраты; отсутствует налог на прибыль; отсутствуют затраты на банкротство; процентные ставки по заемному капиталу одинаковы как для частных инвесторов, так и для предприятий; рынок находится в сильной степени эффективности; на операционную прибыль предприятия не оказывает привлечение заемных средств). Указав на условия, при которых структура капитала не влияет на стоимость предприятия, ММ натолкнули на понимание того, при каких условиях структура капитала может стать существенной и начать оказывать влияние на стоимость предприятия. В 1963 году ММ опубликовали статью, в которой сняли допущение об отсутствии налога на прибыль. Возможность вычитать проценты к уплате из налогооблагаемой прибыли, как определили ММ, способствует тому, что предприятия стремятся использовать заемные средства в своей структуре капитала. Выводы ММ о несущественности структуры капитала опираются также и на гипотезу об отсутствии издержек, связанных с банкротством. Однако, на практике банкротство фирм может быть весьма дорогим²⁵¹⁾.

Следующей теорией в рамках статического подхода является традиционная. Традиционный подход предполагает, что корпорация, имеющая заемный капитал, до определенного уровня оценивается рынком выше, чем фирма без заемных средств долгосрочного финансирования. В рамках данного подхода расчет оптимальной структуры капитала основан на расчете так называемого эффекта финансового рычага, концепция которого была рассмотрена выше²⁵²⁾.

Изложенные аргументы ММ привели к развитию теории компромисса левериджа: заемные средства полезны, поскольку проценты исключаются из

²⁵⁰⁾ Лисицина, М.И. Обзор моделей теории структуры капитала и анализ их состоятельности / М.И. Лисицина // Финансы и кредит. – 2007. – № 9. С. 41- 49.

²⁵¹⁾ Рудык, Н.Б. Структура капитала корпораций: теория и практика / Н.Б. Рудык. М.: Дело, 2004. С. 211.

²⁵²⁾ Зинкевич, Н.В. Эмпирическое тестирование теорий структуры капитала: модели, направления, результаты / Н.В. Зинкевич, Е.А. Олеханова // Корпоративные финансы. – 2008. – № 1. С. 16-19.

налогооблагаемой базы, но они одновременно порождают и потери, связанные с реальным и потенциальным банкротством. Наибольшие потери потенциального банкротства испытывают компании с высокой долей ценных нематериальных активов и с большими возможностями роста (как правило, молодые компании). Поэтому зрелые (нерастущие) фирмы, владеющие в основном материальными активами, при прочих равных условиях должны иметь более высокую долю заемного капитала в своей капитальной структуре по сравнению с растущими фирмами и с фирмами, которые активно занимаются НИОКР и инвестируют в рекламу. Таким образом, в соответствии с данной теорией, разумный менеджер, зная о выгодах и об издержках финансового рычага, должен создать такую структуру, которая позволяла бы получать максимум выгод при минимальных издержках. В соответствии с этим, под оптимальной структурой капитала сторонники компромиссной теории понимают такую структуру капитала, при которой приведенная стоимость налоговых выгод полностью покрывает приведенную стоимость ожидаемых издержек банкротства, которые появляются вследствие использования заемного капитала²⁵³⁾.

Исследователи заметили, что крупные предприятия гораздо меньше используют заемный капитал, что привело к появлению альтернативной сигнальной теории леввериджа. Она основана на сигналах, подаваемых инвесторам в результате принятия фирмой решений о привлечении заемных средств или акционерного капитала. Выпуск акций дает негативный сигнал, в то время как использование заемных средств – позитивный. В результате компании стараются избегать выпуска акций, прибегая в случае необходимости к поддержанию резервного заемного капитала. Все это приводит к использованию меньшей суммы заемных средств в благоприятные периоды.

Динамические модели расширили круг изучаемых вопросов и, помимо оптимальной структуры капитала, сфокусировались в большей степени на динамике фактической структуры капитала во времени.

²⁵³⁾ Лукашев, А.В. Эмпирические корпоративные финансы и капитальная структура компании / А.В. Лукашев // Управление корпоративными финансами. – 2004. – № 3. С. 52-59.

Исследования Грэма и Харви, Броунена и Дробеца привели к выводу о том, что, с одной стороны, финансовые директора, принимающие решения в компании, действительно стремятся привести структуру капитала к оптимальной; но с другой, они при этом ставят целью сохранить финансовую гибкость компании, что скорее согласуется с теорией порядка финансирования. Ввиду случайных событий или других изменений компании могут временно отклоняться от целевого, или оптимального, значения структуры капитала и лишь постепенно, пошагово к нему возвращаться²⁵⁴).

Таким образом, сторонники динамических теорий утверждают, что в связи с несовершенством рынка приспособление к целевым уровням может быть дорогим; для компаний может оказаться дешевле несколько отклоняться от целевого уровня, нежели полностью соответствовать ему в каждом периоде.

7.4 Контрольные вопросы

- 1 Что понимается под ценой капитала?
- 2 Как определяется цена источников собственного капитала предприятия?
- 3 Назовите преимущества и недостатки привлечения собственных и заемных источников финансирования.
- 4 Что понимается под структурой капитала? Какова структура собственного капитала предприятия.
- 5 Какие факторы влияют на структуру капитала?
- 6 Справедливо ли утверждение, что цена заемного капитала меньше цены собственного капитала?
- 7 Как рассчитывается средневзвешенная цена капитала предприятия?
- 8 Как соотносятся между собой понятия средневзвешенной и предельной цены капитала?
- 9 Каким образом налогообложение влияет на средневзвешенную цену

²⁵⁴) Пономарева, О.А. Динамическая концепция структуры капитала: история возникновения, эволюция и основные исследовательские вопросы / О.А. Пономарева // Корпоративные финансы. – 2008. - № 2. С. 29-35.

капитала предприятия?

10 При каких условиях средневзвешенную стоимость капитала можно использовать в качестве критерия приемлемости инвестиционного проекта?

11 В чем экономический смысл цены капитала предприятия?

12 В чем состоит эффект финансового рычага?

13 Чем измеряется финансовый риск деятельности предприятия?

14 Как финансовый риск отражается в эффекте финансового рычага?

15 Можно ли считать соотношение заемного капитала предприятия к собственному, под которым подразумевается способность компании генерировать денежные потоки для обслуживания долга, приемлемой характеристикой финансового риска?

16 Соотношение каких показателей определяет значение финансового рычага?

17 В чем сходства и различия между финансовым рычагом и операционным рычагом?

18 Существует ли взаимосвязь между операционным рычагом и финансовым рычагом?

19 Какое влияние рейтинг акций предприятия может оказывать решения, касающиеся структуры капитала?

20 Как повлияет на привлечение заемного капитала снижение ставки налога на прибыль организаций?

21 Поясните основные положения теории Миллера-Модильяни.

22 Сопоставьте теорию структуры капитала, основанную на чистой операционной прибыли и подход Миллера и Модильяни.

8 Дивидендная политика и её влияние на стоимость компании

Дивидендная политика – неотъемлемая часть решений руководства фирмы в области финансирования. На рыночную стоимость акций, максимизация которой выступает в качестве главной цели финансового менеджмента, могут оказывать влияние различные факторы, важнейшими из которых является уровень прибыли, остающейся в распоряжении предприятия и уровень выплачиваемых дивидендов. В связи с этим выделение дивидендной политики предприятия в качестве отдельного направления долгосрочной финансовой политики становится очевидным, поскольку от уровня выплачиваемых дивидендов зависит величина прибыли, которая может быть оставлена предприятию как источник финансирования деятельности. С этих позиций менеджеры заинтересованы в уменьшении доли чистой прибыли, выплачиваемой в виде дивидендов. С другой стороны, чем больше прибыли направляется на развитие предприятия, тем меньше денег остается на выплату текущих дивидендов, а по величине дивидендов большинство акционеров судит о целесообразности инвестиций в акции. Таким образом, финансовые менеджеры призваны решать задачу оптимизации соотношения распределения прибыли между дивидендными платежами и той ее частью, которая остается в рамках предприятия для его развития.

Понятие «дивидендная политика» связана с распределением прибыли в акционерных обществах. Вместе с тем, рассматриваемые далее принципы и методы распределения прибыли применимы не только к предприятиям, имеющим акционерную организационно-правовую форму, но и к предприятиям любой организационно-правовой формы (в этом случае поменяется только терминология – вместо акция и дивиденд будут использоваться термины пай, вклад и прибыль на вклад, а механизм выплаты доходов собственников остается таким же). Распределение прибыли в акционерном обществе представляет собой наиболее сложный его вариант и поэтому избран для рассмотрения всех аспектов этого

механизма. Таким образом, под дивидендной политикой следует рассматривать механизм формирования доли прибыли, выплачиваемой собственнику, в соответствии с долей его вклада в общую сумму собственного капитала предприятия.

8.1 Порядок выплаты дивидендов акционерным обществом

Дивидендная политика представляет собой составную часть общей политики управления прибылью, заключающуюся в оптимизации пропорций между потребляемой и капитализируемой ее частями с целью максимизации рыночной стоимости предприятия.

Порядок выплаты дивидендов российским акционерным обществам установлен Гражданским Кодексом РФ (ст. 102), Федеральным законом РФ «Об акционерных обществах» и положениями, разрабатываемыми и утверждаемыми акционерными обществами для внутреннего пользования²⁵⁵⁾, ²⁵⁶⁾.

Дивиденды выплачиваются ежеквартально, раз в полгода, раз в 9 месяцев или 1 раз в год. Выплаты промежуточных дивидендов возможны, если это предусмотрено в уставе акционерного общества. Если выплачен промежуточный дивиденд, то годовой дивиденд учитывает выплаты промежуточного. Решение о выплате (объявлении) дивидендов по результатам первого квартала, полугодия и девяти месяцев финансового года может быть принято в течение трех месяцев после окончания соответствующего периода. Источником выплаты дивидендов является прибыль общества после налогообложения (чистая прибыль общества), которая определяется по данным бухгалтерской отчетности общества.

Решение о выплате промежуточных дивидендов, размере дивиденда и форме его выплат по акциям каждой категории принимается советом директоров общества. Решение о выплате годового дивиденда принимается общим собранием акционеров

²⁵⁵⁾ Гражданский Кодекс Российской Федерации: в 4 ч. Ч. 1, 2. - Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>

²⁵⁶⁾ Об акционерных обществах: Федеральный закон № 208-ФЗ от 26.12.2005 г. - Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>

по рекомендации совета директоров. При этом размер годового дивиденда не может быть больше рекомендованных советом директоров и меньше выплаченных промежуточных дивидендов. Общее собрание акционеров вправе принять решение о невыплате дивидендов по акциям определенных категорий, а также о выплате дивидендов по привилегированным акциям в неполном размере. Если дивиденд объявлен общим собранием, то его выплата является обязательной.

Как правило, дивиденды выплачиваются наличными деньгами за вычетом налога на доходы физических лиц. Однако дивиденды могут быть выплачены и имуществом или акциями.

Выплата дивидендов акциями обоснована, если:

- компания испытывает затруднения с наличностью, но стремится сохранить дивиденд;

- компания, инвестируя значительную часть прибыли в производство, сохраняет определенный уровень дивидендов. Важно обратить внимание, что в этом случае не размывается контрольный пакет акций;

- менеджеры компании стремятся изменить структуру собственников, выплачивая части акционеров (менеджерам высшего уровня) дивиденды акциями.

Дата выплаты дивидендов (годового) определяется уставом общества или решением общего собрания акционеров. Дата выплаты промежуточных дивидендов устанавливается решением совета директоров; выплата не может начать ранее 30 дней после принятия решения. Для каждой выплаты дивидендов составляется список лиц, имеющих право на получение дивидендов, так как все акции в России именные. Такими лицами являются акционеры и номинальные держатели акций. (Номинальные держатели акций осуществляют доверительное управление пакетами акций, переданными им акционерами)²⁵⁷⁾.

В соответствии со статьей 43 ФЗ «Об акционерных обществах» предприятие не вправе принимать решение о выплате дивидендов по акциям (рисунок 30):

- до полной оплаты всего уставного капитала общества;

²⁵⁷⁾ Об акционерных обществах: Федеральный закон № 208-ФЗ от 26.12.2005 г. - Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>

- до выкупа акций, по которым акционеры имеют право требовать выкупа;
- если на момент выплаты дивидендов общество отвечает признакам несостоятельности, или если эти признаки появятся у общества в результате выплаты дивидендов;
- если не принято решение о выплате в полном размере по привилегированным акциям, размер дивиденда по которым определен уставом общества;
- если стоимость чистых активов станет меньше после выплаты дивидендов его уставного капитала, резервного фонда и превышения над номинальной стоимостью ликвидационной стоимости размещения привилегированных акций.

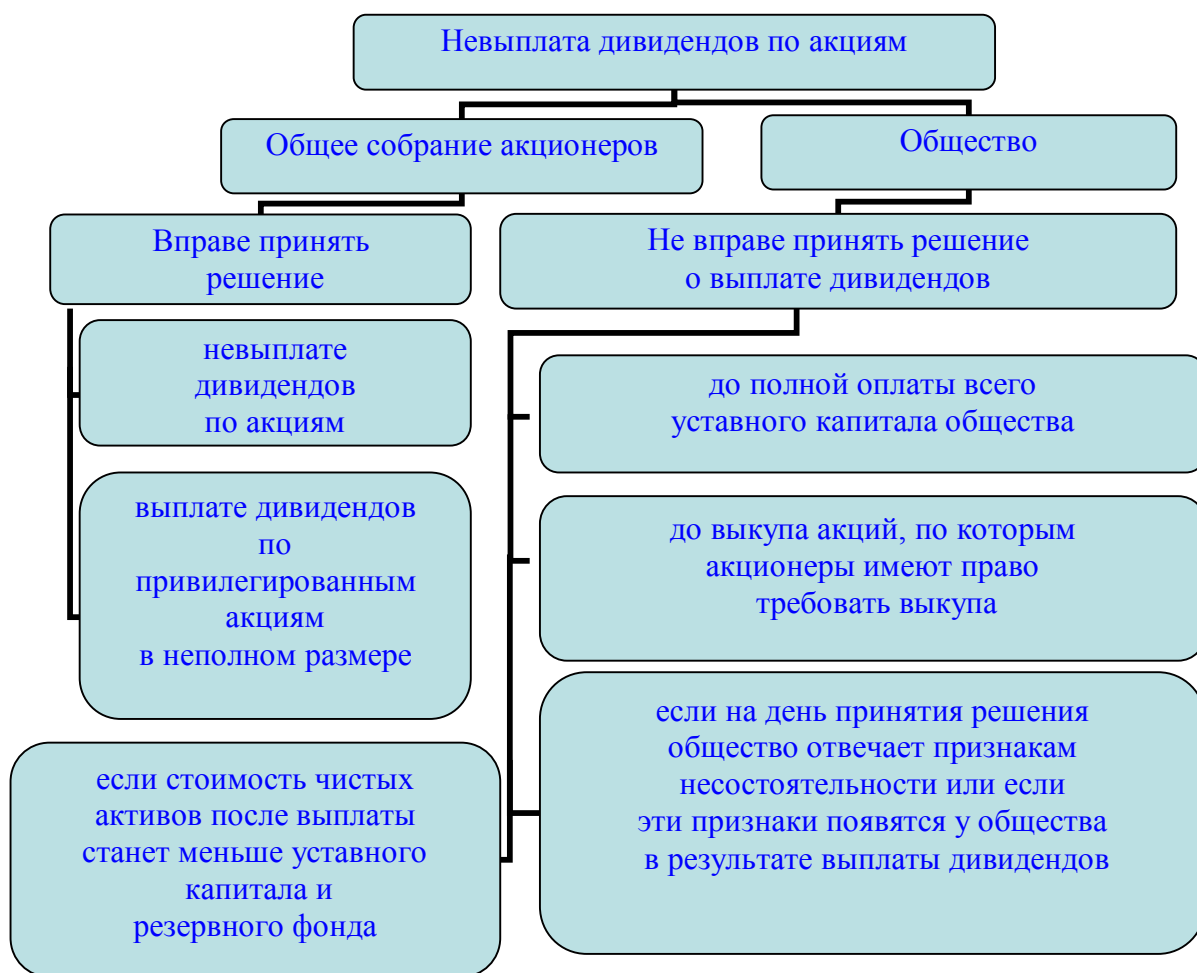


Рисунок 30 – Случаи невыплаты дивидендов акционерным обществом

Под стоимостью чистых активов акционерного общества понимается величина, определяемая путем вычитания из суммы активов акционерного общества

(оборотные и внеоборотные, за исключением задолженности участников (учредителей) по взносам в уставный капитал) суммы его обязательств, принимаемых к расчету (долгосрочных обязательств по займам и кредитам, прочих долгосрочных обязательств; краткосрочных обязательств по займам и кредитам; кредиторской задолженности; задолженности участникам (учредителям) по выплате доходов; резервов предстоящих расходов; прочих краткосрочных обязательств)²⁵⁸⁾.

8. 2. Теории выплаты дивидендов

Главной целью финансового управления предприятием является максимизация его стоимости, поэтому так важно правильно оценить влияние, которое окажет выплата дивидендов на финансовое состояние предприятия и стоимость акций.

Дивидендная политика представляет собой составную часть общей политики управления прибылью, заключающуюся в оптимизации пропорций между потребляемой и капитализируемой ее частями с целью максимизации рыночной стоимости предприятия²⁵⁹⁾.

Формированию оптимальной дивидендной политики в странах с развитой рыночной экономикой посвящены многочисленные теоретические исследования.

Наиболее распространенными теориями, связанными с формированием дивидендной политики, являются:

Теория независимости (иррелевантности) дивидендов. Ее авторы — Модильяни и Миллер утверждают, что выбранная дивидендная политика (структура капитала) не оказывает никакого влияния на рыночную стоимость предприятия (цену акций), ни на благосостояние собственников в текущем или перспективном периоде. ММ представили наиболее убедительные доказательства незначительности той роли, которую играют дивиденды. Логика этой теории такова. Если компания

²⁵⁸⁾ Об утверждении порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ: приказ Минфина России и ФКЦБ России от 29.01.2003 г. № 10н/03-6/пз. – Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>.

²⁵⁹⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. К.: Ника-центр, 2001. Т.1. С. 504.

получила прибыль и имеет возможность ее инвестировать в проект, генерирующий доходность, равную в среднем по компании, то она может выбрать один из трех вариантов:

1) реинвестировать прибыль в полном объеме;

2) выплатить всю прибыль в виде дивидендов и профинансировать проект за счет дополнительной эмиссии акций;

3) часть прибыль выплатить в виде дивидендов, а проект профинансировать за счет двух источников – нераспределенной прибыли и доходом от эмиссии акций. Принимая решения в области финансовых вложений, инвестор обращает внимание на доходность вложений, складывающейся из дивидендной и капитализированной доходностей. При наличии определенных оговорок ни один из трех вариантов выплаты дивидендов не меняет общей доходности, а приводит к изменению структуры доходности. Во втором случае акционеры получают весь доход в виде дивидендов, а капитализируемая доходность равна 0. Таким образом, каждый из трех вариантов равноценен для инвесторов²⁶⁰⁾.

Пример - компания не выплачивает дивиденды и полностью реинвестирует свою прибыль. Акционер, желающий получить 10 % «дивидендный» доход от обладания своими акциями, может сделать это, продавая по 10 % своих акций ежегодно. В случае если компания, выплачивающая высокие дивиденды, обеспечивает инвестору 15 % доход (при условии, что он ожидает только 10 %), то инвестор может использовать излишний для него доход на приобретение дополнительных акций этой же компании²⁶¹⁾.

Данная теория выплата дивидендов характеризуется наличием определенных ограничений: на рынке отсутствуют трансакционные затраты; отсутствует налог на прибыль; равноценность для инвесторов дивидендов и доходов от прироста капитала; рынок находится в сильной степени эффективности и др. Очевидно, что далеко не все ограничения оправданны.

На самом деле инвесторы, при продаже акций должны оплачивать услуги

²⁶⁰⁾ Ковалев, В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалев. М.: Финансы и статистика, 2007. С. 656.

²⁶¹⁾ Бриггем, Ю. Финансовый менеджмент: пер. с англ. / Бриггем, Ю., Эрхардт М. под ред. к.э.н. Е.А. Дорофеева.: 10-е изд. СПб.: Питер, 2005. С. 691.

брокера, а инвесторы, предпочитающие капитальную прибыль, прежде чем купить акции, должны уплатить налог на доходы физических лиц. Таким образом, на предпочтения инвесторов дивидендная политика может оказывать значительное влияние.

В соответствии с этой теорией дивидендной политике отводится пассивная роль в управлении прибылью.

Теория предпочтительности дивидендов («синица в руках») — авторы Джон Литнер и Майрон Гордон утверждают, что каждая единица текущего дохода (выплаченного в форме дивидендов) стоит всегда больше, чем доход, отложенный на будущее, в связи с присущим ему риском. Исходя из этой теории, максимизация дивидендных выплат предпочтительней, чем капитализация прибыли, поскольку дивидендная составляющая требуемой доходности (дивиденды / рыночная цена акций) подвержена меньшему риску, чем составляющая q — темп прироста прибыли). Текущие дивидендные выплаты уменьшают уровень неопределенности инвесторов относительно целесообразности и выгодности инвестирования в данную компанию; тем самым их удовлетворяет меньшая норма прибыли на инвестированный капитал, используемая в качестве ставки дисконтирования, что приводит к возрастанию рыночной стоимости собственного капитала. Напротив, если дивиденды не выплачиваются, неопределенность увеличивается, приемлемая для акционеров норма прибыли растет, что приводит к снижению рыночной стоимости акционерного капитала. Таким образом, увеличивая долю прибыли, направляемую на выплату дивидендов, можно способствовать рыночной стоимости предприятия²⁶²⁾.

Теория минимизации дивидендов (налоговых предпочтений). В соответствии с этой теорией с позиции акционеров приоритетное значение имеет не дивидендная, а капитализированная доходность. Это объясняется тем, что доход от капитализации прибыли облагается налогом по меньшей ставке, чем полученные дивиденды (в США, но не в России). Кроме того, налог на прирост капитала отсрочивается до

²⁶²⁾ Бригхем, Ю. Финансовый менеджмент: пер. с англ. / Бригхем, Ю., Эрхардт М. под ред. к.э.н. Е.А. Дорофеева.: 10-е изд. СПб.: Питер, 2005. С. 692.

момента фактической продажи акций. По этим причинам эффективный налог на прирост капитала (с учетом фактора стоимости денег во времени) оказывается меньше, чем налог на дивидендный доход. Дивидендная политика должна обеспечивать минимизацию дивидендных выплат, а соответственно максимизацию капитализации прибыли²⁶³⁾.

Сигнальная теория дивидендов. Эта теория построена на том, что основные модели оценки текущей реальной рыночной стоимости акций в качестве базисного элемента используют размер выплачиваемых по ней дивидендов. Дивиденды оказывают влияние на цену акций, поскольку они передают информацию о прибыльности предприятия. ММ отметили тот факт, что предприятия с неохотой снижают дивиденды, а, следовательно, они также и не повышают их, если в будущем не предполагают получать более большую стабильную прибыль. Таким образом, ММ утверждали, что рост дивидендов выше ожидаемого уровня должен стать инвесторам неким «сигналом», что руководство предприятия ожидает в будущем хорошие результаты его работы, и этот факт может положительно повлиять на курс акций. И наоборот, снижение дивидендов или меньший, чем ожидали инвесторы, их рост является сигналом того, что менеджеры компании ожидают довольно скромную прибыль, что может привести к снижению цены акций. Таким образом, рост уровня дивидендных выплат, как правило, приводит к возрастанию рыночной стоимости акций²⁶⁴⁾.

Теория соответствия дивидендной политики составу акционеров (теория клиентуры). В соответствии с этой теорией компания должна осуществлять такую дивидендную политику, которая соответствует ожиданиям большинства акционеров. Если основной состав акционеров отдает предпочтение текущему доходу, то следует распределять большую часть прибыли на дивиденды, если акционеры преследуют стратегические цели, следовательно, - реинвестировать прибыль. Та часть акционеров, которая с такой дивидендной политикой не согласна, реинвестирует свой капитал в акции других компаний, в результате чего состав «клиентуры» станет более однородный²⁶⁵⁾.

²⁶³⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. К.: Ника-центр, 2001. Т.1. С. 505.

²⁶⁴⁾ Ван Хорн, Дж. К., Вахович Дж. М. Основы финансового менеджмента / Дж. К. Ван Хорн, Дж. М. Вахович: пер. с англ. М.: Издательский дом «Вильямс», 2008. С. 679.

²⁶⁵⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. К.: Ника-центр, 2001. Т.1. С. 506.

8.3 Типы дивидендной политики

Практическое использование теорий дивидендной политики позволило выработать три подхода к формированию дивидендной политики — консервативный, умеренный и агрессивный.

Каждому из этих подходов соответствует определенный тип *дивидендной политики*, данные приведены в таблице 19.

Таблица 19 – Варианты типов дивидендной политики²⁶⁶⁾

Подход к формированию дивидендной политики	Варианты используемых типов дивидендной политики
Консервативный подход	1) остаточная политика дивидендных выплат; 2) политика стабильного размера дивидендных выплат;
Компромиссный (умеренный) подход	3) политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды;
Агрессивный подход	4) политика стабильного уровня дивидендов; 5) политика постоянного возрастания размера дивидендов

Консервативному подходу соответствуют:

1) остаточная политика дивидендных выплат предполагает, что фонд выплаты дивидендов образуется после того, как за счет прибыли удовлетворена потребность в формировании собственных ресурсов, обеспечивающих в полной мере реализацию инвестиционных возможностей предприятия. Согласно этому типу, любое предприятие, формируя дивидендную политику:

- определяет оптимальный бюджет капвложений;
- определяет сумму акционерного капитала, необходимую для финансирования бюджета при заданной структуре капитала;
- в максимально возможной степени реинвестирует нераспределенную прибыль;
- выплачивает прибыль, только если имеется больше прибыли, чем требуется для поддержания оптимального бюджета капвложений.

Объем выплачиваемых дивидендов при таком типе дивидендной политики

²⁶⁶⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. К.: Ника-центр, 2001. Т.1. С. 507.

определяется по формуле (8.1) или (8.2).

$$Див = ЧП - РП , \quad (8.1)$$

или

$$Див = ЧП - Д_{СК} \times Инв , \quad (8.2)$$

где *ЧП* – чистая прибыль предприятия;

РП – реинвестируемая прибыль;

Д_{СК} – целевая доля собственного капитала;

Инв – общая сумма инвестиций за период.

Пример - Предположим, что целевое отношение собственного капитала к общей сумме активов составляет 0,6. Объем предполагаемых инвестиций составляет 5 млн. рублей. В этом случае предприятию потребуется 3 млн. р. собственного капитала (5 млн. р.*0,6). Если бы прибыль компании составила 10 млн. р., то на выплату дивидендов пошло бы 7 млн. прибыли (10 – 3), а на финансирование капвложений фирма использовала бы 3 млн. р. нераспределенной прибыли и 2 млн. заемного капитала. Если же сумма собственного капитала, необходимая для финансирования проекта, превышает чистую прибыль (17 млн. р.), то дивиденды бы не выплачивались, а компании пришлось бы осуществлять новую эмиссию акций:

а) $17 * 0,6 = 10,2$ млн. р.;

б) $10 - 10,2 = - 0,2$ млн. р.

В таблице 20 и на рисунке 31 представлена динамика дивидендов при остаточной политике дивидендных выплат.

Таблица 20 – Дивидендные выплаты при остаточной политике дивидендных выплат

В тысячах рублей

Показатели	Год					Итого
	1	2	3	4	5	
Чистая прибыль	100 000	150 000	120 000	200 000	130 000	700 000
Инвестиции	60	50	200	220	140	670
Реинвестируемая прибыль (СК/Активы =0,6)	36	30	120	132	84	402
Остаточные дивиденды	64	120	0	68	46	298

Графически остаточную политику дивидендных выплат можно представить на рисунке 31.

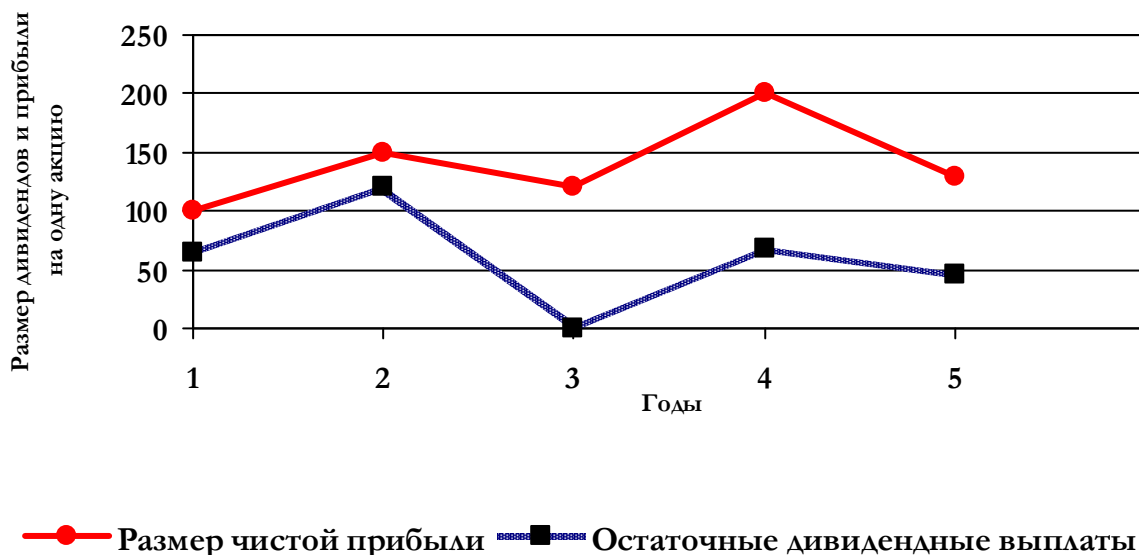


Рисунок 31 – Динамика размера дивидендов на одну акцию при остаточном типе дивидендной политики

Преимущества: политика этого типа обеспечивает высокие темпы развития предприятия, повышение его финансовой устойчивости.

Недостатки: нестабильность размеров дивидендных выплат, полная непредсказуемость их размеров отрицательно сказывается на формировании уровня рыночной цены акций²⁶⁷⁾;

²⁶⁷⁾ Бригхем, Ю. Финансовый менеджмент: пер. с англ. / Бригхем, Ю., Эрхардт М. под ред. к.э.н. Е.А. Дорофеева.: 10-е изд. СПб.: Питер, 2005. С. 699.

2) политика фиксированного размера дивидендных выплат предполагает выплату неизменной их суммы на протяжении продолжительного периода (при высоких темпах инфляции сумма дивидендных выплат корректируется на индекс инфляции). Основной принцип – регулярность выплачиваемых дивидендов. Определяя размер фиксированного дивиденда на некоторую перспективу, предприятия в качестве ориентира используют приемлемые для них значения показателя «дивидендный выход» (таблица 21). Для расчета показателя «дивидендный выход» используется формула (8.3).

$$ДВ = Див / EPS , \quad (8.3)$$

где *Див* – дивиденд на одну акцию;

EPS – чистая прибыль на одну акцию.

Следует отметить, что сумма значений показателя дивидендного выхода и коэффициента реинвестирования прибыли равна единице.

Таблица 21 – Дивидендные выплаты при политике фиксированных дивидендных выплат

В тысячах рублей

Показатели	Год					Итого
	1	2	3	4	5	
Чистая прибыль	100 000	150 000	120 000	200 000	130 000	700 000
Инвестиции	60 000	50 000	110 000	120 000	100 000	440 000
Фиксированные дивиденды	35 000	35 000	35 000	35 000	35 000	175 000

Графически динамику дивидендных выплат при политике фиксированных дивидендов можно представить на рисунке 32.

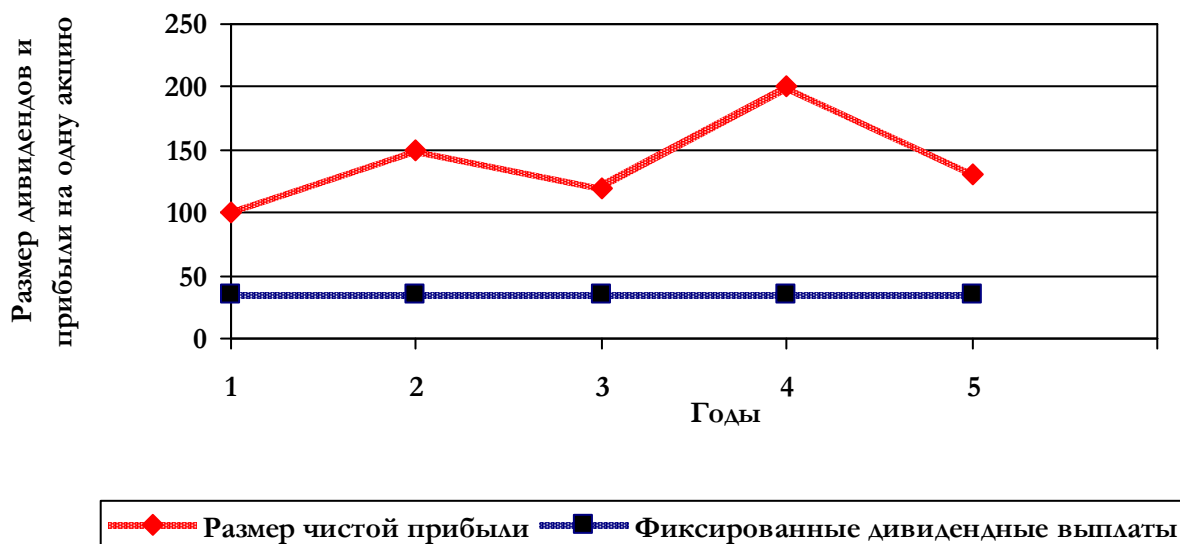


Рисунок 32 – Динамика размера дивидендов на одну акцию при политике фиксированных дивидендных выплат

Преимущества: надежность, которая создает чувство уверенности у акционеров в неизменности размера текущего дохода вне зависимости от различных обстоятельств, определяет стабильность котировок акций на фондовом рынке.

Недостатки: слабая связь с финансовыми результатами деятельности предприятия. При низком уровне прибыли инвестиционная активность может быть сведена к нулю. Чтобы этого избежать, размер дивидендных выплат устанавливается обычно на низком уровне²⁶⁸).

Умеренному подходу соответствует:

3) политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды (политика «экстра-дивиденда») представляет наиболее взвешенный тип. Предполагает стабильную гарантированную выплату дивидендов в минимально предусмотренном размере (как в предыдущем случае) при высокой связи с финансовыми результатами деятельности предприятия, позволяющей увеличивать размер дивидендов в периоды благоприятной хозяйственной конъюнктуры, не снижая при этом уровень инвестиционной активности (таблица 22 и рисунок 32)²⁶⁹).

²⁶⁸) Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. К.: Ника-центр, 2001. Т.1. С. 508.

²⁶⁹) Семенкова, Е.В. Корпоративные действия эмитента и дивидендная политика / Е.В. Семенкова // Финансовый менеджмент. – 2009. - № 3. С. 89-93.

Таблица 22 – Дивидендные выплаты при политике «экстра-дивиденда»

В тысячах рублей

Показатели	Год					Итого
	1	2	3	4	5	
Чистая прибыль	100 000	150 000	120 000	200 000	130 000	700 000
Инвестиции	60 000	50 000	110 000	120 000	100 000	440 000
Фиксированные дивиденды	35 000	35 000	35 000	80 000	35 000	220 000

Зависимость дивидендов от размера чистой прибыли при реализуемой дивидендной политике «экстра-дивидендо» представлена на графике (рисунок 33).

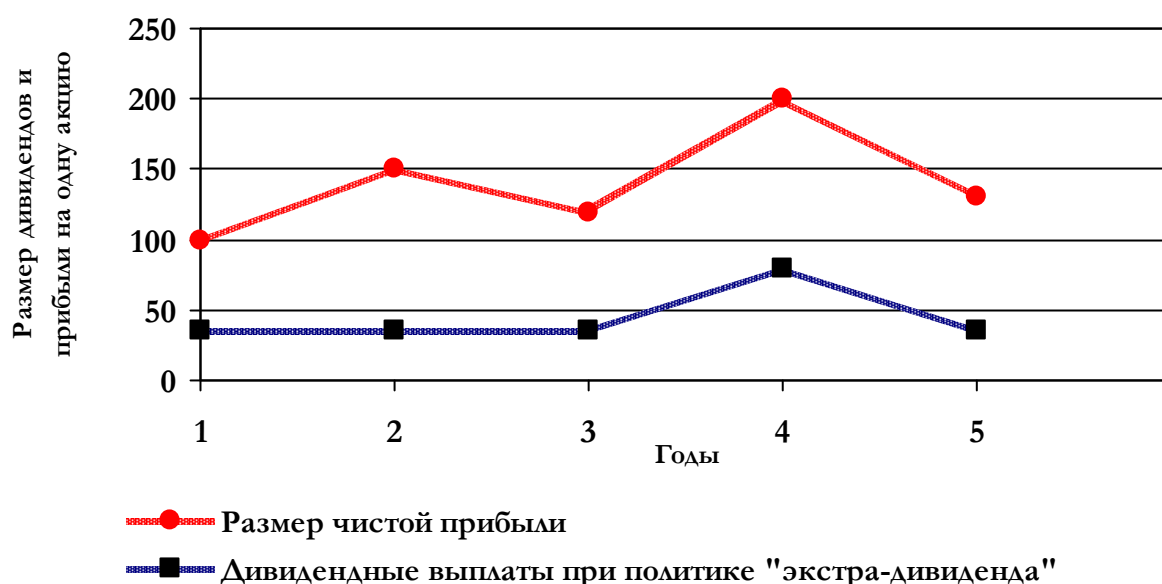


Рисунок 33 – Динамика размера дивидендов на одну акцию при политике «экстра-дивиденда»

Преимущества: надежность, которая создает чувство уверенности у акционеров в неизменности размера текущего дохода вне зависимости от различных обстоятельств, сглаживает колебание котировок акций на фондовом рынке.

Недостатки: при продолжительной выплате минимальных размеров дивидендов инвестиционная привлекательность акций компании снижается и соответственно падает их рыночная стоимость, «экстра»-дивиденд при слишком частой выплате становится ожидаемым и перестает играть должную роль в

поддержании курса акций²⁷⁰⁾.

Агрессивному подходу соответствуют:

4) политика стабильного уровня дивидендов предусматривает установление долгосрочного нормативного коэффициента дивидендных выплат по отношению к сумме прибыли (или норматива распределения прибыли на потребляемую или капитализируемую ее части)²⁷¹⁾.

Объем выплачиваемых дивидендов при таком типе дивидендной политики определяется по формуле (8.4).

$$Див = ЧП \times K_{ДВ}, \quad (8.4)$$

где *ЧП* - чистая прибыль предприятия;

K_{ДВ} - коэффициент дивидендных выплат.

Отсюда коэффициент дивидендных выплат определяется по формуле (8.5)

$$K_{ДВ} = Див / ЧП = const. \quad (8.5)$$

Таблица 23 – Дивидендные выплаты при политике стабильного уровня дивидендов

В тысячах рублей

Показатели	Год					Итого
	1	2	3	4	5	
Чистая прибыль	100000	150000	120000	200000	130000	700000
Инвестиции	60000	50000	110000	120000	100000	440000
Стабильные дивиденды (коэффициент дивидендных выплат – 35 %)	35000	52500	42000	70000	45500	245000

На рисунке 34 представлена динамика дивидендов при политике стабильного уровня дивидендных выплат.

²⁷⁰⁾ Бригхем, Ю. Финансовый менеджмент: пер. с англ. / Бригхем, Ю., Эрхардт М. под ред. к.э.н. Е.А. Дорофеева.: 10-е изд. СПб.: Питер, 2005. С. 700.

²⁷¹⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. К.: Ника-центр, 2001. Т.1. С. 509.

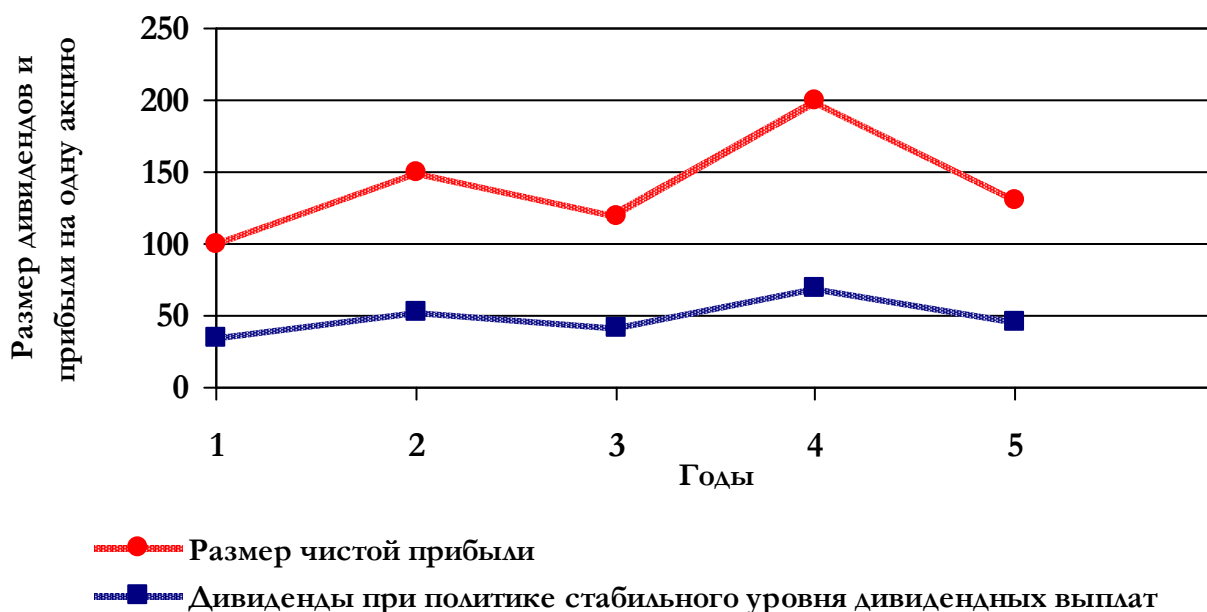


Рисунок 34 – Динамика размера дивидендов на одну акцию при политике стабильного уровня дивидендных выплат

Преимущества: простота формирования дивидендных выплат и тесная связь с размером формируемой прибыли.

Недостатки: нестабильность размеров дивидендных выплат на акцию, определяемая нестабильностью суммы формируемой прибыли;

4) политика постоянного возрастания размера дивидендов предусматривает стабильное возрастание уровня дивидендных выплат в расчете на одну акцию. Возрастание дивидендов при осуществлении такой политики происходит, как правило, в твердо установленном проценте прироста к их размеру в предшествующем периоде (таблица 24).

Таблица 24 – Дивидендные выплаты при политике постоянного возрастания дивидендов

В тысячах рублей

Показатели	Год					Итого
	1	2	3	4	5	
Чистая прибыль	100000	150000	120000	200000	130000	700000
Инвестиции	60000	50000	110000	120000	100000	440000
Возрастающие дивиденды	35000	45000	60000	75000	90000	305000

Зависимость дивидендов от размера чистой прибыли представлена на рисунке 35.

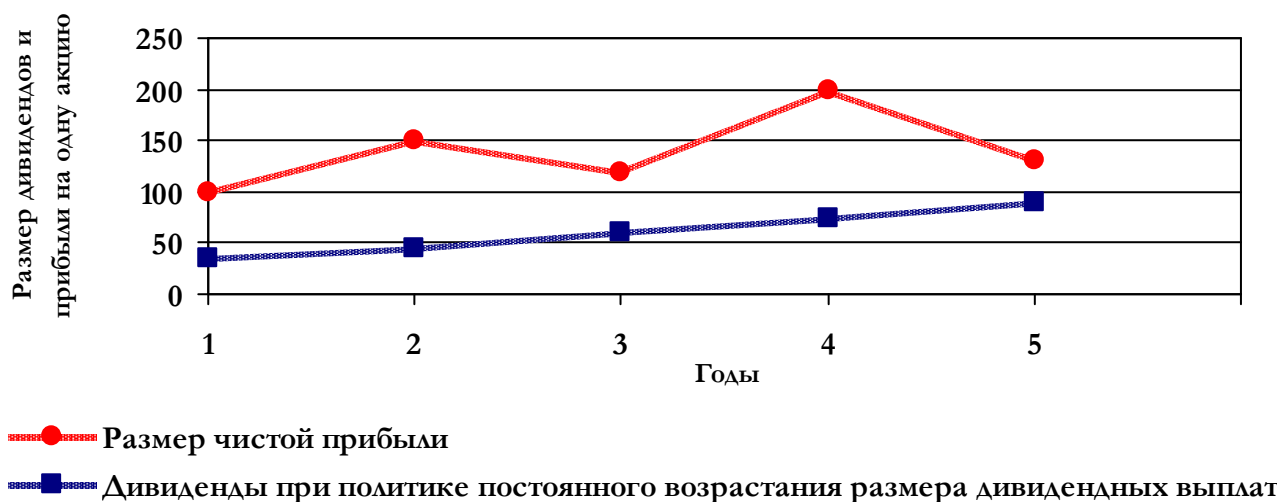


Рисунок 35 – Динамика размера дивидендов на одну акцию при политике постоянного возрастания размера дивидендных выплат

Преимущества: обеспечение высокой рыночной стоимости акций компании и формирование положительного ее имиджа у потенциальных инвесторов при дополнительных эмиссиях.

Недостатки: отсутствие гибкости в ее проведении и постоянное возрастание финансовой напряженности (если фонд дивидендных выплат растет быстрее, чем сумма прибыли)²⁷².

8.4 Факторы, определяющие дивидендную политику. Оценка ее эффективности

Выбор фирмой той или иной дивидендной политики зависит от многих факторов. Основными из них для фирм, работающих в условиях стабильной экономики, менеджеры считают следующие:

1) темп роста компании. Если рыночная конъюнктура благоприятствует высоким темпам развития, то компания, как правило, реализует политику остаточных дивидендов. В первую очередь прибыль инвестируется в развитие

²⁷² Семенкова, Е.В. Корпоративные действия эмитента и дивидендная политика / Е.В. Семенкова // Финансовый менеджмент. – 2009. - № 3. С. 89-93.

производства. Возможность ускорения или замедления реализации инвестиционных проектов позволит предприятию более строго придерживаться дивидендной политики²⁷³⁾;

2) стоимость альтернативных источников капитала. Если компания должна обеспечить заданный уровень финансирования инвестиций, она может нарастить собственный капитал, сохранив нераспределенную прибыль в компании или произведя эмиссию новых обыкновенных акций. Если затраты на выпуск акций (включая эффект негативного сигнала, посылаемого при выпуске новых акций) высоки, это приведет, очевидно, к решению сократить долю дивидендов и повысить долю реинвестируемых средств. Если расходы по привлечению заемного капитала значительны, то роль дивидендной политики высока. Наоборот, если стоимость альтернативных источников капитала невысока, то дивидендная политика менее важна;

3) гибкость структуры капитала. Предприятие может осуществлять финансирование заданного уровня инвестиций либо за счет собственного, либо за счет заемного капитала. Если у фирмы есть возможность сравнительно быстро занимать деньги, у нее есть возможность выплачивать ожидаемые дивиденды даже в ситуации колеблющейся прибыли, увеличив при этом коэффициент задолженности;

4) налоговые ставки на доходы акционеров. Чем ставка налога на дивиденды больше, тем ниже уровень дивидендов. Чем более широк диапазон налоговых ставок, тем сложнее выработать единую дивидендную политику фирмы;

5) структура акционеров по уровню доходов. Акционеры с высоким уровнем доходов более заинтересованы в реинвестировании, акционеры с низким уровнем доходов - в дивидендах. Чем менее однородна структура акционеров, тем труднее выработать стабильную дивидендную политику;

6) информация о дивидендах (их динамике) воспринимается акционерами как информация о перспективах фирмы. Рост дивидендов воспринимается как ожидание роста прибыли в будущем;

7) ограничения на выплату дивидендов, связанные:

²⁷³⁾ Ковалев, В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалев. М.: Финансы и статистика, 2007. С. 663.

- с очередностью выплат по долговым обязательствам, по привилегированным и обыкновенным акциям. Кредитные договора часто ограничивают выплаты дивидендов из прибыли, полученной после кредитования предприятия. В них часто оговаривается, что дивиденды не могут быть выплачены, если коэффициент текущей ликвидности, коэффициент покрытия процентов и другие коэффициенты, меньше установленного норматива. Следует отметить, что проценты по кредитам выплачиваются до налогообложения прибыли, а следовательно, до того момента, как будет сформирован источник выплаты дивидендов, и поэтому имеют первоочередность платежа и накладывают ограничения на выплату дивидендов. Как правило, дивиденды по обыкновенным акциям предприятия не могут выплачиваться, если компания не выплатит дивиденды по своим привилегированным акциям;

- с источниками средств на выплату дивидендов. Сумма выплачиваемых дивидендов не может превышать нераспределенной прибыли, отраженной в балансе. Это юридическое ограничение известно как запрет на расходование собственного капитала и направлено на защиту кредиторов. При отсутствии этого ограничения компания, находящаяся в сложном финансовом положении, могла бы распределить через дивиденды большую часть своих активов среди акционеров и оставить кредиторов предприятия ни с чем²⁷⁴⁾;

8) стремление менеджеров к удержанию контроля над деятельностью компании. Дополнительные эмиссии обыкновенных акций размывают контрольные пакеты, поэтому если руководство обеспокоено возможностью утраты контроля над предприятием, оно не станет осуществлять новой эмиссии, и будет сохранять большую долю прибыли, чем при других обстоятельствах;

9) ликвидность компании является главной составляющей многих решений, касающихся дивидендной политики, поскольку дивиденды представляют собой расходование денежных средств. Развивающаяся и прибыльная компания может не быть ликвидной, поскольку ее денежные средства могут быть обездвижены в

²⁷⁴⁾ Гаврилова, А.Н. Финансовый менеджмент: учебное пособие / А.Н. Гаврилова, Е.Ф. Сысоева, А.И. Барабанов, Г.Г. Чигарев. М.: КНОРУС, 2006. С. 260.

основных средствах и оборотном капитале. Менеджмент такой компании вряд ли согласится на выплату больших дивидендов. Теоретически предприятие может взять кредит для выплаты дивидендов, однако это не всегда возможно и связано с определенными затратами²⁷⁵⁾.

Для оценки эффективности дивидендной политики акционерного общества используют следующие показатели:

- коэффициент дивидендных выплат, который рассчитывается по формуле (8.6) или (8.7).

$$K_{дв} = \frac{Д}{ЧП}, \quad (8.6)$$

или

$$K_{дв} = \frac{Д_A}{EPS}, \quad (8.7)$$

где $K_{дв}$ – коэффициент дивидендных выплат;

$Д$ – дивидендный фонд;

$Д_A$ – дивиденды, выплачиваемые на одну акцию;

$ЧП$ – чистая прибыль;

EPS – чистая прибыль, приходящаяся на одну акцию;

- коэффициент соотношения цены и дохода по акциям рассчитывается по формуле (8.8).

$$K_{цд} = \frac{P}{Д_A}, \quad (8.8)$$

где $K_{цд}$ – коэффициент соотношения цены и дохода по акциям;

P – рыночная цена одной акции;

$Д_A$ – дивиденды, выплачиваемые на одну акцию.

²⁷⁵⁾ Ван Хорн, Дж. К., Вахович Дж. М. Основы финансового менеджмента / Дж. К. Ван Хорн, Дж. М. Вахович: пер. с англ. М.: Издательский дом «Вильямс», 2008. С. 660.

Если коэффициент соотношения цены и дохода по акциям уменьшается в динамике, то предприятию необходимо пересмотреть дивидендную политику в пользу реинвестирования большего объема прибыли. Если рыночная стоимость акции растет, то дивидендная политика эффективна²⁷⁶⁾.

При оценке эффективности дивидендной политики могут быть использованы также показатели динамики капитализации (совокупной рыночной стоимости акций), определяемые по модели Гордона (формула (8.9)).

$$PV = \frac{Див(1+q)}{(R-q)}, \quad (8.9)$$

где *Див* – последний выплаченный дивиденд;

q – ожидаемый темп прироста прибыли;

R – требуемая акционерами норма доходности²⁷⁷⁾.

Пример - Компания получила в отчетном году прибыль в размере 100 тыс. р. Компания может либо продолжать работу в том же режиме, получая в дальнейшем такую же прибыль, либо реинвестировать часть прибыли. Варианты реинвестирования прибыли представлены в таблице 25.

Таблица 25 – Варианты реинвестирования прибыли

В процентах

Доля реинвестируемой прибыли	Темп прироста прибыли	Требуемая акционерами норма доходности
0	0	10
10	6	14
20	9	15
30	11	18

Величина дивидендов составит:

- по первому варианту – 100 тыс. р.;

- по второму варианту – 100 тыс. р. * 0,9 = 90 тыс. р.;

²⁷⁶⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. К.: Ника-центр, 2001. Т.1. С. 509.

²⁷⁷⁾ Гаврилова, А.Н. Финансовый менеджмент: учебное пособие / А.Н. Гаврилова, Е.Ф. Сысоева, А.И. Барабанов, Г.Г. Чигарев. М.: КНОРУС, 2006. С. 260.

- по третьему варианту – 100 тыс. р. * 0,8 = 80 тыс. р.;
- по четвертому варианту – 100 тыс. р. * 0,7 = 70 тыс. р.

Капитализация составит по первому варианту:

$$PV = \frac{100}{0,1} = 1000 \text{ тыс. р.};$$

- по второму варианту:

$$PV = \frac{90 \times (1 + 0,06)}{(0,14 - 0,06)} = 1192,5 \text{ тыс. р.};$$

- по третьему варианту:

$$PV = \frac{80 \times (1 + 0,09)}{(0,15 - 0,09)} = 1453,3 \text{ тыс. р.};$$

- по четвертому варианту:

$$PV = \frac{70 \times (1 + 0,11)}{(0,18 - 0,11)} = 1110 \text{ тыс. р.}$$

Совокупный результат проводимой политики:

- по первому варианту 100 + 1000 = 1100 тыс. р.;
- по второму варианту 90 + 1192,5 = 1282,5 тыс. р.;
- по третьему варианту 80 + 1453,3 = 1533,3 тыс. р.;
- по четвертому варианту 90 + 1192,5 = 1282,5 тыс. р.

Максимальный результат получился по третьему варианту реинвестирования прибыли, следовательно, данная дивидендная политика является предпочтительной.

Вопрос распределения прибыли является актуальным для эффективно работающих компаний, поскольку, когда предприятие рентабельно, оно решает вопрос – куда направлять полученную прибыль. Оно может оставить прибыль, приобрести на нее дополнительные активы, либо частично погасить задолженность. В качестве альтернативного варианта компания может распределить прибыль среди своих акционеров. Вопрос распределения прибыли среди акционеров решается в рамках дивидендной политики.

8.5 Контрольные вопросы

- 1 Какие подходы к формированию дивидендной политики описаны в теории?
- 2 Охарактеризуйте типы дивидендной политики.
- 3 Какие факторы влияют на дивидендную политику предприятия?
- 4 Какое влияние оказывают налоги на доход, получаемый акционерами?
- 5 Следует ли учитывать налоги в решениях, касающихся дивидендной политики?
- 6 Как влияют на коэффициент выплаты дивидендов ликвидность предприятия и политика заимствований?
- 7 Влияет ли на политику выплаты дивидендов отрасль (вид экономической деятельности), к которой относится предприятие?
- 8 Представляют ли какую-либо ценность для инвесторов дивиденды, выплачиваемые акциями?
- 9 Охарактеризуйте виды дивидендных выплат и их источники.
- 10 Каковы причины реализации предприятием политики выплаты дивидендов по остаточному принципу?
- 11 Определите, влияет ли выплата дивидендов на стоимость предприятия?
- 12 Может ли и при каких условиях выплата дивидендов оказать влияние на уровень финансового левериджа?
- 13 В чем состоит сигнальный эффект дивидендной политики?
- 14 Может ли налоговая политика государства влиять на дивидендную политику предприятия? Приведите примеры.

9 Системы и методы финансового анализа

9.1 Цель, задачи и методы финансового анализа

Финансовый анализ представляет собой процесс исследования финансового состояния и основных результатов финансово-хозяйственной деятельности предприятия с целью выявления резервов роста его рыночной стоимости и обеспечения эффективного развития.

Целью финансового анализа является получение количественной оценки результатов деятельности предприятия в разрезе отдельных ее аспектов, небольшого числа ключевых, наиболее информативных параметров, дающих объективную и точную картину финансового состояния предприятия²⁷⁸.

Являясь методом управления финансами предприятий, финансовый анализ призван обеспечить процесс принятия управленческих решений специфической информацией об эффективности использования денежных средств, об уровне платежеспособности и ликвидности предприятия, рентабельности инвестированного капитала, рентабельности произведенной и реализованной продукции, оборачиваемости оборотных активов и по ряду других важных экономических параметрах. Для того чтобы достичь своей главной цели, финансовый менеджер компании должен уметь осуществлять количественную и качественную оценку динамики состава и структуры активов предприятия и источников их финансирования, правильно формировать важнейшие стоимостные пропорции между доходами и расходами, объективно прогнозировать тенденции возможного развития финансовых рынков, инвестиционных возможностей, платежеспособного спроса. Решение этих задач возможно лишь при условии грамотного применения методического инструментария финансового анализа.

Основными задачами финансового анализа являются:

- оценка финансовых результатов деятельности предприятия;
- оценка имущественного положения предприятия;

²⁷⁸) Шеремет, А.Д. Финансы предприятий: менеджмент и анализ: учеб. пособие для вузов / А.Д. Шеремет, А.Ф. Ионова. - 2-е изд., испр. и доп. - М.: ИНФРА-М, 2006. С. 44.

- оценка ликвидности и платежеспособности, финансовой устойчивости, рентабельности и деловой активности предприятия;
- исследование причин сложившегося финансового состояния;
- исследование состояния и динамики дебиторской и кредиторской задолженности хозяйствующего субъекта;
- оценка эффективности инвестиционных вложений;
- определение взаимосвязи между показателями объема реализации, себестоимости и прибыли²⁷⁹⁾.

Прежде чем переходить к методическому инструментарию решения вышеперечисленных задач рассмотрим существующие виды финансового анализа.

По целям осуществления финансовый анализ подразделяется на различные виды в зависимости от следующих признаков.

По организации проведения выделяют внутренний и внешний финансовый анализ предприятия.

Внутренний финансовый анализ проводится финансовыми менеджерами предприятия и его владельцами с использованием всей совокупности имеющихся информативных показателей (результаты такого анализа могут представлять коммерческую тайну).

Внешний финансовый анализ осуществляют работники налоговых органов, аудиторских фирм, коммерческих банков, страховых компаний с целью изучения правильности отражения результатов финансовой деятельности предприятия, его кредитоспособности, инвестиционной привлекательности и т.п.²⁸⁰⁾.

По объему аналитического исследования выделяют полный и тематический финансовый анализ.

Полный финансовый анализ проводится с целью изучения всех аспектов финансовой деятельности и всех характеристик финансового состояния предприятия в комплексе.

Тематический финансовый анализ ограничивается изучением отдельных

²⁷⁹⁾ Роберт С. Хиггинз. Финансовый анализ: инструменты для принятия бизнес-решений / С. Хиггинз Роберт. - 8-е изд. - М.: Диалектика, 2007. С. 24.

²⁸⁰⁾ Ковалев, В.В. Курс финансового менеджмента: учебник / В.В. Ковалев. - М.: Проспект, 2010. С. 111.

сторон финансовой деятельности и отдельных характеристик финансового состояния предприятия. Тематическому анализу могут подвергаться состояние финансовой устойчивости предприятия; уровень текущей платежеспособности; эффективность использования отдельных активов предприятия или их совокупности в целом; оптимальность структуры источников формирования финансовых ресурсов и т.п.).

По объекту финансового анализа выделяют следующие его виды:

- *анализ финансовой деятельности предприятия в целом.* В процессе такого анализа предметом изучения является финансовая деятельность предприятия в целом без выделения отдельных его структурных единиц и подразделений;

- *анализ финансовой деятельности отдельных «центров финансовой ответственности» предприятия.* Если рассматриваемое структурное подразделение по характеру своей деятельности не имеет законченного цикла формирования прибыли, такой анализ направлен обычно на исследование уровня затрат, генерируемых структурным подразделением, и эффективности его деятельности. Эта форма анализа базируется в основном на результатах управленческого учета;

- *анализ отдельных финансовых операций предприятия.* Предметом такого анализа могут быть отдельные операции, связанные с краткосрочными или долгосрочными финансовыми вложениями; с финансированием реализации отдельных реальных инвестиционных проектов и т.п.

По периоду проведения выделяют предварительный, текущий и последующий финансовый анализ.

Предварительный финансовый анализ связан с изучением условий осуществления финансовой деятельности в целом или осуществления отдельных финансовых операций (например, оценка инвестиционных качеств отдельных ценных бумаг в преддверии формирования инвестиционных решений о направлениях долгосрочных финансовых вложений; оценка уровня собственной кредитоспособности в преддверии принятия решения о привлечении крупного банковского кредита и т.п.).

Текущий или оперативный финансовый анализ проводится в контрольных целях в процессе реализации отдельных финансовых планов или осуществления отдельных финансовых операций для оперативного воздействия результат деятельности.

Последующий (или ретроспективный) финансовый анализ осуществляется предприятием за отчетный период (месяц, квартал, год). Он позволяет глубже и полнее проанализировать финансовое состояние и результаты финансовой деятельности предприятия в сравнении с предварительным и текущим анализом, так как базируется на завершенных отчетных материалах бухгалтерского учета²⁸¹⁾.

Любой из перечисленных видов финансового анализа осуществляется по следующим основным этапам:

- отбор и подготовка к аналитическому исследованию необходимой исходной финансовой и управленческой информации;
- аналитическая обработка отобранной информации, формирование аналитической информации;
- интерпретация полученной аналитической информации;
- подготовка выводов и рекомендаций по результатам проведенного анализа.

Практика финансового анализа выработала пять основных методов:

Горизонтальный (временной) анализ – представление данных в виде индексов по отношению к базисному году или процентное изменение по статьям за анализируемый период и сопоставление полученных данных. Горизонтальный (трендовый) анализ осуществляется с целью выявить изменения показателей во времени. Виды горизонтального анализа:

- сопоставление показателей финансовой отчетности отчетного периода с показателями прошлых периодов;
- сопоставление финансовых показателей отчетного периода с финансовыми показателями аналогичного периода за прошлый год. Этот вид горизонтального финансового анализа применяется на предприятиях с ярко выраженными сезонными

²⁸¹⁾ Селезнева, Н.Н. Финансовый анализ: учеб. пособие / Н.Н. Селезнева, А.Ф. Ионова. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. С. 21.

особенностями хозяйственной деятельности;

- сопоставление финансовых показателей за ряд предшествующих периодов (динамика показателей). Целью этого вида анализа является выявление тенденции изменения отдельных показателей, характеризующих результаты финансовой деятельности предприятия, и определение линии тренда.

Вертикальный (структурный) анализ представления данных различных статей баланса, отчета о финансовых результатах и других форм бухгалтерской отчетности в процентах от общей суммы средств предприятия и сопоставимых данных (базируется на структурном разложении отдельных показателей финансовой отчетности предприятия). В процессе осуществления этого анализа рассчитывается удельный вес отдельных структурных составляющих агрегированных финансовых показателей. В финансовом менеджменте наибольшее распространение получили следующие виды вертикального (структурного) анализа:

- структурный анализ активов, проводимый с целью оптимизации состава активов предприятия. В процессе этого анализа определяются удельный вес оборотных и внеоборотных активов; элементный состав оборотных активов; элементный состав внеоборотных активов; состав активов предприятия по уровню ликвидности; состав инвестиционного портфеля и другие;

- структурный анализ источников финансирования, позволяющий определить удельный вес используемого предприятием собственного и заемного капитала; состав используемого собственного капитала, состав используемого заемного капитала по периодам и формам его предоставления. Результаты этого анализа используются в процессе оценки эффекта финансового рычага, определения средневзвешенной стоимости капитала, оптимизации структуры источников финансирования и в других случаях;

- структурный анализ денежных потоков. В процессе этого анализа в составе совокупного денежного потока выделяют денежные потоки по операционной, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия; в составе каждого из этих видов денежного потока более глубоко структурируются поступления и расходования денежных средств;

- структурный анализ финансовых результатов предполагает определение удельного веса каждого экономически содержательного компонента в общей стоимости объема продаж, прибыли от продаж, прибыли до налогообложения и чистой прибыли. Результаты этого анализа позволяют делать выводы о направлении и силе влияния на величину капитализируемой прибыли отдельных структурных составляющих финансового результата предприятия (например, амортизации, налогов и т.д.).

Сравнительный (пространственный) анализ – сопоставление значений отдельных групп показателей между собой. В процессе данного метода финансового анализа рассчитываются размеры абсолютных и относительных отклонений сравниваемых показателей. К видам сравнительного финансового анализа относят:

- сравнительный анализ финансовых показателей данного предприятия и среднеотраслевых показателей с целью оценки своей конкурентной позиции по финансовым результатам хозяйствования и выявления резервов дальнейшего повышения эффективности деятельности;

- сравнительный анализ финансовых показателей данного предприятия и предприятий – конкурентов, позволяющий выявить слабые стороны деятельности предприятия и разработать мероприятия по повышению его конкурентной позиции на рынке;

- сравнительный анализ отчетных и плановых (нормативных) финансовых показателей, проводимый с целью выявления степени отклонения отчетных показателей от плановых (нормативных) и разработки рекомендаций по корректировке отдельных направлений финансовой деятельности предприятия²⁸²⁾.

Коэффициентный анализ базируется на расчете финансовых коэффициентов. Финансовый коэффициент – это отношение одного абсолютного финансового показателя к другому. С помощью анализа финансовых коэффициентов можно выявить диспропорцию в структуре капитала, уровень риска при инвестировании в данный бизнес, сильные и слабые стороны данного предприятия. В результате применения коэффициентного метода анализа определяется большое количество

²⁸²⁾ Шеремет, А.Д. Методика финансового анализа / А.Д. Шеремет, Р.С. Сайфулин. М.: ИНФРА-М, 1996. С. 15.

показателей, характеризующих финансовые результаты и отдельные стороны финансового состояния предприятия. Финансовый менеджер рассчитывает и использует при принятии управленческих решений самые важные группы показателей: ликвидности, деловой активности, рентабельности и финансовой устойчивости²⁸³⁾.

Интегральный (факторный) анализ позволяет определить влияние тех или иных факторов на изменение финансовых показателей. Факторный анализ может быть как прямым, когда результативный показатель дробят на составные части, так и обратным (синтез), когда отдельные элементы соединяют в общий результативный показатель²⁸⁴⁾.

Среди существующих систем факторного анализа наибольшее распространение в финансовом менеджменте получила факторная модель фирмы «DuPont». Назначение модели – идентифицировать факторы, определяющие эффективность функционирования предприятия, и оценить их влияние на результирующий показатель. В качестве результирующего показателя фирмой «DuPont» выбран показатель рентабельности собственного капитала компании. Схематичное представление факторной модели Дюпона представлено на рисунке 36.

²⁸³⁾ Кистерова, Е.В. анализ финансовых коэффициентов – способ восприятия и оптимизации баланса / Е.В. Кистерова // Финансовый менеджмент. – 2008. - № 5. С. 8-14.

²⁸⁴⁾ Шеремет, А.Д. Методика финансового анализа деятельности коммерческих организаций / А.Д. Шеремет, Е.В. Негашев . М.: «Инфра-М», 2004. С. 21.

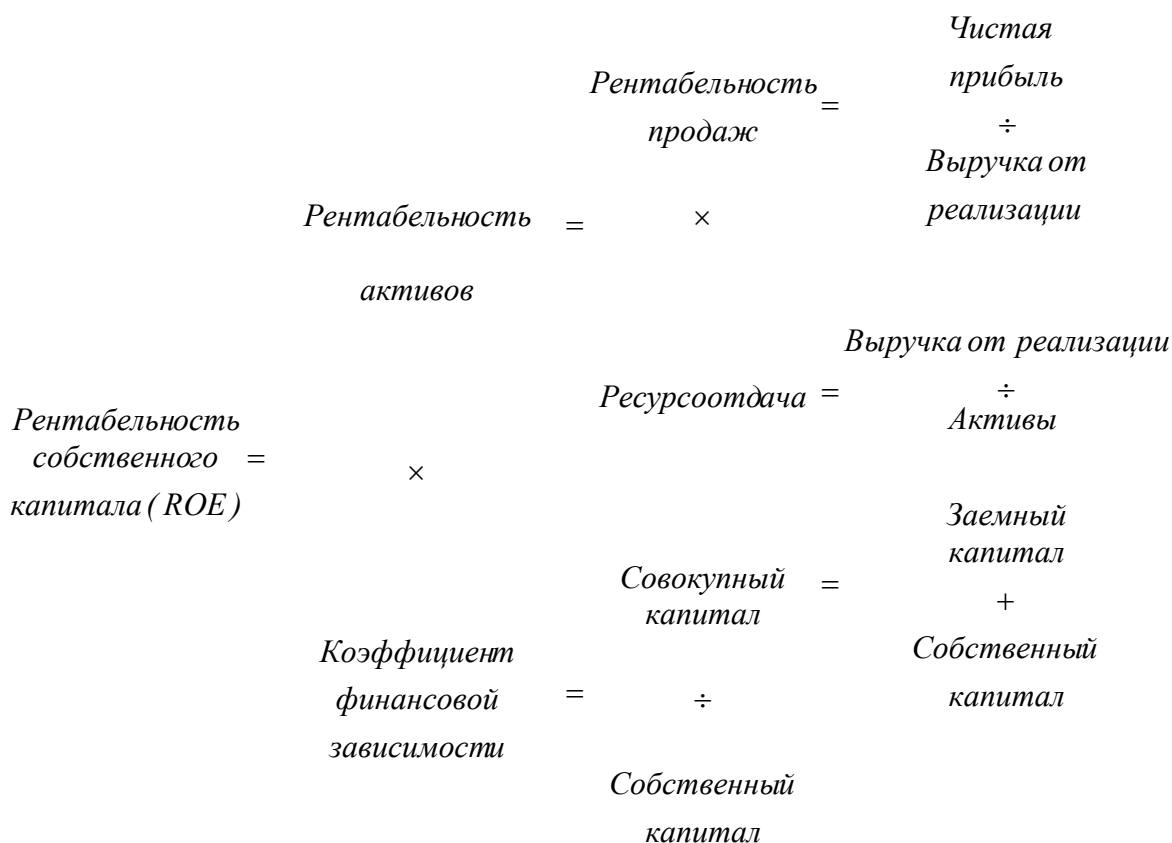


Рисунок 36 – Схема многофакторной модели Дюпона

В основу модели Дюпона (формула (9.1)) заложена жестко детерминированная зависимость:

$$R_{СК}(ROE) = \frac{ЧП}{B} \cdot \frac{B}{A} \cdot \frac{A}{СК}, \quad (9.1)$$

где $R_{СК}$ – рентабельность собственного капитала;

$ЧП$ – чистая прибыль;

B – выручка от реализации;

A – средняя величина активов предприятия;

$СК$ – величина собственного капитала²⁸⁵⁾.

²⁸⁵⁾ Ковалев, В.В. Финансовый анализ: методы и процедуры / В.В. Ковалев. - М.: Финансы и статистика, 2006. С. 402.

9.2 Система показателей оценки имущественного и финансового состояния предприятия

Оценку имущественного и финансового положения предприятия можно осуществлять с помощью большого числа аналитических показателей. В данном разделе будут рассмотрены лишь те из них, которые представляют наибольший интерес для финансового менеджера.

Основными характеристиками имущественного положения предприятия являются показатели валюты баланса, доли внеоборотных активов в валюте баланса, доля активной части основных средств.

Показатель валюты баланса – дает обобщенную стоимостную оценку активов предприятия, числящихся на балансе. Для получения сравнительной характеристики планового баланса с балансами прошлых лет рассчитывают коэффициент роста валюты баланса по формуле (9.2).

$$K_B = \frac{B_1 - B_0}{B_0} * 100, \quad (9.2)$$

где B_1 , B_0 – средняя величина итога баланса за отчетный и предыдущий периоды.

Увеличение валюты баланса свидетельствует о росте производственных возможностей предприятия (если учтен фактор инфляции). Снижение валюты баланса оценивается отрицательно, так как сокращается хозяйственная деятельность предприятия.

Доля основных средств в валюте баланса показывает обобщающий итог структурного анализа и характеризует степень капитализации активов в основные средства, исходя из формулы (9.3).

$$K_{OC} = \frac{OC}{B} * 100, \quad (9.3)$$

где OC – балансовая стоимость основных средств;

B – средняя величина итога баланса.

Доля активной части основных средств – это коэффициент, показывающий, какую часть основных средств составляют активы, непосредственно участвующие в производстве, определяется по формуле (9.4).

$$K_A = \frac{OC_A}{OC} * 100, \quad (9.4)$$

где OC_A – стоимость активной части основных средств;

OC – стоимость основных средств.

Под активной частью основных средств понимают машины, оборудование и транспортные средства.

В расчете показателя доли активной части основных средств могут использоваться как моментные, так и средние показатели. Рост этого показателя в динамике обычно расценивается как благоприятная тенденция.

Качественная характеристика имущественного состояния предприятия определяется такими показателями, как коэффициенты поступления, выбытия, замены, годности и износа основных средств.

Коэффициент поступления (обновления) дает обобщенную стоимостную оценку прироста основных фондов за определенный период и показывает часть имеющихся на конец отчетного периода основных средств, которая составляет новые основные средства по формуле (9.5).

$$K_{OBN} = \frac{OC_{nocm}}{OC} * 100, \quad (9.5)$$

где OC_{nocm} – стоимость поступивших основных средств за период;

OC – стоимость основных средств на конец периода.

Рост коэффициента обновления свидетельствует о наращивании имущественного потенциала предприятия.

Коэффициент выбытия показывает, какая часть основных средств выбыла из-

за изношенности или по другим причинам из эксплуатации за отчетный период, определяется по формуле (9.6).

$$K_{\text{ВЫБ}} = \frac{OC_{\text{выб}}}{OC} * 100, \quad (9.6)$$

где $OC_{\text{выб}}$ – стоимость выбывших основных средств за период;

OC – стоимость основных средств на начало периода.

Коэффициент замены отражает соотношение выбывших и поступивших основных средств за период, определяется по формуле (9.7).

$$K_{\text{ЗАМ}} = \frac{OC_{\text{выб}}}{OC_{\text{пост}}} * 100, \quad (9.7)$$

где $OC_{\text{выб}}$ – стоимость выбывших основных средств за период;

$OC_{\text{пост}}$ – стоимость поступивших основных средств за период.

Коэффициент годности основных средств показывает долю остаточной стоимости основных средств в общем объеме капитальных вложений предприятий, определяется по формуле (9.8).

$$K_{\Gamma} = \frac{OC_{\text{ост}}}{OC_{\text{перв}}} * 100, \quad (9.8)$$

где $OC_{\text{ост}}$ – остаточная стоимость основных средств;

$OC_{\text{перв}}$ – первоначальная стоимость основных средств.

Коэффициент износа характеризует долю стоимости основных средств, списанную на затраты в предшествующих периодах, в первоначальной стоимости, определяется по формуле (9.9).

$$K_{\text{И}} = \frac{И}{OC_{\text{перв}}} * 100, \quad (9.9)$$

где I – накопленный износ;

$OC_{перв}$ – первоначальная стоимость основных средств²⁸⁶⁾.

Финансовое состояние – комплексное понятие, характеризующееся системой показателей, отражающих состав и размещение хозяйственных средств, структуру их источников, скорость оборота капитала, способность предприятия погашать свои обязательства в срок и в полном объеме, а также другие факторы²⁸⁷⁾.

Для анализа финансового состояния применяется система взаимосвязанных показателей, основанных на данных финансовой отчетности предприятия. Анализ финансового состояния предприятия выделяет 4 уровня показателей:

- 1) ликвидности и платежеспособности;
- 2) финансовой устойчивости;
- 3) деловой активности;
- 4) рентабельности.

При оценке ликвидности и платежеспособности предприятия следует рассмотреть содержание этих понятий.

Под ликвидностью активов понимается величина, обратная времени, необходимому для превращения активов в денежные средства. Степень ликвидности активов представляет собой скорость их превращения в денежные средства. Чем выше скорость, тем выше ликвидность соответствующего актива.

При оценке ликвидности следует различать ликвидность активов и ликвидность баланса. Ликвидность баланса представляет собой степень покрытия обязательств предприятия его активами, срок превращения которых в денежные средства соответствует сроку погашения обязательств.

Ликвидность предприятия показывает наличие у него оборотных средств в размере теоретически достаточном для погашения краткосрочных обязательств, хотя бы и с нарушением сроков погашения, предусмотренных договорами.

Платежеспособность предполагает наличие у предприятия денежных

²⁸⁶⁾ Ковалев, В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалев. - М.: Финансы и статистика, 2007. С. 180

²⁸⁷⁾ Шеремет, А.Д. Финансы предприятий: менеджмент и анализ: учеб. пособие для вузов / А.Д. Шеремет, А.Ф. Ионова. - 2-е изд., испр. и доп. М.: ИНФРА-М, 2006. С. 41.

средств и их эквивалентов, достаточных для расчетов по краткосрочным обязательствам, требующим немедленного погашения²⁸⁸⁾.

Главное отличие ликвидности от платежеспособности заключается в том, что платежеспособность характеризует текущее состояние, а ликвидность еще и перспективу предприятия. Таким образом, предприятие может быть платежеспособным в отчетном периоде, но иметь неблагоприятные тенденции в будущем. Ликвидность предприятия является фундаментом платежеспособности, понятие «ликвидность» шире понятия «платежеспособность».

Ликвидность и платежеспособность могут оцениваться с помощью абсолютных и относительных показателей.

Среди абсолютных показателей наиболее важным является показатель, характеризующий величину собственного оборотного капитала (собственных оборотных средств). Алгоритм расчета этого показателя был приведен выше во второй главе. Здесь лишь отметим, что величина собственного оборотного капитала показывает, какая часть оборотных активов остается в распоряжении предприятия после расчетов по краткосрочным обязательствам. Важность показателя «собственный оборотный капитал» определяется многими обстоятельствами. Так, если в процессе деятельности предприятия сложилась ситуация, в которой величина краткосрочных обязательств превышает оборотные активы, то финансовое состояние предприятие можно представить как неустойчивое, поскольку одним из источников финансирования внеоборотных активов выступают краткосрочные обязательства, что свидетельствует о высоком риске потери ликвидности предприятия²⁸⁹⁾.

Показатель «собственный оборотный капитал» анализируется в динамике, т.к. является абстрактным показателем и по нему не существует каких-либо нормативов и ориентиров по величине и направлению изменения. В связи с этим чаще в целях анализа и управления используются относительные показатели ликвидности и платежеспособности – коэффициенты текущей ликвидности, критической

²⁸⁸⁾ Ковалев, В.В. Курс финансового менеджмента: учебник / В.В. Ковалев. – М.: Проспект, 2010. С. 124.

²⁸⁹⁾ Ковалев, В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалев. - М.: Финансы и статистика, 2007. С. 219.

ликвидности, абсолютной ликвидности, обеспеченности собственными оборотными средствами, соотношения основных средств и долгосрочных обязательств, маневренности собственного оборотного капитала.

Коэффициент текущей ликвидности дает обобщенную оценку ликвидности предприятия, показывая во сколько раз оборотные активы (или текущие активы) превышают краткосрочные обязательства, т.к. именно средства от реализации текущих активов являются источником погашения краткосрочной задолженности. Таким образом, превышение оборотных активов над текущими обязательствами и есть показатель платежеспособности предприятия, который определяется по формуле (9.10).

$$K_{тл} = \frac{OA}{КО}, \quad (9.10)$$

где OA – оборотные активы;

$КО$ – краткосрочные обязательства.

Значение показателя может существенно варьировать по отраслям и видам деятельности предприятия, а его разумный рост в динамике, как правило, рассматривается как благоприятная тенденция. Его нормальное значение в зависимости от определенных условий определяется от 1, 2 до 3.

Следует отметить, что значение коэффициента текущей ликвидности больше 1 отражает «запас прочности» платежеспособности, необходимый из-за невозможности быстрой реализации всех составляющих оборотных активов, и нецелесообразности этого, т.к. в этом случае предприятие лишилось бы возможности дальнейшего функционирования из-за отсутствия оборотных средств. Платежеспособным можно считать те предприятия, у которых оборотные активы значительно превышают текущие обязательства.

Вместе с тем коэффициент текущей ликвидности не всегда верно отражает платежеспособность, т.к. не учитывает качество направляемых на погашение оборотных активов, своевременная реализация части которых может оказаться

невозможной из-за разной ликвидности. Поэтому в дополнение к коэффициенту текущей ликвидности рассчитывают коэффициент критической ликвидности.

Коэффициент критической ликвидности показывает способность предприятия отвечать по краткосрочным обязательствам за счет наиболее ликвидной части своих оборотных активов (денежных средств, краткосрочных финансовых вложений, срочной дебиторской задолженности), определяется по формуле (9.11).

$$K_{кл} = \frac{ДС + КФВ + ДЗ_{кр}}{КО}, \quad (9.11)$$

где $ДС$ – денежные средства;

$КФВ$ – краткосрочные финансовые вложения;

$ДЗ_{кр}$ – дебиторская задолженность, погашение которой ожидается в течение 12 месяцев;

$КО$ – краткосрочные обязательства.

Нормальным считается значение коэффициента в интервале от 0,7 до 1, что обусловлено вполне логичным поведением предприятия на рынке: любое предприятие должно стремиться к тому, чтобы дебиторская задолженность не превышала краткосрочных обязательств компании. Рост показателя в динамике является положительной тенденцией, однако анализируя причину этого роста, следует обратить внимание на причины, так как, если рост коэффициента критической ликвидности связан с увеличением неоправданной дебиторской задолженности, вряд ли это положительно характеризует предприятие.

Коэффициент абсолютной ликвидности является наиболее жестким критерием ликвидности предприятия. Он показывает, какую часть краткосрочной задолженности организация может погасить за счет денежных средств и краткосрочных финансовых вложений в ближайшее время, определяется по формуле (9.12).

$$K_{\text{ЛЛ}} = \frac{ДС + КФВ}{КО}, \quad (9.12)$$

где $ДС$ – денежные средства;

$КФВ$ – краткосрочные финансовые вложения;

$КО$ – краткосрочные обязательства.

Ряд источников указывает, что коэффициент абсолютной ликвидности должен быть больше 0,05. На практике этот коэффициент, как правило, меньше 0,01. Поэтому оптимальное значение коэффициента, на наш взгляд, должно определяться исходя из оптимального для конкретного предприятия остатка денежной наличности²⁹⁰).

Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами показывает, какая часть оборотных активов финансируется за счет собственных средств и долгосрочных обязательств предприятия, определяется по формуле (9.13).

$$K_{\text{СОС}} = \frac{СОК}{ОА}, \quad (9.13)$$

где $СОК$ – собственный оборотный капитал;

$ОА$ – оборотные активы.

Величина коэффициента обеспеченности собственными оборотными средствами зависит от многих факторов, в том числе от доли реинвестируемой прибыли, изменения внеоборотных активов, доли долгосрочных обязательств, привлечения новых акционеров, структуры краткосрочных обязательств и других. В связи с этим в практике деятельности предприятия не существует однозначного рекомендуемого норматива данного показателя. Следует отметить, что законодательно рекомендованная нижняя граница данного показателя составляет 0,1, т.е. если оборотные активы покрываются собственными средствами и долгосрочными обязательствами менее чем на 10%, то финансовое состояние

²⁹⁰ Паламарчук, А.С. Оценка ликвидности и анализ финансовой устойчивости предприятия / А.С. Паламарчук // Справочник экономиста. – 2005. № 3. С. 31-40.

предприятия признается неудовлетворительным.

Коэффициент соотношения основных средств и долгосрочных обязательств показывает во сколько раз основные средства превышают сумму долгосрочных обязательств предприятия, определяется по формуле (9.14). Соотношение используется при анализе платежеспособности предприятия при кредитовании под залог.

$$K_{oc/до} = \frac{OC}{ДО}, \quad (9.14)$$

где *OC* – основные средства;

ДО – долгосрочные обязательства.

Следует иметь ввиду, что высокое значение коэффициента еще не свидетельствует о способности погасить долги: основные средства, если только они не используются для дальнейшей перепродажи, в большинстве случаев не могут быть источниками погашения в силу, во-первых, своей особой функциональной роли в процессе производства, и, во-вторых, весьма затруднительных условий их срочной реализации.

Коэффициент маневренности собственного оборотного капитала показывает, какая часть функционирующего капитала обездвижена в производственных запасах и долгосрочной дебиторской задолженности, определяется по формуле (9.15).

$$K_M = \frac{ПЗ + ДЗ_{долг}}{СОК}, \quad (9.15)$$

где *ПЗ* – производственные запасы;

ДЗ_{долг} – дебиторская задолженность, погашение которой ожидается через 12 месяцев;

СОК – собственный оборотный капитал.

Приемлемое ориентированное значение показателя устанавливается предприятием самостоятельно и зависит от того, насколько высока ежедневная

потребность предприятия в свободных денежных средствах²⁹¹⁾.

Одна из важнейших характеристик финансового состояния предприятия – финансовая устойчивость, связанная со структурой капитала предприятия, степенью его зависимости от инвесторов и кредиторов.

Количественно финансовая устойчивость может оцениваться с позиции структуры источников финансирования и с позиции расходов, связанных с обслуживанием внешних источников финансирования. В первом случае для оценки используются коэффициенты капитализации, а во втором – коэффициенты покрытия.

К показателям капитализации относят коэффициенты автономии (финансовой независимости), финансовой зависимости, финансирования, маневренности собственного капитала и долгосрочных обязательств, структуры долгосрочных источников финансирования, структуры заемного капитала.

Коэффициент автономии показывает долю собственных средств предприятия в общей сумме капитала, вложенного в его деятельность, определяется по формуле (9.16).

$$K_{ABT} = \frac{СК}{K}, \quad (9.16)$$

где $СК$ – собственный капитал;

K – общая величина капитала, инвестированного в компанию.

Чем выше доля собственных средств, тем выше финансовая устойчивость предприятия - независимость от внешних кредиторов.

Логика использования коэффициента автономии как показателя финансовой устойчивости состоит в том, что чем выше уровень собственного капитала предприятия, с тем большей вероятностью оно может погашать долги за счет собственных средств.

Следует отметить, что тогда как кредиторы склонны отдавать предпочтения

²⁹¹⁾ Шеремет, А.Д. Финансы предприятий: менеджмент и анализ: учеб. пособие для вузов / А.Д. Шеремет, А.Ф. Ионова. - 2-е изд., испр. и доп. М.: ИНФРА-М, 2006. С. 117.

предприятиям с высокой долей собственного капитала, сами собственники тяготеют к большему вовлечению в деятельность предприятия заемных средств, тем самым используя эффект финансового рычага.

Обратным коэффициенту автономии является *показатель финансовой зависимости*, который определяется по формуле (9.17).

$$K_{\text{фз}} = \frac{K}{СК}, \quad (9.17)$$

где $СК$ – собственный капитал;

K – общая величина капитала, инвестированного в компанию.

Рост этого показателя в динамике означает увеличение доли заемных средств в финансировании предприятия. Интерпретация коэффициента финансовой зависимости такова: какова доля заемных средств в общем капитале компании (его значение, равное 1,7, показывает, что в каждом 1,70 р., вложенном в деятельность предприятия, 70 копеек являются заемными).

Коэффициент финансирования показывает, какая часть деятельности финансируется за счет собственных средств, а какая – за счет заемных, определяется по формуле (9.18).

$$K_{\text{фин}} = \frac{СК}{ЗК}, \quad (9.18)$$

где $СК$ – собственный капитал;

$ЗК$ – заемный капитал.

Данный показатель имеет довольно простую интерпретацию: его значение, равное 1,2, означает, что на каждый рубль привлеченных заемных средств приходится 1,2 р. собственных средств или, что на каждый рубль привлеченных собственных средств приходится 80 копеек заемного капитала.

Коэффициент маневренности собственного капитала и долгосрочных обязательств показывает, какая часть собственного капитала и долгосрочных

обязательств вложена в текущую деятельность, а какая – капитализирована, определяется по формуле (9.19).

$$K_M = \frac{СОК}{СК + ДО}, \quad (9.19)$$

где *СОК* – собственный оборотный капитал;

СК – собственный капитал;

ДО – долгосрочные обязательства.

Коэффициент привлечения заемных средств и коэффициент финансовой независимости капитализированных источников (коэффициенты структуры долгосрочных источников финансирования) определяются по формулам (9.20), (9.21).

$$K_{зк} = \frac{ДО}{СК + ДО}, \quad (9.20)$$

$$K_{ск} = \frac{СК}{СК + ДО}, \quad (9.21)$$

где *СК* – собственный капитал;

ДО – долгосрочные обязательства.

В расчет вышеназванных показателей не принимают краткосрочные обязательства. Сумма двух показателей равна единице. Рост коэффициента привлечения заемных средств в динамике является негативным фактом, означая, что с позиции финансовой устойчивости предприятие все сильнее зависит от кредиторов.

Коэффициенты структуры заемного капитала показывают долю краткосрочной задолженности или долгосрочных обязательств в общем объеме привлеченных заемных средств, определяется по формуле (9.22), (9.23).

$$K_{КО} = \frac{КО}{ЗК}, \quad (9.22)$$

$$K_{ДО} = \frac{ДО}{ЗК}, \quad (9.23)$$

где $ЗК$ – заемный капитал;

$КО$ – краткосрочные обязательства;

$ДО$ – долгосрочные обязательства²⁹²).

Коэффициенты покрытия позволяют оценить, в состоянии ли предприятие поддерживать сложившуюся структуру капитала. К показателям покрытия относят коэффициенты обеспеченности процентов к уплате, покрытия постоянных финансовых расходов.

Коэффициент обеспеченности процентов к уплате показывает, способно ли предприятие платить по заемному капиталу, определяется по формуле (9.24).

$$K_{ПР} = \frac{ОП}{ПР}, \quad (9.24)$$

где $ОП$ – операционная прибыль;

$ПР$ – проценты к уплате.

Если значение коэффициента обеспеченности процентов к уплате меньше единицы, то предприятие не сможет в полном объеме рассчитаться со своими кредиторами по текущим обязательствам.

Коэффициент покрытия финансовых расходов отражает способность предприятия погашать проценты к уплате и покрывать расходы по долгосрочной аренде, определяется по формуле (9.25).

$$K_{ФР} = \frac{ОП}{ПР + РФА}, \quad (9.25)$$

где $ОП$ – операционная прибыль;

²⁹² Паламарчук, А.С. Оценка ликвидности и анализ финансовой устойчивости предприятия / А.С. Паламарчук // Справочник экономиста. – 2005. № 3. С. 31-40.

ПР – проценты к уплате;

РФА – расходы по финансовой аренде.

Снижение величины коэффициентов покрытия свидетельствует о повышении уровня финансового риска²⁹³).

Среди показателей оценки финансовой устойчивости компании важную роль играет *показатель чистых активов предприятия*. Методика формирования чистых активов в настоящее время определена в приказе Минфина РФ № 10 н от 29.01.2003 г. «Об утверждении порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ»²⁹⁴).

Под стоимостью чистых активов акционерного общества понимается величина, определяемая путем вычитания из суммы активов акционерного общества (оборотные и внеоборотные, за исключением задолженности участников (учредителей) по взносам в уставный капитал) суммы его обязательств, принимаемых к расчету (долгосрочных обязательств по займам и кредитам, прочих долгосрочных обязательств; краткосрочных обязательств по займам и кредитам; кредиторской задолженности; задолженности участникам (учредителям) по выплате доходов; резервов предстоящих расходов; прочих краткосрочных обязательств), определяется по формуле (9.26).

$$ЧА = ОА + ВА - ЗУ - ДО - КО + ДБП, \quad (9.26)$$

где *ЧА* – чистые активы;

ОА – оборотные активы;

ВА – внеоборотные активы;

ЗУ – задолженность участников (учредителей) по взносам в уставный капитал;

ДО – долгосрочные обязательства;

КО – краткосрочные обязательства;

²⁹³) Ковалев, В.В. Финансовый анализ: методы и процедуры / В.В. Ковалев. - М.: Финансы и статистика, 2006. С. 227.

²⁹⁴) Об утверждении порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ: приказ Минфина России и ФКЦБ России от 29.01.2003 г. № 10н/03-6/пз. – Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>.

ДБП – доходы будущих периодов.

На наш взгляд, из краткосрочных обязательств, принимаемых в расчет при определении чистых активов, было бы целесообразно исключить резервы предстоящих расходов, т.к. эта статья в большей степени относится к собственным средствам (формируется за счет собственных средств), а не к обязательствам предприятия²⁹⁵⁾, ²⁹⁶⁾.

Чистые активы – это та часть активов общества, которая остается доступной к распределению среди собственников (акционеров) после расчетов со всеми кредиторами в случае ликвидации предприятия, т.е. она характеризует обеспечение интересов акционеров. С целью защиты интересов собственников и оценки степени близости предприятия к банкротству в действующем законодательстве предусмотрено ограничение минимального размера чистых активов предприятия величиной его уставного капитала.

Показатели деловой активности позволяют проанализировать, насколько эффективно предприятие использует свои активы. Они имеют большое значение для оценки финансового состояния предприятия, поскольку скорость оборота средств оказывает непосредственное влияние на платежеспособность предприятия, его финансовую устойчивость и, наконец, эффективность деятельности.

Показатели оборачиваемости условно можно разделить на две группы: коэффициенты общей оборачиваемости капитала и частные коэффициенты оборачиваемости.

Коэффициенты общей оборачиваемости капитала дают обобщенное представление о хозяйственной активности предприятия. К ним относятся коэффициенты оборачиваемости активов, собственного капитала.

Коэффициент оборачиваемости активов (ресурсоотдача) характеризует эффективность использования предприятием имеющихся ресурсов независимо от источника их финансирования. Он показывает, сколько раз за период совершается полный цикл производства и обращения, приносящий соответствующий эффект в

²⁹⁵⁾ Пожидаева, Т.А. Методика расчета и анализа чистых активов организации / Т.А. Пожидаева // Справочник экономиста. – 2005. - № 6. С. 31 - 39.

²⁹⁶⁾ Ефимова, О.В. Финансовый анализ / О.В. Ефимова.- 3-е изд., перераб. и доп. М.: Бух. учет, 1999. С. 198.

виде прибыли, или сколько денежных единиц реализованной продукции принесла каждая единица активов, определяется по формуле (9.27).

$$Коб_A = \frac{B}{\bar{A}}, \quad (9.27)$$

где B – объем реализованной продукции за период;

\bar{A} - средняя за период стоимость активов.

Коэффициент оборачиваемости собственного капитала показывает, сколько денежных единиц реализованной продукции принес каждый рубль вложенного в деятельность предприятия собственного капитала, определяется по формуле (9.28).

$$Коб_{СК} = \frac{B}{\overline{СК}}, \quad (9.28)$$

где B – объем реализованной продукции за период;

$\overline{СК}$ - средняя за период величина собственного капитала.

Частные коэффициенты оборачиваемости характеризуют эффективность использования основных видов ресурсов предприятия: материальных, трудовых, финансовых. К этой группе показателей относятся: фондоотдача, коэффициент оборачиваемости оборотных активов, продолжительность обращения дебиторской и кредиторской задолженностей, незавершенного производства, готовой продукции, производственных запасов, операционного и финансового циклов.

Показатель фондоотдачи показывает, сколько рублей выручки от реализации приходится на один рубль вложений в основные средства, определяется по формуле (9.29).

$$Коб_{оф} = \frac{B}{\overline{ОС}}, \quad (9.29)$$

где B – объем реализованной продукции за период;

$\overline{ОС}$ - средняя стоимость основных средств.

При прочих равных условиях рост фондоотдачи в динамике рассматривается как благоприятная тенденция.

Коэффициент оборачиваемости оборотных активов показывает скорость обращения оборотного капитала предприятия от оплаты сырья и материалов, нахождение их в виде производственных запасов, остатков незавершенного производства, запасов готовой продукции до получения платежа за реализованную продукцию, определяется по формуле (9.30).

$$Kob_{OA} = \frac{B}{\overline{OA}}, \quad (9.30)$$

где B – объем реализованной продукции за период;

\overline{OA} - средняя стоимость оборотных средств.

На основании анализа коэффициента оборачиваемости оборотных средств могут быть сделаны выводы о качестве управления предприятием. Чем выше оборачиваемость оборотного капитала, тем более эффективно и активно предприятие использует имеющиеся в распоряжении оборотные средства.

Ускорение оборачиваемости оборотных средств зависит от времени нахождения их на различных стадиях кругооборота, сокращение его длительности. Оно достигается ростом выпуска и реализации продукции, более полным и рациональным использованием материальных ресурсов, сокращением времени технологического цикла. На оборачиваемость влияет использование новейших достижений научно-технического прогресса²⁹⁷⁾.

Продолжительность обращения (период инкассации) дебиторской задолженности показывает время, необходимое для взыскания долгов по дебиторским задолженностям, определяется по формуле (9.31).

$$Поб_{ДЗ} = \frac{\overline{ДЗ} * T}{B}, \quad (9.31)$$

²⁹⁷⁾ Шеремет, А.Д. Финансы предприятий: менеджмент и анализ: учеб. пособие для вузов / А.Д. Шеремет, А.Ф. Ионова. - 2-е изд., испр. и доп. М.: ИНФРА-М, 2006. С. 243.

где $\overline{ДЗ}$ - средняя величина дебиторской задолженности;

B – объем реализованной продукции за период;

T – количество дней в периоде.

Чем меньше период инкассации дебиторской задолженности, тем лучше работает предприятие. Высокое значение коэффициента может свидетельствовать о трудностях со взысканием средств с дебиторов.

Период обращения кредиторской задолженности показывает время, за которое предприятие рассчитывается по своим краткосрочным обязательствам, определяется по формуле (9.32).

$$Поб_{ДЗ} = \frac{\overline{КЗ} * T}{C_{пр}}, \quad (9.32)$$

где $\overline{КЗ}$ - средняя величина кредиторской задолженности;

$C_{пр}$ – производственная себестоимость продукции за период;

T – количество дней в периоде.

Теоретически любое предприятие стремится к увеличению срока расчета с поставщиками (т.е. срока оплаты за товар), поскольку коммерческий кредит представляет, по сути, оборотные деньги, за которые, в отличие от краткосрочных кредитов банка, не нужно платить. Однако для внешних пользователей большой период обращения кредиторской задолженности негативно характеризует предприятие - как неплатежеспособное и просрочивающие текущие обязательства.

Кроме этого, устойчиво большая продолжительность оборачиваемости кредиторской задолженности свидетельствует о риске работы с предприятием, в случае если возмущенные кредиторы инициируют процедуру его банкротства.

В любом случае период обращения кредиторской задолженности не должен быть менее периода инкассации дебиторской задолженности, т.к. в этом случае нарушается основной принцип успешной кредитной политики предприятия, предполагающий кредитование своих дебиторов на тех же условиях, на которых

само предприятие получает кредиты²⁹⁸⁾.

Оборачиваемость готовой продукции показывает продолжительность периода, за который совершает полный оборот готовая продукция предприятия, определяется по формуле (9.33).

$$Поб_{дз} = \frac{\overline{ГП} * T}{C_{np}}, \quad (9.33)$$

где $\overline{ГП}$ - средняя стоимость готовой продукции;

C_{np} – производственная себестоимость продукции за период;

T – количество дней в периоде.

Низкое значение показателя при низкой оборачиваемости дебиторской задолженности свидетельствует об отсутствии проблем со сбытом.

Оборачиваемость незавершенного производства показывает длительность производственного цикла предприятия, определяется по формуле (9.34).

$$Поб_{дз} = \frac{\overline{НП} * T}{C_{np}}, \quad (9.35)$$

где $\overline{НП}$ - средняя величина затрат в незавершенном производстве;

C_{np} – производственная себестоимость продукции за период;

T – количество дней в периоде.

Показатель тем больше, чем сложнее технологически производственный процесс на предприятии.

При анализе следует обратить внимание на состав незавершенного производства – вызвано ли большое значение периода обращения незавершенного производства сложностью техпроцесса или наличием неликвидного незавершенного производства, не участвующего в производственном процессе.

Показатель оборачиваемости производственных запасов показывает

²⁹⁸⁾ Паламарчук, А.С. Оценка оборачиваемости кредиторской задолженности и управление дебиторской задолженностью на предприятии / А.С. Паламарчук // Справочник экономиста. – 2005. - № 10. С. 32-37.

продолжительность периода, за который совершают свой оборот сырье и материалы, необходимые для производственного процесса, определяется по формуле (9.36).

$$Поб_{дз} = \frac{\overline{ПЗ} * T}{C_{np}}, \quad (9.36)$$

где $\overline{ПЗ}$ - средняя стоимость производственных запасов;

C_{np} – производственная себестоимость продукции за период;

T – количество дней в периоде.

При анализе следует обратить внимание на состав производственных запасов. Значение показателей оборачиваемости незавершенного производства и производственных запасов варьируются в зависимости от вида деятельности и условий функционирования конкретного предприятия: первый отражает сложность производственного процесса, второй характеризует снабженческую политику предприятия. Например, большой период оборачиваемости производственных запасов характерен для импортного сырья, поскольку, как правило, предприятие не часто закупает сырье.

Любое предприятия должно стремиться к сокращению сроков оборачиваемости, а, следовательно - более эффективному использованию оборотного капитала.

Показатели рентабельности характеризуют эффективность деятельности предприятия. Экономическую эффективность в общем случае можно рассмотреть как относительный показатель, соизмеряющий полученный эффект с затратами или ресурсами, использованными для достижения этого эффекта, определяется по формуле (9.37).

$$ЭЭф = \frac{ЭФ}{РЗ}, \quad (9.37)$$

где $ЭФ$ – величина экономического эффекта;

$PЗ$ - величина ресурсов или затрат²⁹⁹⁾.

Экономический эффект – абсолютный показатель, характеризующий результат деятельности. В качестве показателей эффекта могут выступать показатели прибыли, выручки от реализации, валовой продукции.

В качестве эффекта при расчете показателей рентабельности используются показатели прибыли. В знаменателе коэффициентов рентабельности могут отражаться не только величина ресурсов или затрат, а также величина совокупного дохода в виде выручки от реализации товаров, продукции, работ, услуг в целом по предприятию и по видам деятельности.

В зависимости от того, с чем сравнивается выбранный показатель прибыли, выделяют три группы коэффициентов рентабельности:

- показатели рентабельности инвестиций (капитала) или показатели рентабельности ресурсов;
- показатели рентабельности (окупаемости) затрат;
- показатели рентабельности продаж.

Все эти показатели могут рассчитываться на основе валовой прибыли, прибыли от реализации продукции и чистой прибыли.

При расчете коэффициентов первой группы в качестве базисного показателя берется какой-либо из показателей ресурсов: средняя стоимость активов, величина источников финансовых ресурсов, величина собственного капитала и другие³⁰⁰⁾.

С помощью показателя прибыли до выплаты процентов и налогов можно выполнить оценку общеэкономической эффективности использования экономических ресурсов путем расчета *коэффициента экономической рентабельности*, определяется по формуле (9.38).

$$P_A = \frac{ОП}{A}, \quad (9.38)$$

где $ОП$ – прибыль до выплаты процентов и налогов (операционная прибыль);

²⁹⁹⁾ Ковалев, В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалев. М.: Финансы и статистика, 2007. С. 251.

³⁰⁰⁾ Ефимова, О.В. Финансовый анализ / О.В. Ефимова.- 3-е изд., перераб. и доп. М.: Бух. учет, 1999. С. 264.

A – стоимость совокупных активов.

Для оценки результатов использования финансовых ресурсов, вложенных в предприятие, рассчитывают показатели рентабельности совокупного капитала, рентабельность собственного капитала, рентабельность собственного обыкновенного капитала и рентабельность инвестиций.

Коэффициент рентабельности совокупного капитала определяется по формуле (9.39).

$$P_K(ROA) = \frac{ЧП}{K}, \quad (9.39)$$

где $ЧП$ – чистая прибыль;

K – величина совокупного капитала.

Для характеристики использования совокупного долгосрочного капитала при расчете рентабельности капитала в знаменателе могут учитываться только величина собственного капитала и долгосрочных обязательств компании по формуле (9.40).

$$P_K(ROA) = \frac{ЧП}{СК + ДО}, \quad (9.40)$$

где $ЧП$ – чистая прибыль;

$СК$ – величина собственного капитала;

$ДО$ – величина долгосрочных обязательств.

Коэффициент рентабельности собственного капитала является самым важным с точки зрения инвесторов предприятия, поскольку показывает, какую прибыль обеспечивают вложенные в предприятие средства, определяется по формуле (9.41).

$$P_{СК}(ROE) = \frac{ЧП}{СК}, \quad (9.41)$$

где $ЧП$ – чистая прибыль;

$СК$ – величина собственного капитала³⁰¹⁾.

Рентабельность собственного капитала дает возможность оценить сравнительную выгодность вложения средств в другие предприятия. Базой сравнения доходности может служить ставка рефинансирования ЦБ РФ, ставка доходности по ГКО, ставки по банковским депозитам, которые выступают в качестве минимальной безрисковой доходности, которую может приносить вложенный капитал. Уровень рентабельности собственного капитала отражает окупаемость капиталовложений владельцев предприятия.

Оценку влияния факторов на показатель рентабельности собственного капитала можно провести на основе модифицированной факторной модели фирмы «DuPont», которая была описана в первом параграфе данного раздела.

С показателем рентабельности собственного капитала тесно связан еще один показатель, ориентированный на владельцев обыкновенных акций - *рентабельность собственного обыкновенного капитала*, который определяется по формуле (9.42).

$$P_{\text{сок}}(ROCO) = \frac{ЧП}{СК - ПА}, \quad (9.42)$$

где $ЧП$ – чистая прибыль;

$СК$ – величина собственного капитала;

$ПА$ – величина привилегированных акций.

Рентабельность инвестиций характеризует эффективность капитальных и финансовых вложений предприятия и определяется по формуле (9.43).

$$P_{\text{и}}(ROI) = \frac{ЧП}{И}, \quad (9.43)$$

где $ЧП$ – чистая прибыль;

$И$ – объем инвестированных средств.

Коэффициенты рентабельности ресурсов могут исчисляться не только по всему объему средств предприятия, но и по ресурсам отдельных видов, в частности

³⁰¹⁾ Ковалев, В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалев. М.: Финансы и статистика, 2007. С. 257.

основным или оборотным средствам. При этом показателем эффекта может служить показатель чистой прибыли.

Показатель *рентабельности основных средств (фондорентабельность)* отражает размер чистой прибыли, приходящейся на единицу основных средств, определяется по формуле (9.44).

$$P_{oc}(ROI) = \frac{ЧП}{ОС}, \quad (9.44)$$

где *ЧП* – чистая прибыль;

ОС – средняя стоимость основных средств.

К группе показателей окупаемости затрат можно отнести коэффициенты рентабельности производственной деятельности, окупаемости инвестиционных проектов.

Рентабельность текущей деятельности исчисляется как прибыли от продаж или чистой прибыли к сумме затрат по реализованной или произведенной продукции, определяется по формуле (9.45) или (9.46).

$$P_{тд} = \frac{П_{рп}}{З}, \quad (9.45)$$

или

$$P_{тд} = \frac{ЧП}{З}, \quad (9.46)$$

где *P_{тд}* - рентабельность текущей деятельности;

П_{рп} - прибыль от реализации продукции;

ЧП - чистая прибыль;

З - сумма затрат на производство и реализацию продукции (себестоимости продукции, коммерческих и управленческих расходов).

Коэффициент рентабельности производственной деятельности показывает, сколько предприятие имеет прибыли с каждого рубля, затраченного на

производство и реализацию продукции. Может рассчитываться в целом по предприятию, отдельным подразделениям и видам продукции.

Аналогичным образом определяется окупаемость конкретного инвестиционного проекта и определяется по формуле (9.47).

$$P_{OИП} = \frac{\Pi_{ПР}}{I_{ПР}}, \quad (9.47)$$

где $P_{OИП}$ – окупаемость инвестиционных проектов;

$\Pi_{ПР}$ – полученная или ожидаемая сумма прибыли от проекта;

$I_{ПР}$ – сумма инвестиций в проект³⁰²⁾.

При оценке *рентабельности продаж* в качестве экономического эффекта могут использоваться различные показатели прибыли: валовая прибыль, прибыль от реализации, операционная или чистая прибыль. Чаще всего в расчете используется показатель прибыли от реализации, который определяется по формуле (9.48).

$$P_{ПР} = \frac{\Pi_{РП}}{B}, \quad (9.48)$$

где $P_{ПР}$ - рентабельность продаж;

$\Pi_{РП}$ - прибыль от реализации продукции;

B – объем реализованной продукции за период.

Рентабельность продаж показывает, сколько чистой прибыли дает каждый рубль, полученный от реализации продукции. Данный показатель характеризует изменения в политике ценообразования и способность предприятия контролировать себестоимость продукции. Отрицательная динамика может свидетельствовать о необходимости пересмотра цен или усиления контроля за себестоимостью.

Рентабельность продаж является одним из факторов экономической рентабельности, оценка влияния, которого на результирующий показатель

³⁰²⁾ Шеремет, А.Д. Финансы предприятий: менеджмент и анализ: учеб. пособие для вузов / А.Д. Шеремет, А.Ф. Ионова. - 2-е изд., испр. и доп. М.: ИНФРА-М, 2006. С. 314.

проводится на основе модели Дюпона, рассчитывается по формуле (9.49).

$$R_A = \frac{ЧП}{B} \cdot \frac{B}{A} . \quad (9.49)$$

Регулирование экономической рентабельности сводится к воздействию на обе ее составляющие: рентабельность продаж и ресурсоотдачу. При низкой прибыльности продаж необходимо стремиться к ускорению оборачиваемости капитала, и наоборот, вызванная теми или иными причинами низкая оборачиваемость, может быть компенсирована только снижением затрат на производство продукции или повышением продажных цен.

На рентабельность продаж влияют такие факторы, как ценовая политика, объем и структура затрат и т.п. Ресурсоотдача складывается под воздействием отраслевых условий деятельности и стратегии самого предприятия. Получить высокую рентабельность продаж с высоким коэффициентом оборачиваемости активов очень трудно, поскольку выручка присутствует в числителе одного сомножителя и в знаменателе другого. Поэтому при наращивании выручки удастся увеличить экономическую рентабельность только тогда, когда под возросшую выручку подставляют «нераздутые» активы. В результате прибыль начинает расти быстрее выручки.

В анализе факторов изменения рентабельности главным является решение вопроса, какой из показателей – рентабельность продаж или ресурсоотдача изменяется сильнее и быстрее, оказывая тем самым более мощное воздействие на общий уровень рентабельности активов. Выявляя такую зависимость, формула Дюпона дает возможность определить, за счет чего произошло изменение рентабельности – за счет изменения оборачиваемости активов (а т.к активы постоянны, изменение рентабельности продаж говорит об изменении выручки – объема производства или цен) или за счет изменения рентабельности производства

(себестоимости, ценообразования и прочего)³⁰³⁾.

Рассмотренные показатели оценки имущественного и финансового состояния широко применяются финансовым менеджером в различных ситуациях при принятии управленческих решений, касающихся приобретения и финансирования активов, оптимизации их структуры, величины, оптимизации структуры источников финансирования и других.

³⁰³⁾ Черненко, А.Ф. Об использовании показателя объема продаж в финансовом анализе / А.Ф. Черненко // Аудитор.- 2002. - № 11. С. 38-40.

9.3 Анализ и корректировка финансовой отчетности

Основной информацией для финансового менеджера является финансовая отчетность: бухгалтерский баланс, отчет о прибылях и убытках, отчет о движении денежных средств, отчет о движении капитала.

Методы оценки балансовых статей основываются на следующих подходах:

1) на затратном, который учитывает стоимость приобретения или изготовления активов, если последние созданы на самом предприятии;

2) на рыночном, при котором учитывается износ и корректируется рыночная цена. Анализируются и оцениваются не только неденежные статьи, но и средства в расчетах. Многие предприятия учитывают дебиторскую задолженность, не делая поправку на потенциально безнадежные долги. Анализируя дебиторскую задолженность, финансовый менеджер должен проверить, не являются ли сомнительными какие-либо векселя или другие счета дебиторов, и затем внести соответствующие поправки. Просмотр прошлых балансов позволяет увидеть, как долго сохранялись те или иные «текущие» статьи и дает определенное представление о вероятности оплаты данных счетов;

3) на основе капитализации приносимого дохода. Эта оценка важна для предприятий, которые продаются или объединяются. В расчет принимается не просто текущий доход, а выявленная тенденция изменения дохода.

Принципы бухгалтерского учета, инфляция, законодательные требования к отчетности и другие факторы оказывают искажающее воздействие на данные, представленные в финансовой отчетности.

В инфляционной экономике бухгалтерская отчетность, основанная на первоначальной стоимости проведенных операций, не дает реального представления о результатах хозяйственной деятельности и финансовом положении организации.

Оценка активов на основе первоначальной стоимости приводит к занижению стоимости имущества и фактических расходов, искажению конечного финансового результата. Денежные средства и дебиторская задолженность под воздействием инфляции теряют часть своей стоимости, поскольку они представляют собой

требования на фиксированную сумму денег в будущем. При этом возникает реальная угроза утраты оборотных средств предприятия. Кредиторские обязательства, наоборот, выигрышны, в особенности в тех случаях, когда номинальные процентные ставки не отражают в полной мере ожидаемую инфляцию. Завышение отчетной прибыли увеличивает налогооблагаемую базу и вызывает излишние расходы на уплату налога на прибыль³⁰⁴⁾.

Достоверность показателей бухгалтерской отчетности в условиях сильной инфляции зависит от времени, продолжительности периода между приобретением материальных факторов, производством и продажей продукции (работ, услуг). Чем меньше временная разница между куплей и продажей, тем более достоверны показатели финансовой отчетности в условиях инфляции³⁰⁵⁾.

С целью устранения инфляционного влияния на бухгалтерскую отчетность необходимо произвести инфляционную корректировку для приведения ретроспективной информации к сопоставимому виду.

Наиболее распространенными *методами*, позволяющими, в определенной мере, *исключить влияние инфляционного фактора на показатели финансовой отчетности*, являются следующие:

1) *периодическая переоценка активов.*

Периодическая переоценка активов проводится по отдельным статьям баланса, оценка которых занижена весьма существенно из-за постоянного общего повышения цен.

В настоящее время в РФ организациям в соответствии с Положением по бухгалтерскому учету «Учет основных средств» ПБУ 6/01 организациям предоставлено право не чаще одного раза в год на начало отчетного периода переоценивать объекты основных средств по восстановительной стоимости³⁰⁶⁾. Переоценка может осуществляться любым способом: путем индексации или прямого пересчета по документально подтвержденным рыночным ценам.

³⁰⁴⁾ Бубородова, Т.И. Учет влияния оценки активов и обязательств на инфляционную прибыль / Т.И. Бубородова // Финансовый менеджмент. – 2009. № 3. С. 64-67.

³⁰⁵⁾ Грищенко, Ю.И. Особенности влияния инфляции на финансовые результаты организации / Ю.И. Грищенко // Финансовый менеджмент. – 2011. - № 3. С. 39-44.

³⁰⁶⁾ Учет основных средств: положение по бухгалтерскому учету: ПБУ 6/01, утв. приказом Минфина России от 30.03.2001 N 26н. – Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>.

Разработка индексов для переоценки основных фондов Госкомстатом России в настоящее время не осуществляется, в связи, с чем организация имеет право сама разработать индексы для переоценки или использовать индексы, разработанные НИИ статистики Госкомстата России на коммерческой основе. Отсутствие централизованного расчета индексов для переоценки обусловило неприменение данного метода переоценки на практике, поскольку рациональнее в настоящее время сделать рыночную оценку группы объектов основных средств.

В бухгалтерском учете увеличивающаяся при переоценке балансовая стоимость основных средств отражается по дебету счета «Основные средства». Общую сумму дооценки относят на кредит счета 83 «Добавочный капитал».

Переоценка основных средств изменяет стоимостную основу амортизационных отчислений, они возрастают, увеличивая себестоимость и уменьшая прибыль за отчетный период. При этом возрастает номинальная сумма начисляемого амортизационного фонда, который можно направить на капитальные вложения, расширенное воспроизводство.

Вместе с тем, согласно действующему налоговому законодательству (статья 257 НК РФ) результаты переоценки для целей налогообложения прибыли не могут быть учтены, а, следовательно, в бухгалтерском учете организации в результате переоценки будут формироваться постоянные разницы, влияющие на размер текущих налоговых обязательств предприятия и на налоговые выплаты в будущем³⁰⁷). Методика учета постоянных разниц является довольно сложным и трудоемким процессом, требующим значительных затрат рабочего времени бухгалтеров, а также определенного уровня профессиональных знаний, что зачастую выступает причиной отказа многих экономических субъектов от проведения переоценки.

Так же, как и основные средства, можно переоценивать материальные оборотные средства. Однако результаты такой переоценки с точки зрения российского законодательства будут не действительны;

³⁰⁷) Налоговый кодекс Российской Федерации (НК РФ) (с изменениями и дополнениями). – Режим доступа RL:<http://www.interlaw.ru>.

2) *переоценка всех статей баланса по изменению курса рубля относительно курса более стабильной валюты (например, американского доллара или евро).*

Поскольку законодательство РФ требует вести бухгалтерский учет в национальной валюте, то применение этого метода связано с организацией параллельного учета в двух оценках: в рублях и в иностранной твердой валюте, что увеличивает затраты предприятия на ведение учета. Использование твердой валюты для целей элиминирования инфляционного фактора целесообразно, когда твердая валюта превалирует при проведении операций, например, при реализации продукции на мировом рынке.

Данный метод является наиболее простым, но наименее точным, поскольку курсовые соотношения рубля и доллара не совпадают с их реальной покупательной способностью. Именно поэтому, гораздо большее распространение в бухгалтерской науке и практике получил подход к переоценке на основе индексов цен на товарную массу;

3) *метод корректировки с помощью общего индекса цен.* Метод учета изменения общего уровня цен позволяет абстрагироваться от материально-вещественной структуры активов предприятия и делать упор на общей оценке всего имущества в денежных единицах одинаковой покупательной силы (в рублях базового или текущего периода на отчетную дату). Пересчет статей баланса в денежные единицы одинаковой покупательной силы осуществляется по формуле (9.50).

$$B_n = \frac{B_{\sigma}}{i_0 \div i_1}, \quad (9.50)$$

где B_n - реальная величина статьи, скорректированной по уровню инфляции, р.;

B_{σ} - номинальная величина статьи по данным бухгалтерского учета, р.;

i_1 - индекс инфляции на момент или за период анализа;

i_0 - индекс инфляции в базовом периоде;

Пересчет по индексу изменения общего уровня цен осуществляется в

несколько этапов:

- составляется финансовая отчетность в учетных ценах;
- проводится классификация всех статей отчетности на денежные и неденежные;
- переоцениваются неденежные и денежные статьи отчетности;
- составляется переоцененная отчетность и рассчитывается прибыль или убыток от изменения покупательной способности денежной единицы.

Оценка неденежных активов осуществляется следующим образом. Все активы группируются по годам их приобретения (возникновения). Для каждого года стоимостная оценка группы объектов пересчитывается с использованием индексов цен текущего года и года приобретения объектов, а затем результаты суммируются.

Денежные статьи отчетности следует также корректировать на обесценение их номинальной стоимости, вызванное хранением денег, опозданием с востребованием дебиторской задолженности. По этим статьям выявляется убыток и отражается на соответствующих счетах. Задержка с погашением кредиторской задолженности, ее сохранение в течение некоторого времени позволяет получить дополнительную прибыль, т.к. расчеты будут произведены обесцененными деньгами. Следовательно, нужно определить, насколько за счет этого фактора увеличатся доходы организации³⁰⁸⁾.

Пример - В начале отчетного периода предприятие имело 1000 тыс. р., на которые приобрело товары, полностью проданные с наценкой 50 %. Тогда, если абстрагироваться от расходов на продажу, прибыль предприятия составит 500 тыс. р. Общий индекс цен за рассматриваемый период вырос на 18 %.

Чтобы купить такое же количество товара, предприятию в следующем отчетном периоде потребуется затратить уже 1180 тыс. р. ($1000/(100:118)$). Значит, сумма прибыли, скорректированная на средний уровень цен, составит 320 тыс. р. ($1500 - 1180$).

Трудность применения данного метода состоит в своевременном

³⁰⁸⁾ Основы учета и анализа в системе финансового менеджмента: учеб. пособие для слушателей программы Master of Business Administration / Д.А. Панков, Л.В. Пашковская, О.М. Езерская и др.; под ред. Д.А. Панкова. Мн.: Современ. шк., 2006. С. 131.

централизованном расчете государственными органами среднего показателя изменения цен на товары и услуги.

Недостаток метода состоит в том, что он не позволяет учесть неодинаковое обесценение отдельных видов имущества предприятия, отдельных его объектов;

4) *метод учета по текущим затратам на приобретение активов.*

Корректировка стоимости активов по текущему, сложившемуся на рынке изменению уровня цен на них предполагает учет изменения стоимости конкретных активов в течение данного периода. Определяется текущая рыночная стоимость наличных запасов на конец отчетного периода. Израсходованные активы пересчитываются по рыночной стоимости на конец отчетного периода. Сумма переоценки зачисляется на увеличение собственного капитала предприятия.

Данный метод применим к любым активам, имеющим рыночные цены, не требует централизованного исчисления индекса средних цен, но не позволяет учитывать прибыли и убытки, возникающие от изменения покупательной способности имеющихся денежных средств, дебиторской и кредиторской задолженности³⁰⁹⁾.

Вертикальный анализ финансовой отчетности не требует ее корректировки. Корректировка отчетности при горизонтальном и сравнительном анализе проводится одним из предусмотренных методов.

Важным при анализе бухгалтерского баланса, отчета о прибылях и убытках и отчета о движении денежных средств является проведение их нормализации.

Нормализация проводится с целью определения доходов и расходов, характерных для нормально действующих предприятий. Она необходима для того, чтобы результаты анализа и принимаемые на его основе решения имели объективный характер, основывались на реальных показателях, характеризующих деятельность предприятия. Нормализация особенно важна при сравнении предприятий одного вида экономической деятельности.

Нормализующие корректировки финансовой отчетности проводятся по следующим направлениям:

³⁰⁹⁾ Палий, В.Ф. Бухгалтерская отчетность особенности / В.Ф. Палий. М.: Бератор-Пресс, 2003. С. 146.

- корректировка разовых, нетипичных и неоперационных доходов и расходов;
- корректировка метода учета операций или метода начисления амортизации;
- корректировка данных финансовой отчетности с целью определения реальной стоимости активов. Например, запасы необходимо очистить от неликвидных запасов, дебиторскую задолженность от просроченной задолженности³¹⁰⁾.

Анализируя прибыль компании, финансовый менеджер должен отделить прибыль, носившую постоянный характер, от «временной» прибыли. Он должен скорректировать отчеты о прибылях и убытках, чтобы исключить эффект тех прошлых статей, которые способны исказить текущую и будущую доходность компании. Если в анализируемом периоде имела место доходная или расходная статья, являющаяся редкой, необычной, ожидать повторение которой было бы не целесообразно, то следует скорректировать прибыль в большую или меньшую сторону, учитывая при этом налогообложение. К временным статьям, способным оказать воздействие на реальную стоимость активов и обязательств компании, а следовательно исказить ее будущую доходность, можно отнести:

- доходы или убытки от продажи активов в тех случаях, когда предприятие не может регулярно продавать такие активы;
- поступления по страховым случаям;
- поступления от удовлетворения судебных исков;
- убытки от остановки производства в результате каких-либо форс-мажорных обстоятельств и др.

Финансовый менеджер должен внимательно оценить вероятность такого повторения и решить, стоит ли корректировать на эти статьи финансовые отчеты.

Например, долгосрочные финансовые вложения представлены средствами, потраченными на приобретение предметов искусства, что не имеет отношения к основной производственной деятельности предприятия (производство электромонтажных работ). Данные активы должны быть исключены в ходе нормализации.

³¹⁰⁾ Оценка бизнеса под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. М.: Финансы и статистика, 2005. С. 407.

На величину прибыли и денежных потоков серьезное влияние могут оказывать методы учета запасов и начисления амортизации. В РФ принята следующая методика учета запасов: по себестоимости единицы, по средней себестоимости; по себестоимости первых по времени закупок (ФИФО). При росте цен использование метода ФИФО приводит к занижению себестоимости и увеличению налогооблагаемой прибыли, в результате чего завышается номинальная стоимость налоговых обязательств по налогу на прибыль. В связи с этим стоимость списываемых запасов, определенная методом ФИФО не отражает реальную рыночную стоимость запасов и искажает текущую и будущую доходность деятельности предприятия.

Если предприятие, в бухгалтерском учете использует метод учета запасов по средней себестоимости, тогда как в налоговом учете компании применяется метод ФИФО, то разница в прибыли приводит к формированию временных разниц, что оказывает влияние на налоговые обязательства текущего и последующих периодов, а следовательно на показатели денежных потоков предприятия. Следовательно, чтобы избежать искажения отдельных финансовых показателей, на основе которых финансовым менеджером принимаются решения, ему следует скорректировать чистую прибыль на возникшую разницу в сторону увеличения или уменьшения.

Размер прибыли также зависит от методов начисления амортизации основных фондов и нематериальных активов. Если предприятие использует линейный метод в бухгалтерском учете и нелинейный метод в налоговом, то годовая сумма амортизации, отражаемая в финансовой отчетности, будет ниже налоговой амортизации, что ведет к завышению финансового результата предприятия. В этом случае финансовый менеджер может уменьшить прибыль после уплаты налогов на разницу, получаемую от применения ускоренного метода списания в налоговом учете, скорректированную на ставку налога на прибыль.

9.4 Контрольные вопросы

- 1 Что такое финансовый анализ?
- 2 Какие виды финансовых отчетов составляются для анализа деятельности российских предприятий?
- 3 Охарактеризуйте методы финансового анализа. В чем сущность метода горизонтального финансового анализа?
- 4 Охарактеризуйте основные группы аналитических финансовых коэффициентов. Какие показатели используются для оценки текущего финансового состояния предприятия?
- 5 Как определяются чистые активы предприятия? Каковы факторы изменения этого показателя?
- 6 В чем разница между ликвидностью и платежеспособностью предприятия?
- 7 Какие методы применяются при анализе определенных финансовых отчетов (бухгалтерского баланса, отчета о прибылях и убытках, отчета о движении денежных средств)?
- 8 В чем выражается приближение российской финансовой отчетности к мировой практике?
- 9 Назовите причины искажения информации в финансовых отчетах предприятий?
- 10 Какие существуют методы устранения искажающего влияния инфляции на данные финансовой отчетности?
- 11 Что такое инфляционная премия? Как она соотносится с уровнем инфляции?
- 12 Как производится переоценка внеоборотных активов с помощью метода индексации?
- 13 Какие методы применяются для оценки балансовых статей?
- 14 В чем состоит оценка отдельных статей финансовых отчетов в денежных единицах одинаковой покупательной силы при использовании в процессе инфляционной корректировки метода учета изменения общего уровня цен?

15 Что такое индекс дефлятор? Каково его назначение?

16 В чем выражается трансформация отчетности предприятия.

17 Каким образом проводится факторный анализ отчета о прибылях и убытках?

18 Определите направления проведения нормализации отчета о прибылях и убытках.

19 Как скорректировать ретроспективную прибыль предприятия, чтобы определить прошлую прибыль, носившую постоянный характер от временной прибыли?

20 Какие методы в практике российских предприятий применяются при оценке стоимости материально-производственных запасов, списываемых в производство? Как различия в применяемых методах оценки стоимости МПЗ при их списании учитываются при сравнительном анализе?

21 Как влияет на финансовый результат деятельности предприятия применение различных методов амортизации основных средств и нематериальных активов в бухгалтерском и налоговом учетах?

22 К чему приводит применение метода ФИФО при списании материально-производственных запасов в производство в условиях постоянно растущих цен?

10 Финансовое планирование и прогнозирование на предприятии

10. 1 Содержание, цели и задачи финансового планирования и прогнозирования на предприятии

Любое предприятие, независимо от его размеров, сталкивается с необходимостью планирования своих доходов и расходов. Действительно, для поддержания, а тем более развития бизнеса непрерывно требуются средства, чтобы профинансировать расходы на зарплату, материалы, товары, другие прямые и накладные расходы.

Доходы от грамотно и эффективно ведущегося бизнеса, как правило, превышают расходы, но основная проблема финансирования любого предприятия заключается, как известно, в запаздывании доходов относительно расходов. Расходы необходимо произвести сейчас, а доходы, ради извлечения которых эти расходы производятся, будут получены только в будущем, часто весьма отдаленном. Кроме того, предприятию просто может не хватать собственных доходов. Это происходит, например, при растущем бизнесе, и для финансирования роста необходимо непрерывное привлечение и обслуживание заемных средств. Итак, первой задачей является необходимость планирования потребностей в финансировании.

Второй задачей финансового менеджмента является планирование и поддержание денежных потоков, обеспечивающих осуществление своевременных текущих платежей кредиторам и поставщикам, другими словами, непрерывное поддержание удовлетворительной текущей ликвидности или платежеспособности (не путать с коэффициентом текущей ликвидности), что является необходимым условием долгосрочного успеха в бизнесе.

Потребность в решении комплекса этих сложных проблем приводит руководство предприятия к необходимости и желанию заняться финансовым планированием, то есть, в первую очередь, построить бюджет доходов и расходов.

Затем, построив графики выплат кредиторам и графики инкассации поступлений, сформировать бюджет движения денежных средств как детальный график денежных выплат и поступлений во времени.

Финансовое планирование - это процесс согласования показателей развития предприятия с имеющимися и привлекаемыми финансовыми ресурсами. Финансовое планирование представляет собой процесс разработки системы финансовых планов и плановых (нормативных) показателей по обеспечению развития предприятия необходимыми финансовыми ресурсами и повышению эффективности его финансовой деятельности в предстоящем периоде³¹¹⁾.

Финансовое планирование на предприятии базируется на использовании трех основных его систем:

- 1) прогнозирование финансовой деятельности;
- 2) текущее планирование финансовой деятельности;
- 3) оперативное планирование финансовой деятельности.

Каждой из этих систем финансового планирования присущи определенный период и свои формы реализации его результатов. Все системы финансового планирования находятся во взаимосвязи и реализуются в определенной последовательности. Первоначальным исходным этапом планирования является прогнозирование основных направлений и показателей финансовой деятельности предприятия путем разработки общей финансовой стратегии предприятия, которая призвана определить задачи и параметры текущего финансового планирования. *Прогнозирование* представляет собой определение на длительную перспективу изменений финансового состояния предприятия в целом и его частей. Прогнозирование сосредоточено на наиболее вероятных событиях и результатах и в отличие от планирования не ставит задачу осуществить непосредственно на практике разработанные прогнозы. Состав показателей прогноза может значительно отличаться от состава показателей планирования.

Осуществляемое на предприятии прогнозирование финансовой деятельности направлено, прежде всего, на разработку финансовой стратегии и финансовой

³¹¹⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. К.: Ника-центр, 2001. Т.1. С. 99.

политики по основным направлениям деятельности. Финансовая стратегия – это наиболее общие принципы управления финансами предприятия (капиталом, денежными потоками, формированием прибыли), последовательно реализуемые в течение фиксированного периода. Финансовая политика представляет собой форму реализации финансовой стратегии предприятия в разрезе наиболее важных аспектов финансовой деятельности на отдельных этапах ее осуществления³¹²⁾.

Система прогнозирования финансовой деятельности является наиболее сложной среди рассматриваемых систем финансового планирования и требует для своей реализации высокой квалификации специалистов.

Текущее финансовое планирование создает основу для разработки и доведения до непосредственных исполнителей оперативных бюджетов по всем основным аспектам финансовой деятельности.

Создание системы финансового планирования и прогнозирования дает вклад в достижение следующих основных целей фирмы: завоевание существенной доли рынка; повышение устойчивости функционирования фирмы; повышение финансово-экономической эффективности; обоснование стратегии развития предприятия с позиции компромисса между доходностью, ликвидностью и риском.

Финансовые планы и прогнозы, обеспечивая согласование, сбалансированность потребностей и источников финансирования, способствуют решению следующих *задач*:

- обеспечение интересов акционеров и др. инвесторов;
- взаимоувязка планов производственно-хозяйственного развития с финансовыми ресурсами и их источниками;
- снижение риска невыполнения обязательств предприятия перед бюджетом и партнерами по бизнесу;
- выявление и реализация резервов роста доходности предприятия и направлений его эффективного развития;
- контроль за финансовым положением фирмы (за уровнем ликвидности,

³¹²⁾ Черемушкин С.В. Прогнозирование финансовой отчетности: важнейший инструмент стратегического и тактического планирования / С.В. Черемушкин // Финансовый менеджмент. – 2009. - № 5. С. 63 - 71.

финансовой устойчивости и др.)³¹³⁾.

Важнейшим элементом системы финансового планирования, требующим рассмотрения, выступает процесс планирования. Процесс планирования имеет свою технологию, представляющую последовательность этапов, выполняемых при составлении плана:

1) анализ существующих ситуаций и проблем. На этом этапе анализируются фактические данные за прошедший текущий период, в результате чего выявляются проблемы финансового развития предприятия;

2) прогнозирование будущих финансовых условий. Данный этап необходим для определения общей и внутренней среды, в которой будет протекать деятельность предприятия, осуществляется на основе маркетинговых прогнозов;

3) постановка задач финансового характера. Содержание данного этапа заключается в определении на планируемый период параметров получения доходов, максимально предельного размера расходов, основных источников привлечения и направлений использования средств;

4) выбор оптимального варианта. На основе проведенного анализа рассматриваются несколько вариантов положений, в которых может оказаться предприятие, и выбирается оптимальный вариант;

5) непосредственно составление финансового плана;

6) корректировка, увязка и конкретизация финансового плана состоит в состыковке показателей финансового плана с производственным коммерческим, инвестиционным и другими планами предприятия как по величине показателей, так и по срокам исполнения;

7) исполнение финансового плана;

8) анализ и контроль исполнения плана предполагает сравнение фактических и плановых показателей, выявление причин отклонений.

При диагностике данного элемента системы финансового планирования на предприятии необходимо выяснить, соблюдается ли последовательность этапов процесса, и если нет, то необходимо выявить причины отклонений и провести

³¹³⁾ Жилкина, А.Н. Финансовое планирование на предприятии / А.Н. Жилкина. М.: Благовест-В, 2004. С. 16.

соответствующие мероприятия по внедрению алгоритма планирования на предприятии³¹⁴⁾.

Для успешной реализации финансовых планов финансовому менеджеру важно определять реалистичные цели, ключевые ограничивающие параметры деятельности предприятия, вовлекать в процесс планирования руководителей структурных подразделений, обеспечивать достижение согласованности целей развития структурных подразделений, сформировать систему критериев оценки результатов работы.

10.2 Методы финансового планирования

Для построения эффективной системы финансового планирования на предприятии важно определить методы планирования. Методы планирования - это конкретные способы и приёмы расчётов показателей.

В финансовом планировании применяются следующие методы:

1) *метод сроков оборачиваемости или метод, основанный на финансовом цикле.* В процессе реализации метода финансовый менеджер определяет финансовые потребности, порождаемые хозяйственным циклом. Данный вид финансовых потребностей возникает в результате временного расхождения между поступлениями и выплатами на предприятии. Использование метода имеет определенные ограничения:

- на практике трудно применить данный метод, поскольку он требует расчета большого количества сроков оборачиваемости и использования удельных весов;
- метод основан на расчете фактических сроков оборачиваемости;
- метод определяет только циклическую финансовую потребность, а не всю краткосрочную потребность в финансовых ресурсах.

Порядок расчета продолжительности финансового цикла был рассмотрен выше (в четвертом разделе);

³¹⁴⁾ Давыденко Е.А. Проблемы организации финансового планирования и контроля на отечественных предприятия / Е.А. Давыденко // Финансовый менеджмент. – 2005. - № 2. С. 58 - 69.

2) *нормативный метод*. Сущность нормативного метода планирования финансовых показателей заключается в том, что на основе заранее установленных норм и технико-экономических нормативов рассчитывается потребность хозяйствующего субъекта в финансовых ресурсах и в их источниках. Такими нормативами являются ставки налогов, ставки тарифных взносов и сборов, нормы амортизационных отчислений, нормативы потребности в оборотных средствах и др. В финансовом планировании применяется целая система норм и нормативов, которая включает:

- основной норматив определяется на основе базисного года и не изменяется от периода к периоду;

- норматив максимальной производительности предусматривает оптимальные условия отсутствия всяких потерь;

- достижимый (практический) норматив описывает объем производства в случае непрерывной деятельности с нормальными потерями (на отпусках, ремонт и т.д.). Практические нормативы должны быть достаточно высокими, чтобы стимулировать работников, и достаточно низкими, чтобы допускать обоснованные перерывы в работе. Данные нормативы используются для выявления ненормальных отклонений, а также планирования и прогнозирования;

- ожидаемый норматив представляет собой ожидаемое значение данных на основе прогнозирования условий работы предприятия.

В рамках данного метода нормативы сравниваются с фактическими данными, выявленные отклонения описываются с необходимой частотой и степенью точности. Несущественные отклонения не анализируются, пока не становятся системными;

3) *метод процентов от продаж*. Первым шагом метода является выявление статей, которые изменяются в той же пропорции, что и объем реализации. Если предприятие до увеличения объема реализации использовало все свои производственные мощности, то не только оборотные, но и основные средства в прогнозном периоде потребуют увеличения.

Если предприятию предстоит увеличить активы, то ему необходимо также

будет увеличить пассивы. Превышение активов над пассивами характеризует требуемую сумму дополнительного внешнего финансирования, исходя из формулы (10.1).

$$V_{\text{внешнего финан.}} = A_{\text{факт}} * \text{ПрВ} - П_{\text{факт}} * \text{ПрВ} - \frac{\text{ЧП}_{\text{факт}}}{V_{\text{факт}}} * V_{\text{прогн}} * \left(1 - \frac{Д}{\text{ЧП}_{\text{факт}}}\right), \quad (10.1)$$

где $V_{\text{внешнего финан.}}$ – объем дополнительного внешнего финансирования;

$A_{\text{факт}}$ – фактическая величина активов;

ПрВ – прирост выручки;

$П_{\text{факт}}$ – фактическая величина пассивов;

$\text{ЧП}_{\text{факт}}$ – фактическая величина чистой прибыли;

$V_{\text{прогн}}$ – прогнозная выручка.

Процедура метода основана на предположениях:

- переменные затраты, текущие активы и текущие обязательства при наращивании объема производства на n – процентов в среднем увеличиваются на столько же процентов;

- объема производства на n – процентов в среднем увеличиваются на столько же процентов;

- процент увеличения стоимости основных средств рассчитывается исходя из технологических условий деятельности предприятия, наличия незагруженных мощностей, степенью морального и физического износа оборудования;

- долгосрочная кредиторская задолженность и акционерный капитал берутся в план неизменными; нераспределенная прибыль планируется с учётом нормы распределения чистой прибыли и рентабельности продаж³¹⁵⁾;

4) *метод экономико-математического моделирования.* Суть метода заключается в определении количественного выражения взаимосвязи между финансовыми показателями и факторами их определяющими. Эта связь выражается через экономико-математическую модель, которая представляет собой точное

³¹⁵⁾ Кычанов Б.И. Использование формализованных процедур в финансовом планировании / Б.И. Кычанов, Е.В. Храпова // Финансовый менеджмент. – 2008. - № 2. С. 47-52.

математическое описание экономического процесса. Модель может строиться на основе функциональной или корреляционной связи.

Для реализации данного метода необходимо большое число наблюдений и сопоставимые данные³¹⁶⁾;

5) *метод оптимизации плановых решений*. Данный метод состоит в разработке вариантов плановых показателей и выборе из них оптимального. В качестве критерия выбора вариантных показателей для последующего их включения в финансовый план могут быть использованы: минимальный уровень затрат, максимальная прибыль, минимальный срок оборачиваемости капитала, максимальный доход на 1 рубль вложенного капитала;

б) *балансовый метод*. Балансовый метод применяется при планировании распределения полученных финансовых средств. Суть его заключается в построении баланса имеющихся в наличии средств и потребности в их использовании. Балансовая увязка по финансовым ресурсам определяется по формуле (10.2).

$$O_n + П = P + O_k \quad (10.2)$$

где O_n – остаток средств на начало;

O_k – остаток средств на конец;

$П$ – поступления средств;

P – расходование средств³¹⁷⁾.

Использование рассмотренных методов финансового планирования позволяет повысить эффективность финансовой деятельности предприятия и обеспечить ее целенаправленность только при условии их обоснованного применения во взаимной увязке с видом финансового плана.

³¹⁶⁾ Фомин П.А. Финансы, кредит и денежное обращение: учебное пособие / П.А. Фомин // <http://smartcat.ru/FinancialManagement/Option.shtml>

³¹⁷⁾ Лихачева О.Н. Финансовое планирование на предприятии: учебно-практическое пособие / О.Н. Лихачева. – М.: Проспект, 2003. С. 37.

10.3 Виды финансовых планов

Прогнозы и планы, составляемые на предприятия, могут быть выполнены с любым уровнем детализации.

Система прогнозирования на предприятии должна быть представлена совокупностью взаимосвязанных документов – финансовых прогнозов. Финансовый прогноз представляет собой расчет вероятного будущего уровня финансового показателя: величины денежных средств, размера фондов, их источников и т.д. Основными видами прогнозов являются прогноз доходов и расходов, прогноз движения денежных средств и прогнозный баланс.

Прогноз доходов и расходов (прогнозный отчет о прибылях и убытках) отражает производственную деятельность предприятия. Данный прогноз составляется на основе прогноза продаж, прогноза производства, прогноза капвложений.

В прогнозе доходов и расходов элементы затрат отражаются в порядке их осуществления, а не по мере осуществления платежей, поскольку некоторые затраты, показанные в прогнозе, никак не оказывают влияние на осуществление платежей предприятия. Например, неоплаченные материалы, использованные в процессе производства и учтенные в прогнозе доходов и расходов.

Прогноз продаж дает представление о рынке или его сегменте, который собирается завоевать предприятие. При этом важно уяснить разницу между прогнозом продаж и бюджетом продаж. Хотя они по всем направлениям и целям выглядят одинаково, прогноз показывает вероятность того, что произойдет, будет требоваться и т.д., а бюджет определяет то, чему следует произойти. Прогноз продаж показывает вероятную продажу на предстоящий период.

Построение прогноза продаж начинают с анализа продукции (товаров, услуг), уровня сбыта за прошлые года, факторов, которые окажут влияние на объем продаж в прогнозируемом периоде (таблица 26). При этом оценивается, каким образом на объемные показатели повлияют изменения качества продукции, уровня цен и спроса. Это позволит более точно определить величину выручки от реализации

исходя из прогнозных объемов продаж и цен на прогнозный период, а также наметить предполагаемые изменения в уровне затрат и будущую прибыль предприятия.

Таблица 26 – Примерная форма прогноза продаж

Прогноз продаж		Январь	Февраль	Март	Итого
А	Объем				
	Цена				
	Стоимость				
В	Объем				
	Цена				
	Стоимость				
С	Объем				
	Цена				
	Стоимость				
D	Объем				
	Цена				
	Стоимость				
Е	Объем				
	Цена				
	Стоимость				

На базе составленного прогноза продаж составляется *прогноз производства*. При этом финансовый менеджер исходит из производственной мощности, представляющей собой наибольшее количество продукции, которое может быть изготовлено предприятием за данный период. После этого в соответствии с уровнем планируемых продаж и с учетом уровня начальных запасов, а также требуемого уровня запасов в конце отчетного периода устанавливаются прогнозируемые объемы производства (таблица 27).

Таблица 27 – Примерная форма прогноза производства

Прогноз производства	Январь	Февраль	Март	Итого
Затраты материалов				
Всего затрат материалов				
Затраты труда				
Всего затрат труда				
Накладные расходы				
Всего накладных расходов				
Итого				

На основе прогноза продаж и прогноза производства составляется *прогноз капиталовложений*, учитывающего необходимость покупки оборудования из-за износа, изменения технологии и т.п., а также необходимость высвобождения некоторых объектов (таблица 28).

Таблица 28 – Примерная форма прогноза капитальных вложений

Прогноз капиталовложений	Январь	Февраль	Март	Итого
Здания				
Всего: здания				
Производственные помещения				
Всего: производственные помещения				
Оборудование				
Всего: оборудование				
Производственный инвентарь				
Всего: производственный инвентарь				
Транспортные средства				
Всего: транспортные средства				
Итого				

Прогноз движения денежных средств разрабатывается по подпериодам в последовательности: прогноз денежных поступлений, прогноз оттока денежных средств, прогноз денежного потока; определение совокупной потребности в краткосрочном финансировании.

Прогнозирование денежных поступлений предполагает расчет их возможного объема. Основным источником поступления является выручка от реализации. Финансовый менеджер отслеживает средний период времени, который требуется покупателям для того, чтобы оплатить счета (средний период инкассации дебиторской задолженности).

Прогнозирование оттока денежных средств определяет погашение кредиторской задолженности. При этом прогнозируется, что предприятие оплачивает свои счета в срок.

Прогноз денежного потока осуществляется путем сопоставления прогнозируемых денежных поступлений и выплат. Данные об избытке или недостатке денежных средств необходимы для определения совокупной потребности в краткосрочном финансировании.

Прогноз движения денежных средств содержит три основные раздела, отражающих движение денежных средств в результате текущей, инвестиционной и финансовой деятельности.

Прогнозный баланс разрабатывается для проверки правильности составления прогноза доходов и расходов и движения денежных средств. В его основе лежит прямо пропорциональная зависимость переменных издержек и большей части текущих активов и обязательств предприятия от объема продаж. Задачами прогнозного баланса являются расчет структуры источников финансирования, определение объемов дополнительного внешнего финансирования.

Система текущего планирования предусматривает составление текущих финансовых планов на предстоящий год с разбивкой по кварталам. Исходными предпосылками для разработки текущих финансовых планов предприятия являются:

- финансовая стратегия предприятия и целевые стратегические нормативы по основным направлениям финансовой деятельности на предстоящий период;
- финансовая политика по отдельным аспектам финансовой деятельности предприятия;
- планируемые объемы производства и реализации продукции и другие экономические показатели операционной деятельности предприятия;
- система разработанных на предприятии норм и нормативов затрат отдельных ресурсов;
- действующая система налоговых платежей;
- действующая система норм амортизационных отчислений;
- средние ставки кредитного и депозитного процентов на финансовом рынке;
- результаты финансового анализа за предшествующий период.

Поскольку ряд исходных предпосылок разработки текущих планов носят вероятностный характер и разброс их параметров в условиях современной экономической нестабильности страны довольно высок, текущие финансовые планы по основным показателям желательно разрабатывать в нескольких вариантах – «оптимистическом», «реалистическом», «пессимистическом»³¹⁸⁾.

³¹⁸⁾ Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. К.: Ника-центр, 2001. Т.1. С. 108.

Основными видами, текущих планов, разрабатываемых на предприятии, являются план доходов и расходов, план движения денежных средств, балансовый план.

План доходов и расходов по операционной деятельности является одним из основных видов текущего финансового плана предприятия, составляемого на первоначальном этапе текущего планирования его финансовой деятельности.

Цель его разработки – определение суммы чистой прибыли от операционной деятельности предприятия.

В процессе разработки этого плана должна быть обеспечена четкая взаимосвязь планируемых показателей доходов от реализации продукции, издержек, налоговых платежей, балансовой и чистой прибыли предприятия.

В дополнение к плану доходов и расходов составляются:

- *шахматная таблица*, содержащая деление всех видов доходов по направлениям расходования, заполнение которой начинается с итоговых строк;

- *план валютных доходов и расходов*;

- *платежный календарь*, в котором отражается ежедневное движение денежных средств через расчетный, валютный и иные счета. Платежный календарь позволяет финансовому менеджеру обеспечить оперативное выполнение расчетных и платежных обязательств, отслеживать состояние собственных средств, определять необходимость привлечения заемного капитала;

- *налоговый календарь*, в котором указываются сроки уплаты налогов, что позволяет избежать пени и штрафы.

План доходов и расходов по инвестиционной деятельности отражает основные аспекты финансового обеспечения этой деятельности.

Цель разработки – определение объема потребностей в финансовых ресурсах для реализации намеченных инвестиционных программ, а также возможных поступлений этих ресурсов в процессе осуществления инвестиционной деятельности (доходов от реализации выбывающего имущества в процессе его замены, инвестиционной прибыли и т.д.).

В этом плане отражаются все затраты, связанные с осуществлением реальных

инвестиций в предстоящем периоде, а также приростом объема долгосрочных финансовых вложений (прирост объема краткосрочных финансовых вложений осуществляется за счет остатка свободных денежных средств).

План поступления и расходования денежных средств призван отражать результаты прогнозирования денежных потоков предприятия.

Цель разработки – обеспечение постоянной платежеспособности предприятия в плановом периоде.

В этом плане должна быть обеспечена четкая взаимосвязь показателей остатка денежных средств на начало периода, их поступления и расходование в плановом периоде.

Балансовый план отражает результаты прогнозирования состава активов и структуры капитала на конец планового периода.

Цель разработки – определение необходимого прироста отдельных видов активов с обеспечением их внутренней сбалансированности, а также формирование оптимальной структуры капитала, обеспечивающей достаточную финансовую устойчивость предприятия в предстоящем периоде.

При разработке балансового плана используется укрупненная схема статей баланса предприятия, отражающая требования его построения применительно к специфике конкретной организационно-правовой форме предприятия.

Процесс текущего финансового планирования осуществляется в тесной связи с процессом планирования его производственной деятельности³¹⁹⁾.

Система оперативного планирования заключается в разработке комплекса краткосрочных плановых заданий по финансовому обеспечению основных направлений хозяйственной деятельности предприятия.

Главной формой такого планового задания является бюджет – документ, в котором содержатся плановые показатели деятельности предприятия на ближайшую (операционную) перспективу. Он детализирует показатели текущих финансовых планов и является главным плановым документом, доводимым до

³¹⁹⁾ Лихачева, О.Н. Финансовое планирование на предприятии: учебно-практическое пособие / О.Н. Лихачева. – М.: Проспект, 2003. С. 172.

«центров затрат» всех типов.

Бюджетирование – процесс согласованного планирования и управления деятельностью организации с помощью бюджетов, позволяющих определить вклад каждого подразделения и каждого менеджера в достижение общих целей. Процесс бюджетирования носит непрерывный или скользящий характер, что гарантирует непрерывность функционирования системы оперативного планирования, позволяет осуществлять контроль за этим процессом³²⁰⁾.

Применяемые в процессе оперативного планирования бюджеты классифицируются по различным признакам.

По сферам деятельности предприятия выделяют бюджет по операционной деятельности, бюджет по инвестиционной деятельности, бюджет по финансовой деятельности.

По видам затрат бюджеты делятся на текущие бюджеты (включающие статьи текущих доходов и расходов от операционной деятельности) и капитальные бюджеты (включающие статьи инвестиционных затрат и поступлений от осуществления капитальных вложений).

По методам разработки бюджеты бывают стабильными, которые не изменяются от изменения объемов деятельности предприятия, и гибкими, предусматривающими установление планируемых затрат в виде нормативов расходов, привязанных к соответствующим объемным показателям деятельности.

К основным бюджетам предприятия относят бюджет доходов и расходов, бюджет движения денежных средств и расчетный баланс.

В *бюджетном отчете о прибылях и убытках* отражаются доходы компании от продаж за рассматриваемый период и все соответствующие расходы, возникающие с получением этих доходов, в итоге показывают прибыль или убытки от коммерческой деятельности.

В *бюджете движения денежных средств* отражают ожидаемое текущее состояние денежных счетов, определяемое в соответствии с ожидаемыми

³²⁰⁾ Волкова, О.Н. Бюджетирование и финансовый контроль в коммерческих организациях / О.Н. Волкова - М.: Финансы и статистика, 2007. С. 41.

поступлениями и выплатами за соответствующий период (таблица 29).

Таблица 29 – Примерная форма бюджета движения денежных средств

В тысячах рублей

Бюджет движения денежных средств	Январь			Февраль			Март			Итого
	план.	факт.	откл.	план.	факт.	откл.	план.	факт.	откл.	
Денежные поступления:										
- продажа за наличный расчет;	4000			7000			8000			19000
- денежные поступления от дебиторов;	5500			5000			7100			17600
- капиталовложения;	-			3000			-			3000
- полученные авансы;	1200			1500			1500			4200
- полученные проценты по кредиту.	-			1000			1000			2000
Всего денежных поступлений	10700			17500			17600			45800
Платежи:										
- оплата поставщикам;	6000			5000			7000			18000
- заработная плата рабочим и служащим;	2000			5500			6000			13500
- аренда, местные налоги;	1000			1000			1200			3200
- ремонт;	-			-			800			800
- тепло и электроэнергия;	800			1000			1000			2800
- транспортировка;	600			500			700			1800
- оплата услуг связи;	-			300			-			300
- прочие.	200			1000			200			1400
Всего платежи	10600			14300			16900			41800
Чистое движение денежных средств	100			3200			700			4000
Начальный остаток на расчетном счете	1200			2000			1600			
Остаток на расчетном счете на конец периода	2000			1600			500			

Бюджетный баланс показывает ожидаемое соотношение активов компании и ее обязательств³²¹⁾.

Основные бюджеты синтезируют данные операционных бюджетов, органично объединяя их. К операционным бюджетам относят бюджет продаж, бюджет

³²¹⁾ Самочкин, В.Н. Гибкое развитие предприятия: Эффективность и бюджетирование / Самочкин В.Н., Пронин Ю.Б., Логачева Е.Н. и др. М.: Дело, 2000. С. 153.

производства, бюджет прямых материальных затрат, бюджет коммерческих и управленческих расходов и другие. Рассмотрим некоторые из них.

Бюджет продаж. Цель – рассчитать прогноз объема продаж исходя из стратегии развития предприятия, его производственных мощностей и прогнозов в отношении емкости рынка сбыта. Прогнозные отпускные цены используются для оценки объема продаж в стоимостном выражении (таблица 30).

Таблица 30 – Примерная форма бюджета продаж

В тысячах рублей

Наименование товара (группы товаров), рынка и т.д.	Январь			Февраль			Март			Итого
	план.	факт.	откл.	план.	факт.	откл.	план.	факт.	откл.	
A Объем	100			150			200			
Цена	50			50			50			
Стоимость	5000			7500			10000			
B Объем	100			100			150			
Цена	10			10			10			
Стоимость	1000			1000			1500			
C Объем	200			230			250			
Цена	10			10			10			
Стоимость	2000			2300			2500			
D Объем	150			120			110			
Цена	10			10			10			
Стоимость	1500			1200			1100			
Общая стоимость	9500			12000			15100			

Бюджет производства. Цель – рассчитать прогноз объема производства исходя из результатов предыдущего бюджета и целевого остатка произведенной, но не реализованной продукции. Производственный бюджет конкретизирует различные показатели, относящиеся к товарам, которые планируются к изготовлению в течение рассматриваемого периода. Одновременно в нем отражаются прямые материальные затраты, прямые трудозатраты и накладные производственные расходы, связанные с производством этих расходов (таблица 31).

Таблица 31 – Примерная форма бюджета производства

В тысячах рублей

Бюджет производства	Январь			Февраль			Март			Итого
	план.	факт.	откл.	план.	факт.	откл.	план.	факт.	откл.	
Начальный уровень запасов	8000			10000			12000			20000
Объем продаж	9500			12000			15100			36600
Требования к запасам в конце отчетного периода	10000			12000			14000			36000
Материальные затраты, в том числе:	5000			7500			9000			21500
- дерево;										
- гвозди;										
...										
Трудозатраты, в т.ч.:	3000			3500			4000			10500
- квалифицированного;										
- неквалифицированного;										
...										
Накладные расходы, в т.ч.:	1000			1250			1300			3550
- амортизация;										
- ремонт;										
- электроэнергия.										
Всего	9000			12250			14300			35550

Бюджет прямых затрат сырья и материалов. На основе данных об объемах производства, нормативах затрат сырья на единицу продукции, целевых запасов сырья на начало и конец период и ценах на сырье и материалы в бюджете прямых материальных затрат определяются потребности в сырье и материалах, объемы закупок и общая величина расходов на приобретение.

Бюджет прямых затрат труда. Цель – рассчитать общие затраты на привлечение трудовых ресурсов, занятых непосредственно в производстве. Расчет зависит от системы нормирования труда и оплаты работников, социальных отчислений и др.

Бюджет управленческих и коммерческих расходов. При составлении этого бюджета исчисляется прогнозная оценка общезаводских (постоянных) накладных расходов. Постатейный состав расходов определяется различными факторами, в том числе и спецификой деятельности предприятия³²²⁾.

³²²⁾ Сизова, Т.В. Внутрифирменное бюджетирование: Настольная книга по постановке финансового планирования /

Сравнение плановой финансовой отчетности с фактической отчетностью, составленной по прошествии временного периода, позволяет проводить план-фактный контроль и анализ исполнения бюджетов и принимать управленческие решения на основании анализа отклонений.

Таким образом, бюджеты следует рассматривать как инструмент финансового планирования, представляющие собой комплект документов, которые включают различные показатели, связанные друг с другом детерминированными функциональными зависимостями.

Возможность управлять финансовыми ресурсами предприятия и его потоками посредством системы финансового планирования, позволяет рассматривать эту сферу деятельности как часть системы финансового менеджмента предприятия.

10.4 Контрольные вопросы

- 1 Раскройте понятие и цели финансового планирования.
- 2 В чем состоит различие между планированием и прогнозированием на предприятии?
- 3 Что представляет собой финансовое планирование как система?
- 4 Какие задачи призвано решать финансовое планирование?
- 5 Какие задачи решаются с помощью стратегического, текущего и оперативного финансового планирования?
- 6 Есть ли различия между терминами «стратегическое планирование» и «долгосрочное планирование»?
- 7 Что такое финансовый прогноз? Отличается ли он по структуре и по содержанию от финансового плана?
- 8 Что такое бюджет? Отличается ли он по содержанию и по структуре от финансового плана? Финансового прогноза?
- 9 Каковы принципы формирования жестких и гибких бюджетов?

- 10 Назовите этапы финансового планирования. Поясните их содержание.
- 11 Какие существуют методы финансового планирования?
- 12 В чем преимущества и недостатки метода планирования процентов от продаж?
- 13 Назовите два основных метода, с помощью которых можно подготовить прогнозную финансовую отчетность.
- 14 В чем состоит принцип скользящего планирования? Преимущественности долгосрочных, текущих и оперативных планов? Пессимистичности в планировании?
- 15 Определите виды финансовых планов и прогнозов.
- 16 Как проверяется баланс доходов и расходов?
- 17 Каково назначение платежного календаря?
- 18 Для чего составляется кассовый план предприятия?
- 19 Рассмотрите возможности плана движения денежных средств и кассового бюджета как инструментов планирования.
- 20 Почему при подготовке кассового плана очень важно иметь обоснованный прогноз продаж?
- 21 Охарактеризуйте взаимосвязь между налоговым и финансовым планированием.
- 22 Каково информационное обеспечение процесса бюджетирования на предприятии?
- 23 В чем состоит система контроля исполнения финансовых планов?

Список использованных источников

- 1 Агеева, Е. И. Дебиторская задолженность: правовые и налоговые аспекты, риски и рычаги влияния / Е. И. Агеева // Менеджмент сегодня. – 2005. - № 1. – С. 18.
- 2 Андреева, С.Ю. Нормирование оборотных активов как средство управления оборотным капиталом предприятия. / С.Ю. Андреева, Т.В. Ялялиева // Экономический анализ: теория и практика. – 2005. - № 9. – С. 36.
- 3 Багиров, М. Факторинг – финансирование продаж / М. Багиров, Ш. Гиндуллин // Финансовый директор. – 2003. - № 1. – С. 15-16.
- 4 Балабанов, И.Т. Основы финансового менеджмента / И.Т. Балабанов. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 528 с.
- 5 Банк, С. В. Управленческий учет материальных запасов / С. В. Банк // Экономический анализ: теория и практика. – 2005. - № 14 – С. 54-57.
- 6 Барабанов, А. Международные стандарты финансовой отчетности / А. Барабанов. – Режим доступа: [http://www. cfin.ru/ias/overview-3.shtml](http://www.cfin.ru/ias/overview-3.shtml).
- 7 Бахрамов, Ю.М. Финансовый менеджмент: учеб. пособие / Ю.М. Бахрамов, В.В. Глухов. – СПб.: Лань, 2006. – 736 с.
- 8 Белякова, М.Ю. Расчет нормы дисконта с учетом риска (методы WACC и CAPM) / М.Ю. Белякова // Справочник экономиста. – 2005. - № 10. – С. 23-31.
- 9 Бирмаг, Г. Экономический анализ инвестиционных проектов: пер. с англ. / Г. Бирман, С. Шмидт. - М.: ЮНИТИ, 1997. – 345 с.
- 10 Бланк, И.А. Инвестиционный менеджмент / И.А. Бланк. - Киев: Ника-центр: Эльга, 2002. – 448 с.
- 11 Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк. - Киев: Ника-центр: Эльга, 2001. - Т.1. – 592 с.
- 12 Бланк, И.А. Управление денежными потоками / И.А. Бланк. - 2-е изд. - Киев: Ника-Центр: Эльга, 2007. – 752 с.
- 13 Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997. – 1120 с.

14 Бригхем, Ю. Финансовый менеджмент: полный курс: в 2 т. / Ю. Бригхем, Л. Гапенски; пер. с англ. под ред. В.В. Ковалева - СПб.: Экономическая школа, 2001. - Т. 1. – 497 с.

15 Бригхем, Ю. Финансовый менеджмент / Ю. Бригхем, М. Эрхардт; пер. с англ. под ред. доктора экономических наук Е.А. Дорофеева; - 10-е изд. - СПб.: Питер, 2005. – 960 с.

16 Бубородова, Т.И. Учет влияния оценки активов и обязательств на инфляционную прибыль / Т.И. Бубородова // Финансовый менеджмент. – 2009. - № 3. – С. 64 - 67.

17 Букан, Д. Научное управление запасами: пер. с англ. / Д. Букан, Э. Кенигсберг. - М.: Наука, 1967. – 423 с.

18 Бургуков, А.В. Решение дефицита платежных средств с использованием вексельных программ / А.В. Бургуков // Финансовый менеджмент. – 2008. - № 4. – С. 69-78.

19 Бухгалтерская отчетность организации: положение по бухгалтерскому учету 4/99, утв. приказом Минфина России от 6 июля 1999 г. № 43 н. – Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>.

20 Вальтер, О.Э. Финансовый менеджмент. / О.Э. Вальтер, Е.Н. Понеделкова, Д.А. Корнилин. - М.: Колос, 2002. – 176 с.

21 Ван Хорн, Дж. К. Основы финансового менеджмента: пер. с англ. / Дж. К. Ван Хорн, Джон М. Вахович. - М.: Издательский дом «Вильямс», 2008. – 992 с.

22 Вахрушина, М.А. Бухгалтерский управленческий учет: учебник для вузов / М.А. Вахрушина. – М.: Омега-Л, 2008. – 570 с.

23 Вахрушина, Н. Как управлять оборотными активами / Н. Вахрушина // Финансовый директор. – 2005. - № 1. – С. 69.

24 Вахрушина, Н. Создание системы управления дебиторской задолженностью / Н. Вахрушина // Финансовый директор. – 2005. - № 5. – С. 64.

25 Вишневская, И. Как управлять дебиторской задолженностью / И. Вишневская, Н.Кушим. // Финанс. – 2003. - № 18. - С. 4.

26 Волкова, О.Н. Управленческий учет: учебник / О.Н. Волкова. – М.: ТК ВЕЛБИ, 2007. – 472 с.

27 Волкова, О.Н. Бюджетирование и финансовый контроль в коммерческих организациях / О.Н. Волкова - М.: Финансы и статистика, 2007. – 272 с.

28 Волнин, В.А. Модели определения оптимального размера партии запасов: вариации модели EOQ и модель EPR / В.А. Волнин, А.А. Королева // Финансовый менеджмент. – 2012. - № 1. – С. 14-18.

29 Врублевский, Н. Д. Бухгалтерский управленческий учет: учебник / Н.Д. Врублевский – М.: Бухгалтерский учет, 2005. – 400 с.

30 Гавриков, М. Особенности управления дебиторской задолженностью в российских компаниях / М. Гавриков // Управление корпоративными финансами, 2005. - № 3. - С. 44.

31 Гаджинский, А. М. Дифференцированное управление многономенклатурными запасами / А. М. Гаджинский // Справочник экономиста. – 2008. - № 8 – С. 76 - 82.

32 Гибкое развитие предприятия: эффективность и бюджетирование / В.Н. Самочкин [и др.] - М.: Дело, 2000. – 242 с.

33 Гитман, Л. Дж. Основы инвестирования: пер. с англ. // Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонк. – М.: Дело, 1997. – 1008 с.

34 Горелин, Д. Ю. Экономический подход к обоснованию оптимальной производственной партии выпускаемой продукции / Д. Ю. Горелин // Финансовый менеджмент. – 2009. - № 3. – С. 45 - 52.

35 Гражданский Кодекс Российской Федерации: в 4 ч. Ч. 1, 2. - Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>.

36 Грищенко, Ю.И. Особенности влияния инфляции на финансовые результаты организации / Ю.И. Грищенко // Финансовый менеджмент. – 2011. - № 3. – С. 39-44.

37 Гусейнов, Б.М. Проблема расчета коэффициента бета при оценке стоимости собственного капитала методом CAPM для российских компаний / Б.М. Гусейнов // Финансовый менеджмент. – 2008. - № 1. – С. 56-60.

38 Гугова, А.В. Управление денежными потоками: теоретические аспекты / А.В. Гугова // Финансовый менеджмент. – 2004. - № 4. – С. 18-24.

39 Давыденко, Е.А. Проблемы организации финансового планирования и контроля на отечественных предприятия / Е.А. Давыденко // Финансовый менеджмент. – 2005. - № 2. – С. 58 - 69.

40 Давыдова, Л.В. Особенности формирования структуры капитала предприятия / Л.В. Давыдова, С.А. Ильминская // Финансы и кредит. – 2007. – № 47. – С. 16 - 27.

41 Дмитриева, О.В. Бухгалтерский учет и анализ хозяйственной деятельности в издательствах / О.В. Дмитриева, Э.В. Никольская. – М.: Финансы и статистика, 2004. – 240 с.

42 Дранко, О. И. Финансовый менеджмент: технологии управления финансами предприятия: учеб. пособие для вузов / О.И. Дранко. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – 351 с.

43 Друкер, П. Эффективное управление: пер. с англ. / П. Друкер. - М.: ООО «Издательство Астрель», 2004. – 284 с.

44 Ендовицкий, Д.А. Комплексный анализ и контроль инвестиционной деятельности: методология и практика / Д.А. Ендовицкий. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 400 с.

45 Ендовицкий, Д. А. Методика перспективного анализа потребности в материально-производственных запасах / Д. А. Ендовицкий // Экономический анализ: теория и практика. – 2006. - № 13 – С. 3 - 9.

46 Ефимова, О.В. Финансовый анализ / О.В. Ефимова.- 3-е изд., перераб. и доп. - М.: Бух. учет, 1999. - 352 с.

47 Жилкина, А.Н. Финансовое планирование на предприятии / А.Н. Жилкина. - М.: Благовест-В, 2004. – 248 с.

48 Зайцев, Н.Л. Экономика и организации: учебник для вузов / Л.Н. Зайцев. - М.: Экзамен, 2005. - 624 с.

49 Заров, К.Г. Оценка экономического эффекта от предоставления коммерческого кредита новому покупателю / К.Г. Заров // Финансовый менеджмент. – 2009. - № 2. – С. 5 - 16.

50 Зинкевич, Н.В. Эмпирическое тестирование теорий структуры капитала: модели, направления, результаты / Н.В. Зинкевич, Е.А. Олеванова // Корпоративные финансы. – 2008. – № 1. – С. 16 - 19.

51 Золотухин, А.В. Налоговый учет обязательств. Влияние списания дебиторской и кредиторской задолженности на налогообложение прибыли / А.В. Золотухин, Л.Н. Никулина // Управленческий учет. – 2005. - № 1. – С. 32.

52 Зубарева, В.Д. Повышение ликвидности предприятия за счет оптимизации использования денежных средств / В.Д. Зубарева, Д.Н. Дранишникова // Финансовый менеджмент. – 2008. - № 6. – С. 5 - 12.

53 Ивашкевич, В.Б. Бухгалтерский управленческий учет: учебник для вузов / В.Б. Ивашкевич. - 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Магистр, 2008. – 574 с.

54 Ивашковская, И. Структура капитала: резервы создания стоимости для собственников компании / И. Ивашковская, А. Куприянов // Корпоративные финансы. – 2005. – № 2. – С. 39 - 48.

55 Ивашковская, И. От финансового рычага к оптимизации структуры капитала предприятия / И. Ивашковская // Корпоративные финансы. – 2006. – № 11. – С. 14 - 18.

56 Игониная, Л.Л. Инвестиции: учеб. пособие / Л.Л. Игониная. М.: Экономистъ, 2005. – 478 с.

57 Илышева, Н.Н. Анализ финансовых потоков организации / Н.Н. Илышева, С.И. Крылов // Экономический анализ: теория и практика. – 2004. - № 1. – С. 10 – 15.

58 Каверина, О.Д. Управленческий учет: системы, методы, процедуры / О.Д. Каверина. - М.: Финансы и статистика, 2003. - 352 с.

59 Каплан, Роберт С. Функционально-стоимостной анализ. Практическое применение / Роберт С. Каплан, Р. Купер. – М.: Вильямс, 2008. – 352 с.

60 Карпова, Т.П. Управленческий учет: учебник / Т.П. Карпова. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – 351 с.

- 61 Кистерова, Е.В. Анализ финансовых коэффициентов – способ восприятия и оптимизации баланса / Е.В. Кистерова // Финансовый менеджмент. – 2008. - № 5. – С. 8 - 14.
- 62 Ковалев, В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалев. - М.: Финансы и статистика, 2007. – 768 с.
- 63 Ковалев, В.В. Курс финансового менеджмента: учебник / В.В. Ковалев. – М.: Проспект, 2010. – 480 с.
- 64 Ковалев, В.В. Основы теории финансового менеджмента: учебно-практическое пособие / В.В. Ковалев. - М.: Проспект, 2008. – 544 с.
- 65 Ковалев, В.В. Управление активами фирмы / В.В. Ковалев. – М.: Проспект, 2007. – 392 с.
- 66 Ковалев, В.В. Управление денежными потоками, прибылью и рентабельностью / В.В. Ковалев. – М.: Проспект, 2008. – 336 с.
- 67 Ковалев, В.В. Финансовый анализ: методы и процедуры / В.В. Ковалев. - М.: Финансы и статистика, 2006. – 560 с.
- 68 Ковалев, В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В.В. Ковалев. - М.: Проспект, 2009. – 1024 с.
- 69 Ковтун, С. Е. Кредитная политика предприятия как основа управления дебиторской задолженностью / С. Е.Ковтун // Управленческий учет и финансы. – 2007. - № 2. – С. 16.
- 70 Козин, П.П. Об инвестициях и классификации инвестиционных проектов с участием Российской Федерации / П.П. Козин // Финансовый менеджмент. – 2008. № 2. – С. 86 - 94.
- 71 Кондраков, Н.П. Бухгалтерский учет: учебное пособие /Н.П. Кондраков. – 5-е изд., перераб. и доп. - М.: Инфра-М, 2009. – 720 с.
- 72 Кондраков, Н.П. Бухгалтерский (финансовый, управленческий) учет: учебник / Н.П. Кондраков. – М.: ВЕЛБИ, 2007. – 448 с.
- 73 Краткий экономический словарь / Ю.А. Белик, Е.Ф. Борисов, Г.Я. Киперман; под ред. Ю.А. Белика. – М.: Политиздат, 1987. – 399 с.
- 74 Куницына, Н.Н. Финансовое планирование как элемент механизма

корпоративного управления / Н.Н. Куницына // Экономический анализ: теория и практика. – 2006. - № 12. – С. 4.

75 Кычанов, Б.И. Использование формализованных процедур в финансовом планировании / Б.И. Кычанов, Е.В. Храпова // Финансовый менеджмент. – 2008. № 2. – С. 47 - 52.

76 Лимитовский, М.А. Основы оценки инвестиционных и финансовых решений / М.А. Лимитовский. – М.: ДеКА, 2001. – 232 с.

77 Лисицина, Е.В. Оценка влияния финансовой структуры капитала на финансовый результат деятельности компании / Е.В, Лисицина, Г.С. Тосаренко // Финансы и кредит. – 2004. – № 2. – С. 26 - 33.

78 Лисицина, М.И. Обзор моделей теории структуры капитала и анализ их состоятельности / М.И. Лисицина // Финансы и кредит. – 2007. – № 9. – С. 41- 49.

79 Лихачева, О.Н. Финансовое планирование на предприятии: учебно-практическое пособие / О.Н. Лихачева. – М.: Проспект, 2003. – 263 с.

80 Лукашев, А.В. Эмпирические корпоративные финансы и капитальная структура компании / А.В. Лукашев // Управление корпоративными финансами. – 2004. – № 3. – С. 52 - 59.

81 Лумпов, Н. А. Исследование методов оценки стоимости запасов / Н. А. Лумпов // Финансовый менеджмент. – 2004. - №3 – С. 19 - 41.

82 Луценко, С.И. Модели финансирования собственного капитала / С.И. Луценко // Финансовый менеджмент. – 2009. - № 2. – С. 58 - 66.

83 Луценко, С.И. Баланс интересов между участниками при формировании финансовой структуры капитала компании / С.И. Луценко // Финансовый менеджмент. – 2009. - № 5. – С. 61- 72.

84 Магомедов, М. Д. Методы оценки товарно-материальных запасов предприятия / М. Д. Магомедов // Пищевая промышленность. – 2005. - № 2 – С. 12 - 15.

85 Методы управления затратами и качеством продукции: учебное пособие / В.Э. Керимов, Ф.А. Петрище, П.В. Селиванов, Э.Э. Керимов - М.: Издательско-книготорговый центр «Маркетинг», 2005. — 108 с.

86 Мишин, Ю. А. Формирование учетной управленческой информации в системе рационального и эффективного управления запасами / Ю. А. Мишин // Экономический анализ: теория и практика. – 2008. - № 16 – С. 41 - 57.

87 Мороз, С. Классификация инвестиций и их виды / С. Мороз // Юрист. – 2007. - № 4. – С. 24 - 29.

88 Морозов, С. Денежные потоки предприятия / С. Морозов // Финансовый менеджмент. – 2003. - № 1. – С. 14 - 15.

89 Налоговый кодекс Российской Федерации (НК РФ) (с изменениями и дополнениями). – Режим доступа RL:<http://www.interlaw.ru>.

90 Непомнящий, Е.Г. Экономика и управление предприятием: конспект лекций / Е.Г. Непомнящий. – Таганрог: ТРТУ, 1997. – 374 с.

91 Об акционерных обществах: Федеральный закон № 208-ФЗ от 26.12.2005 г. - Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>.

92 Об утверждении порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ: приказ Минфина России и ФКЦБ России от 29.01.2003 г. № 10н/03-6/пз. – Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>.

93 Основы учета и анализа в системе финансового менеджмента: учеб. пособие для слушателей программы Master of Business Administration / Д.А. Панков, [и др.]; под ред. Д.А. Панкова. – Мн.: Современ. шк., 2006. – 304 с.

94 Отчет о движении денежных средств: положение по бухгалтерскому учету: ПБУ 23/2011, утв. приказом Минфина России от 02.02.2011 г. № 11 н. – Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>.

95 О формах бухгалтерской отчетности организаций: приказ Минфина России от 02.07.2010 г. № 66 н. – Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>.

96 Оценка бизнеса / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. - М.: Финансы и статистика. – 2005. – 512 с.

97 Павлова, Л.Н. Финансовый менеджмент / Л.Н. Павлова. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. – 269 с.

98 Паламарчук, А.С. Оборотные средства предприятия. / А.С. Паламарчук // Справочник экономиста. – 2005 - № 3. – С. 38.

99 Паламарчук, А.С. Оценка оборачиваемости кредиторской задолженности и управление дебиторской задолженностью на предприятии / А.С. Паламарчук // Справочник экономиста. – 2005. - № 10. – С. 32 - 37.

100 Палий, В.Ф. Бухгалтерская отчетность особенности / В.Ф. Палий. – М.: Бератор-Пресс, 2003. – 216 с.

101 Петрова, Е.П. Стратегическое и внутрифирменное планирование на предприятиях пищевой промышленности на основе концепции денежного потока / Е. П. Петрова. – Режим доступа: <http://www.smartcat.ru/Managment/upnetincomeQ.shtml>

102 Плехова, Ю. О. Эффективное управление оборотными активами промышленных предприятий на основе концепции бережливого производства / Ю. О. Плехова // Финансы и кредит. – 2007. - № 19 – С. 56 - 58.

103 Пожидаева, Т.А. Методика расчета и анализа чистых активов организации / Т.А. Пожидаева // Справочник экономиста. – 2005. - № 6. – С. 31 - 39

104 Половинкин, С.А. Управление финансами предприятия: учеб.- прак. пособие / С.А. Половинкин. – М.: ИД ФБК-ПРЕСС, 2001. – 376 с.

105 Положение по ведению бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности в Российской Федерации, утв. приказом Минфина России от 29.07.98 г. № 34 н. – Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>.

106 Пономарева, О.А. Динамическая концепция структуры капитала: история возникновения, эволюция и основные исследовательские вопросы / О.А. Пономарева // Корпоративные финансы. – 2008. - № 2. – С. 29 - 35.

107 Потапова, Е. В. Оптимизация потребности в оборотном капитале / Е. В. Потапова // Финансы и кредит. – 2006. - № 19 – С. 32 - 34.

108 Приходько, Е.А. Краткосрочная финансовая политика: уч. пособие для вузов / Е.А. Приходько, В.А. Щербаков. – М.: Кнорус, 2005. – 272 с.

109 Пью, Д.С. Writers on organizations. Хрестоматия / Д.С. Пью, Д.Дж. Хиксон // Penguin Books, 1989. – 234 с.

110 Радионов, Р.А. Новые подходы к нормированию оборотных средств на предприятии /Р.А. Радионов // Финансовый менеджмент. - 2005. - № 3. - С.21.

111 Радионов, Р. А. Анализ методов управления запасами и оборотными средствами / Р. А. Радионов // Экономический анализ: теория и практика. – 2005. - №8 – С. 41 - 49.

112 Радионов, Р. А. Различие в методологических подходах к управлению запасами при применении нормативного и логистического методов / Р. А. Радионов // Экономический анализ: теория и практика. – 2008. - № 9 – С. 23 - 33.

113 Радионов, Р.А. Оперативный контроль фактического состояния запасов / Р.А. Радионов // Финансовый менеджмент. – 2006. - № 1. – С. 44.

114 Расходы организации: положение по бухгалтерскому учету: ПБУ 10/99, утв. приказом Минфина России от 06.05.1999 г. № 33 н. – Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>.

115 Рудык, Н.Б. Структура капитала корпораций: теория и практика / Н.Б. Рудык. – М.: Дело, 2004. – 272 с.

116 Румянцева, Е.Е. Новая экономическая энциклопедия / Е.Е. Румянцева. - М.: Инфра-М, 2010. – 826 с.

117 Селезнева, Н.Н. Финансовый анализ: учеб. пособие / Н.Н. Селезнева, А.Ф. Ионова. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. – 479 с.

118 Семенкова, Е.В. Корпоративные действия эмитента и дивидендная политика / Е.В. Семенкова // Финансовый менеджмент. – 2009. - № 3. – С. 89 - 93.

119 Сергеев, И.В. Организация и финансирование инвестиций / И.В.Сергеев, И.И.Веретенникова, В.В.Яновский. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 272 с.

120 Сертаков, А. С. О построении эффективной системы внутреннего контроля запасов предприятия / А. С. Сертаков // Финансовый менеджмент. – 2009. - №1 – С. 3 - 10.

121 Сизова, Т.В. Внутрифирменное бюджетирование: настольная книга по постановке финансового планирования / Т.В. Сизова, В.В. Гамаюнов, В. Е. Хруцкий. - М.: Финансы и статистика, 2003. – 400 с.

122 Скляренко, В.К. Методы учета затрат и калькулирования фактической себестоимости продукции / В.К. Скляренко // Справочник экономиста. – 2005. - № 10. – С. 38.

- 123 Славников, Д.В. Аналитические инструменты управления затратами в системе контроллинга / Д.В. Славников. - Минск: РЕГИСТР, 2007. - 160 с.
- 124 Сорокина, Е.М. Анализ денежных потоков предприятия: теория и практика в условиях реформирования российской экономики / Е.М. Сорокина. – 2-е изд. - М.: Финансы и статистика, 2007. – 176 с.
- 125 Сосненко, Л. С. Анализ материально-производственных запасов / Л. С. Сосненко // Экономический анализ: теория и практика. – 2007. - № 3 – С. 3 - 15
- 126 Способы взыскания долгов // Финансовый директор. - 2006. - № 6. – С. 67.
- 127 Сысоева, Е.Ф. Структура капитала и финансовая устойчивость организации: практический аспект / Е.Ф. Сысоева // Финансы и кредит. – 2007. – № 22. – С. 42 - 56.
- 128 Сысоева, Е.Ф. Сравнительный анализ подходов к проблеме оптимизации структуры капитала / Е.Ф. Сысоева // Финансы и кредит. – 2007. – № 25. – С. 63-74.
- 129 Танашева, О.Г. Контроль и анализ в системе управления затратами / О.Г. Танашева, Т.С. Рябова // Экономический анализ. - 2004. - № 18. - С. 36.
- 130 Теплова, Т.В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями: учеб. для вузов / Т. В. Теплова. - М.: ГУ ВШЭ, 2000. - 504 с.
- 131 Терехин, В.И. Финансовое управление фирмой. Настольная книга менеджера / В.И. Терехин, С.Н. Цыганков. – М.: Экономика, 1998. – 350 с.
- 132 Управление инвестициями: в 2 т. / В.В. Шеремет [и др.]. - М.: Высшая школа, 1998. - Т. 1. – 513 с.
- 133 Учет материально-производственных запасов: положение по бухгалтерскому учету: ПБУ 5/01, утв. приказом Минфина России от 09.06.2001 № 44н. – Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>.
- 134 Учет основных средств: положение по бухгалтерскому учету: ПБУ 6/01, утв. приказом Минфина России от 30.03.2001 N 26н. – Режим доступа RL:<http://www.consultant.ru>.
- 135 Финансовый менеджмент: учебник для вузов / под ред. акад. Г.Б. Поляка. 2-е изд., перераб. и доп. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2008. – 528 с.

- 136 Финансовый менеджмент: учебное пособие / А.Н. Гаврилова, Е.Ф. Сысоева, А.И. Барабанов, Г.Г. Чигарев. – М.: КНОРУС, 2006. - 336 с.
- 137 Финансовый менеджмент: теория и практика: учебник / Е.С. Стоянова, И.Т. Балабанов, И.А. Бланк; под ред. Е.С. Стояновой. - 6-е изд., перераб. и доп. - М.: Изд-во «Перспектива», 2008. – 656 с.
- 138 Финансы организаций (предприятий) / под ред. проф. Н.Ф. Колчиной - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2007. – 368 с.
- 139 Фомин, П.А. Финансы, кредит и денежное обращение: учебное пособие / П.А. Фомин. – Режим доступа: <http://smartcat.ru/FinancialManagement/Option.shtml>
- 140 Харитоновна, Е.Н. Бюджетирование как инструмент оперативного управления / Е.Н. Харитоновна. - Режим доступа: www.smartcat.ru.
- 141 Хиггинз, Роберт С. Финансовый анализ: инструменты для принятия бизнес-решений / Роберт С. Хиггинз. - 8-е изд. – М.: Диалектика, 2007. – 464 с.
- 142 Холодкова, В.В. Проблемы и практика определения ставки дисконтирования на основании модели CAPM / В.В. Холодкова // Финансовый менеджмент. – 2011. - № 4. – С. 81-89.
- 143 Холт, Р.Н. Основы финансового менеджмента: пер. с англ. / Р.Н. Холт. – М.: Дело, 1993. – 128 с.
- 144 Хохлов, В. В. Факторы роста оборотного капитала промышленных предприятий и цена источников его финансирования / В.В. Хохлов. - Режим доступа: <http://www.smartcat.ru/FinancialManagement/leasesA.shtml>
- 145 Черемушкин, С.В. Прогнозирование финансовой отчетности: важнейший инструмент стратегического и тактического планирования / С.В. Черемушкин // Финансовый менеджмент. – 2009. - № 5. – С. 63 - 71.
- 146 Черненко, А.Ф. Об использовании показателя объема продаж в финансовом анализе / А.Ф. Черненко // Аудитор.- 2002.- № 11.- С. 38 - 40.
- 147 Чернов, И. В. Информационные технологии при работе с дебиторской задолженностью. Основные алгоритмы / И. В. Чернов // Управление продажами. – 2007. - № 2. – С. 21 - 26.
- 148 Чикарова, М.Ю. Денежные потоки предприятия: проблемы

классификации / М.Ю. Чикарлова // Экономический анализ: теория и практика. – 2005. - № 8. – С. 16.

149 Шарп, У. Инвестиции: пер. с англ. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. - М.: ИНФРА-М, 2001. – 1028 с.

150 Шеремет, А.Д. Методика финансового анализа / А.Д. Шеремет, Р.С. Сайфулин. - М.: ИНФРА-М, 1996. – 176 с.

151 Шеремет, А.Д. Методика финансового анализа деятельности коммерческих организаций / А.Д. Шеремет, Е.В. Негашев. - М.: Инфра-М, 2004. – 237 с.

152 Шеремет, А.Д. Управленческий учет: учеб. пособие / А.Д. Шеремет, И.М. Волков, С.М. Шапигузов; под ред. А.Д. Шеремета. - М.: ФБК-ПРЕСС, 2004. – 512 с.

153 Шеремет, А.Д. Финансы предприятий: менеджмент и анализ: учеб. пособие для вузов / А.Д. Шеремет, А.Ф. Ионова.- 2-е изд., испр. и доп. - М.: ИНФРА-М, 2006. - 479 с.

154 Шукаев, А. И. Оптимизация запасов на российских предприятиях / А. И. Шукаев // Финансовый менеджмент. – 2006. - №2 – С. 9 - 15.

155 Юдина, Л.Н. Анализ себестоимости и прибыли в системе «директ-костинг» / Л.Н. Юдина // Финансовый менеджмент. – 2005. - № 5. – С. 36.