

Министерство образования и науки Российской Федерации
Тольяттинский государственный университет
Институт финансов, экономики и управления
Кафедра «Финансы и кредит»

А.А. Курилова

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Электронное учебное пособие



© ФГБОУ ВПО «Тольяттинский
государственный университет», 2014

ISBN 978-5-8259-0803-8

УДК 658.14(075.8)

ББК 65.26я73

Рецензенты:

д-р экон. наук, профессор Волжского университета
имени В.Н.Татищева *А.И. Афоничкин*;

д-р экон. наук, профессор Тольяттинского государственного
университета *А.А. Руденко*.

Курилова, А.А. Финансовый менеджмент : электронное учеб. пособие / А.А. Курилова. – Тольятти : Изд-во ТГУ, 2014. – 404 с. – 1 опт. диск.

В электронном учебном пособии рассматриваются методы управления оборотными и внеоборотными активами, общие основы управления капиталом предприятия, а также управление финансовыми инвестициями, планирование денежных потоков на предприятии, аспекты управления финансовыми рисками, антикризисное финансовое управление при угрозе банкротства. Предложены тесты для самостоятельного контроля знаний.

Электронное учебное пособие предназначено для студентов направления подготовки «Экономика», преподавателей и практических работников, специализирующихся в области управления финансами.

Текстовое электронное издание

Рекомендовано к изданию научно-методическим советом Тольяттинского государственного университета.

Минимальные системные требования: IBM PC-совместимый компьютер; Windows XP/Vista/7/8; ПИИ 500 МГц или эквивалент; 128 Мб ОЗУ; SVGA; Adobe Reader.

Номер государственной регистрации электронного издания

Редактор *Е.Ю. Жданова*

Технический редактор *З.М. Малявина*

Компьютерная вёрстка: *И.И. Шишкина*

Художественное оформление,

компьютерное проектирование: *И.И. Шишкина*

Дата подписания к использованию 11.11.2014.

Объем издания 5,9 Мб.

Комплектация издания: компакт-диск, первичная упаковка.

Заказ № 1-55-13.

Издательство Тольяттинского государственного университета

445667, г. Тольятти, ул. Белорусская, 14,

тел.: 8 (8482) 53 91 47, www.tltsu.ru

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	7
Глава 1. Финансовый менеджмент	9
1.1. Сущность, цели и задачи финансового менеджмента	9
1.2. Функции и механизм финансового менеджмента	15
Глава 2. Управление оборотными активами	22
2.1. Экономическая сущность и классификация активов предприятия	22
2.2. Политика управления оборотными активами	27
2.3. Управление запасами	40
2.4. Управление дебиторской задолженностью	48
2.5. Управление денежными активами	64
2.6. Управление финансированием оборотных активов	81
Глава 3. Управление внеоборотными активами	92
3.1. Политика управления внеоборотными активами	92
3.2. Управление обновлением внеоборотных средств	104
3.3. Управление финансированием внеоборотных активов	113
Глава 4. Общие основы управления капиталом предприятия	120
4.1. Экономическая сущность и классификация капитала предприятия	120
4.2. Принципы формирования капитала предприятия	126
4.3. Стоимость капитала и принципы её оценки	133
4.4. Финансовый леверидж	140
4.5. Оптимизация структуры капитала	145
Глава 5. Управление собственным капиталом	154
5.1. Политика формирования собственных финансовых ресурсов	154
5.2. Оценка стоимости отдельных элементов собственного капитала	161
5.3. Дивидендная политика	167
5.4. Эмиссионная политика	178
Глава 6. Управление заемным капиталом	184
6.1. Политика привлечения заемных средств	184
6.2. Оценка стоимости отдельных элементов заемного капитала	193
6.3. Управление привлечением банковского кредита	200

Глава 7. Управление реальными инвестициями	217
7.1. Формы реальных инвестиций и особенности управления ими	217
7.2. Виды инвестиционных проектов и требования к их разработке	225
7.3. Управление реализацией инвестиционных проектов	228
Глава 8. Управление финансовыми инвестициями	236
8.1. Формы финансовых инвестиций и особенности управления ими	236
8.2. Факторы, определяющие инвестиционные качества финансовых инструментов	241
8.3. Принципы и методы оценки эффективности отдельных финансовых инструментов инвестирования	248
8.4. Формирование портфеля финансовых инвестиций	256
8.5. Оперативное управление портфелем финансовых инвестиций	264
Глава 9. Управление денежными потоками	275
9.1. Понятие денежного потока и характеристика его видов	275
9.2. Принципы управления денежными потоками предприятия	284
9.3. Методы оптимизации денежных потоков предприятия	296
Глава 10. Планирование денежных потоков	308
10.1. Разработка плана поступления и расходования денежных средств	308
10.2. Разработка платежного календаря	314
Глава 11. Управление финансовыми рисками	323
11.1. Сущность и классификация финансовых рисков предприятия	323
11.2. Политика управления финансовыми рисками	334
11.3. Внутренние механизмы нейтрализации финансовых рисков	345
Глава 12. Антикризисное финансовое управление при угрозе банкротства	358
12.1. Сущность, виды и процедуры банкротства	358
12.2. Политика антикризисного финансового управления предприятием при угрозе банкротства	363

Глава 13. Диагностика банкротства	371
13.1. Система экспресс-диагностики банкротства	371
13.2. Система фундаментальной диагностики банкротства	373
Глава 14. Система механизмов финансовой стабилизации предприятия при угрозе банкротства	379
14.1. Внутренние механизмы финансовой стабилизации	379
14.2. Формы санации предприятия и их эффективность	390
Библиографический список	401

ВВЕДЕНИЕ

В системе управления различными аспектами деятельности любого предприятия в современных условиях наиболее сложным и ответственным звеном является управление финансами. В странах с рыночной экономикой принципы и методы этого управления еще на рубеже XIX–XX веков оформились в специализированную область знаний, получившую название «финансовый менеджмент».

За столетний период своего существования финансовый менеджмент значительно расширил круг изучаемых проблем: если при его зарождении он рассматривал в основном финансовые вопросы создания новых фирм и компаний, впоследствии – управление финансовыми инвестициями и проблемы банкротства, то в настоящее время он включает практически все направления управления финансами предприятия. Ряд проблем финансового менеджмента в последние годы получили широкое развитие в новых, относительно самостоятельных областях знаний: финансовом анализе, инвестиционном менеджменте, риск-менеджменте, антикризисном управлении предприятием при угрозе банкротства. Значительная часть исследователей за разработку отдельных проблем финансового менеджмента удостоены нобелевских премий.

Цель данного учебного курса – изложить в краткой и доступной форме основное содержание дисциплины «Финансовый менеджмент»; рассмотреть систему современных методов финансового управления; сформировать логику принятия управленческих решений в сфере финансовой деятельности, обеспечивающих их высокий динамизм и вариативность; ознакомить с современными финансовыми инструментами, используемыми в отечественной практике.

Учебный курс охватывает основной круг вопросов финансового управления предприятиями, изучаемых студентами

экономических специальностей. В нем изложены сущность, цель и функции финансового менеджмента, его методологические системы и методический инструментарий; рассмотрены современные методы финансового управления активами, капиталом, инвестициями, денежными потоками и финансовыми рисками предприятия; определено содержание основных механизмов антикризисного финансового управления предприятием при угрозе банкротства.

Логика построения данного учебного пособия и основной его материал апробированы автором в процессе чтения соответствующей дисциплины студентам вузов, а также проведения практических семинаров с финансовыми менеджерами предприятий.

1.1. Сущность, цели и задачи финансового менеджмента

Финансовый менеджмент представляет собой систему принципов и методов разработки и реализации управленческих решений, связанных с формированием, распределением и использованием финансовых ресурсов предприятия и организацией оборота его денежных средств.

Эффективное управление финансовой деятельностью предприятия обеспечивается реализацией ряда принципов.

1. Интегрированность с общей системой управления предприятием. В какой бы сфере деятельности предприятия не принималось управленческое решение, оно прямо или косвенно оказывает влияние на формирование денежных потоков и результаты финансовой деятельности. Финансовый менеджмент непосредственно связан с производственным, инновационным менеджментом, менеджментом персонала и др.

2. Комплексный характер формирования управленческих решений. Все управленческие решения в области формирования, распределения и использования финансовых ресурсов и организации денежного оборота предприятия теснейшим образом взаимосвязаны и оказывают прямое или косвенное воздействие на результаты его финансовой деятельности. В ряде случаев это воздействие может носить противоречивый характер. Так, осуществление высокодоходных финансовых инвестиций может вызвать дефицит в финансировании производственной деятельности и как следствие – существенно уменьшить размер операционной прибыли (т. е. снизить потенциал формирования собственных финансовых ресурсов). Поэтому финансовый менеджмент должен рассматриваться как комплексная управляющая система, обеспечивающая разработку взаимозависимых управленческих решений, каждое

из которых вносит свой вклад в общую результативность финансовой деятельности предприятия.

3. Высокий динамизм управления. Даже наиболее эффективные управленческие решения в области формирования и использования финансовых ресурсов и оптимизации денежного оборота, разработанные и реализованные на предприятии в предшествующем периоде, не всегда могут быть повторно использованы на последующих этапах его финансовой деятельности. Это связано с высокой динамикой факторов внешней среды на стадии перехода к рыночной экономике, и в первую очередь – с изменением конъюнктуры финансового рынка. Кроме того, меняются во времени и внутренние условия функционирования предприятия, особенно на этапах перехода к последующим стадиям его жизненного цикла. Поэтому финансовому менеджменту должен быть присущ высокий динамизм, учитывающий изменение факторов внешней среды, ресурсного потенциала, форм организации производственной и финансовой деятельности, финансового состояния и других параметров функционирования предприятия.

4. Многовариантность подходов к разработке отдельных управленческих решений. Реализация этого принципа предполагает, что подготовка каждого управленческого решения в сфере формирования и использования финансовых ресурсов и организации денежного оборота должна учитывать альтернативные возможности действий. При наличии альтернативных проектов управленческих решений их выбор для реализации должен быть основан на системе критериев, определяющих финансовую идеологию, финансовую стратегию или конкретную финансовую политику предприятия. Система таких критериев устанавливается самим предприятием.

5. Ориентированность на стратегические цели развития предприятия. Какими бы эффективными не казались те или иные проекты управленческих решений в области финансовой

деятельности в текущем периоде, они должны быть отклонены, если вступают в противоречие с миссией (главной целью деятельности) предприятия, стратегическими направлениями его развития, подрывают экономическую базу формирования высоких размеров собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников в предстоящем периоде.

Эффективный финансовый менеджмент, организованный с учетом изложенных принципов, позволяет формировать ресурсный потенциал высоких темпов прироста производственной деятельности предприятия, обеспечивать постоянный рост собственного капитала, существенно повышать его конкурентную позицию на товарном и финансовом рынках, обеспечивать стабильное экономическое развитие в стратегической перспективе.

С учетом содержания и принципов финансового менеджмента формируются его цели и задачи.

Главной целью финансового менеджмента является обеспечение максимизации благосостояния собственников предприятия в текущем и перспективном периоде. Эта цель получает конкретное выражение в обеспечении максимизации рыночной стоимости предприятия, что реализует конечные финансовые интересы его владельцев. Характеризуя общепринятую в рыночной экономике вышеизложенную главную цель финансового менеджмента, следует отметить, что она вступает в противоречие с весьма распространенным у нас мнением о том, что главной целью финансовой деятельности предприятия является максимизация прибыли. Дело в том, что максимизация рыночной стоимости предприятия далеко не всегда автоматически достигается при максимизации его прибыли. 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. Поэтому в рыночных условиях максимизация прибыли

может выступать как одна из важных задач финансового менеджмента, но не как главная его цель.

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 предстоящем периоде. Эта задача реализуется путем определения общей потребности в финансовых ресурсах предприятия на предстоящий период, максимизации объема привлечения собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников, определения целесообразности формирования собственных финансовых ресурсов за счет внешних источников, управления привлечением заемных финансовых средств, оптимизации структуры источников формирования ресурсного финансового потенциала.

2. Обеспечение наиболее 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 оборота. 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.

4. Обеспечение максимизации прибыли предприятия при предусматриваемом уровне финансового риска. Максимизация прибыли достигается за счет эффективного управления активами предприятия, вовлечения в хозяйственный оборот заемных финансовых средств, выбора наиболее эффективных направлений операционной и финансовой деятельности. При этом для достижения целей экономического развития предприятие должно стремиться максимизировать не балансовую, а чистую прибыль, остающуюся в его распоряжении, что требует осуществления эффективной налоговой, амортизационной и дивидендной 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 обеспечиваться в пределах допустимого финансового риска, конкретный уровень которого устанавливается собственниками или менеджерами предприятия с учетом их финансового менталитета (отношения к степени допустимого риска при осуществлении хозяйственной деятельности).

5. Обеспечение минимизации уровня финансового риска при предусматриваемом уровне прибыли. Если уровень прибыли предприятия задан или спланирован заранее, важной задачей является снижение уровня финансового риска, обеспечивающего получение этой прибыли. Такая минимизация может быть обеспечена путем диверсификации видов операционной и финансовой деятельности, а также портфеля финансовых инвестиций; профилактикой и избеганием отдельных финансовых рисков, эффективными формами их внутренне-го и внешнего страхования.

6. Обеспечение постоянного финансового равновесия предприятия в процессе его развития. Такое равновесие характеризуется высоким уровнем финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия на всех этапах его развития и обеспечивается формированием оптимальной структуры капитала и активов, эффективными пропорциями в объемах формирования финансовых ресурсов за счет различных источников, достаточным уровнем самофинансирования инвестиционных потребностей.

Все рассмотренные задачи финансового менеджмента теснейшим образом взаимосвязаны, хотя отдельные из них и носят разнонаправленный характер (например, обеспечение максимизации суммы прибыли при минимизации уровня финансового риска; обеспечение формирования достаточного объема финансовых ресурсов и постоянного финансового равновесия предприятия в процессе его развития и т. п.). Поэтому в процессе финансового менеджмента отдельные задачи должны быть оптимизированы между собой для наиболее эффективной реализации его главной цели.

Как и каждая управляющая система, финансовый менеджмент предполагает наличие определенного **объекта управления**. Таким объектом управления выступают финансы предприятия и его финансовая деятельность. Особенности формирования капитала и финансовых ресурсов, формы и методы распределения этих финансовых ресурсов, объемы и интенсивность денежных потоков и другие условия финансовой деятельности существенно различаются на отдельных предприятиях.

Учет особенностей отдельных предприятий как объекта финансового управления позволяет более эффективно осуществлять финансовый менеджмент.

Финансовый менеджмент как управляющая система характеризуется наличием и определенных **субъектов управления**. Современная практика финансового менеджмента позволяет выделить три основных группы таких субъектов.

1. Собственник предприятия самостоятельно осуществляет функции финансового управления, как правило, на малых предприятиях с небольшим объемом финансовой деятельности. В этом случае в привлечении для осуществления этих функций специалиста – наемного работника нет необходимости.

2. Финансовый менеджер широкого профиля является специалистом – наемным работником, осуществляющим практически все функции финансового управления предприятием. Такие специалисты используются в основном на предприятиях для общего руководства финансовой деятельностью.

3. Функциональный финансовый менеджер является узким специалистом – наемным работником, осуществляющим специализированные функции управления в одной из сфер финансовой деятельности предприятия. Современная, зарубежная и отечественная практика выделяет следующие формы специализации функциональных финансовых менеджеров: а) менеджер по управлению инвестициями предприятия («инвестиционный менеджер»); б) менеджер по управлению денежными потоками предприятия («кэш-менеджер»); в) менеджер по управлению финансовыми рисками предприятия («риск-менеджер»); г) менеджер по антикризисному финансовому управлению предприятием при угрозе банкротства («антикризисный менеджер») и некоторые другие.

1.2. Функции и механизм финансового менеджмента

Финансовый менеджмент реализует свою главную цель и основные задачи путем осуществления определенных функций. Эти функции подразделяются на две основные группы, определяемые комплексным содержанием финансового менеджмента: 1) **функции финансового менеджмента как управляющей системы** (состав этих функций в целом характерен для любого вида менеджмента, хотя и должен

учитывать его специфику); 2) **функции финансового менеджмента как специальной области управления предприятием** (состав этих функций определяется конкретным объектом финансового менеджмента).

Рассмотрим содержание основных функций финансового менеджмента в разрезе отдельных групп.

Основные функции финансового менеджмента как управляющей системы

Разработка финансовой стратегии предприятия. В процессе реализации этой функции исходя из общей стратегии 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. Финансовая стратегия предприятия рассматривается как неотъемлемая составная часть общей стратегии его экономического развития.

Создание организационных структур, обеспечивающих принятие и реализацию управленческих решений по всем аспектам финансовой деятельности предприятия. 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 направлениям финансовой деятельности. Организационные структуры финансового менеджмента должны быть интегрированы в общую организационную структуру управления предприятием.

Формирование эффективных информационных систем, обеспечивающих обоснование альтернативных вариантов 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.

Осуществление анализа различных аспектов финансовой деятельности 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.

Осуществление планирования финансовой деятельности предприятия по основным направлениям. Реализация этой функции финансового менеджмента связана с разработкой системы 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.

Разработка действенной системы стимулирования реализации принятых управленческих решений в области финансовой деятельности. В процессе реализации этой функции формируется система поощрения и санкций в разрезе руководителей и менеджеров отдельных структурных подразделений предприятия за выполнение или невыполнение установленных целевых финансовых показателей, финансовых нормативов и плановых заданий. Индивидуализация такой системы стимулирования обеспечивается путем внедрения на предприятии контрактной формы оплаты труда руководителей подразделений и финансовых менеджеров.

Осуществление эффективного контроля за реализацией принятых управленческих решений в области финансовой деятельности. Реализация этой функции финансового менеджмента связана с созданием систем внутреннего контроля на предприятии, разделением контрольных обязанностей отдельных служб и финансовых менеджеров, определением системы контролируемых показателей и контрольных периодов, оперативным реагированием на результаты осуществляемого контроля.

Основные функции финансового менеджмента как специальной области управления предприятием

1. *Управление активами.* Функциями этого управления являются выявление реальной потребности в отдельных видах активов исходя из предусматриваемых объемов операционной деятельности предприятия и определение их суммы в целом, оптимизация состава активов с позиций эффективности комплексного их использования, обеспечение ликвидности отдельных видов оборотных активов и ускорение цикла их оборота, выбор эффективных форм и источников их финансирования.

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

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.

4. *Управление денежными потоками.* Функциями этого управления является формирование входящих и выходящих потоков денежных средств предприятия, их синхронизация по объему и во времени по отдельным предстоящим периодам, эффективное использование остатка временно свободных денежных активов.

5. *Управление финансовыми рисками и предотвращение банкротства.* В процессе реализации этой функции выявляется состав основных финансовых рисков, присущих хозяйственной деятельности данного предприятия; осуществляется оценка уровня этих рисков и объем связанных с ними возможных финансовых потерь в разрезе отдельных операций и по хозяйственной деятельности в целом; формируется система мероприятий по профилактике и минимизации отдельных финансовых рисков, а также их страхованию; на основе постоянного мониторинга диагностируется уровень угрозы банкротства и при высоком ее уровне используются механизмы антикризисного финансового управления предприятием.

Основные функции финансового менеджмента как специальной области управления предприятием рассмотрены в наиболее агрегированном виде. Каждая из этих функций может быть конкретизирована более целенаправленно с учетом специфики предприятия как объекта финансового управления и основных форм его финансовой деятельности. С учетом осуществления такой конкретизации на каждом предприятии строится многоуровневая функциональная система управления финансовой деятельностью.

Процесс управления финансовой деятельностью предприятия базируется на определенном механизме. **Механизм финансового менеджмента представляет собой систему основных элементов, регулирующих процесс разработки и реализации управленческих решений в области финансовой деятельности предприятия.**

Элементы финансового менеджмента

1. Государственное нормативно-правовое регулирование финансовой деятельности предприятия. Принятие законов и других нормативных актов, регулирующих финансовую деятельность предприятий, представляет собой одно из направлений реализации внутренней финансовой политики государства. Законодательные и нормативные основы этой политики регулируют финансовую деятельность предприятия в разных формах.

2. Рыночный механизм регулирования финансовой деятельности предприятия. Этот механизм формируется прежде всего в сфере финансового рынка в разрезе отдельных его видов и сегментов. Спрос и предложение на финансовом рынке формируют уровень цен (ставки процента) и котировок по отдельным финансовым инструментам, определяют доступность кредитных ресурсов в национальной и иностранной валютах, выявляют среднюю норму доходности капитала, определяют систему ликвидности отдельных фондовых и денежных инструментов, используемых предприятием в процессе своей финансовой деятельности. По мере углубления рыночных отношений роль рыночного механизма регулирования финансовой деятельности предприятий будет возрастать.

3. Внутренний механизм регулирования отдельных аспектов финансовой деятельности предприятия. Механизм такого регулирования формируется в рамках самого предприятия, соответственно регламентируя те или иные оперативные управленческие решения по вопросам его финансовой деятельности. Так, ряд аспектов финансовой деятельности регулируется требованиями устава предприятия. Отдельные из этих аспектов регулируются разработанной на предприятии финансовой стратегией и целевой финансовой политикой по отдельным направлениям финансовой деятельности. Кроме того, на предприятии может быть разработана и утверждена система внутренних нормативов и требований по отдельным аспектам финансовой деятельности.

4. Система конкретных методов и приемов осуществления управления финансовой деятельностью предприятия. В процессе анализа, планирования и контроля финансовой деятельности используется обширная система методов и приемов, с помощью которых достигаются необходимые результаты. К числу основных относятся следующие методы: технико-экономических расчетов, балансовый, экономико-статистические, экономико-математические, сравнения и другие (их содержание будет подробно рассмотрено в последующих разделах).

Эффективный механизм финансового менеджмента позволяет в полном объеме реализовать стоящие перед ним цели и задачи, способствует результативному осуществлению функций финансового управления предприятием.

Контрольные вопросы

1. Назовите принципы эффективного управления финансовой деятельностью предприятия.
2. В чем заключаются задачи финансового менеджмента?
3. Субъекты управления финансового менеджмента.
4. Каковы функции финансового менеджмента?
5. Назовите основные механизмы финансового менеджмента.

Глава 2. УПРАВЛЕНИЕ ОБОРОТНЫМИ АКТИВАМИ

2.1. Экономическая сущность и классификация активов предприятия

Для осуществления хозяйственной деятельности каждое предприятие должно располагать определенным имуществом, принадлежащим ему на правах собственности или владения. Все имущество, которым располагает предприятие и которое отражено в его балансе, называется его активами.

Активы представляют собой экономические ресурсы предприятия в форме совокупных имущественных ценностей, используемых в хозяйственной деятельности с целью получения прибыли.

Виды классификации активов предприятия

1. По форме функционирования активов

• *Материальные активы* – активы предприятия, имеющие вещную (материальную) форму. К материальным активам предприятия относятся:

- основные средства;
- незавершенные капитальные вложения;
- оборудование, предназначенное для монтажа;
- производственные запасы сырья и полуфабрикатов;
- запасы малоценных и быстроизнашивающихся предметов;
- объем незавершенного производства;
- запасы готовой продукции, предназначенной к реализации;
- прочие виды материальных активов.

• *Нематериальные активы* – активы предприятия, не имеющие вещной формы, но принимающие участие в хозяйственной деятельности и приносящие прибыль. К этому виду активов предприятия относятся:

- приобретенные предприятием права пользования отдельными природными ресурсами;
 - патентные права на использование изобретений;
 - «ноу-хау» — совокупность технических, технологических, управленческих, коммерческих и других знаний, оформленных в виде технической документации, описания, накопленного производственного опыта, являющихся предметом инноваций, но не запатентованных;
 - права на промышленные образцы и модели;
 - товарный знак — эмблема, рисунок или символ, зарегистрированные в установленном порядке, служащие для отличия товаров данного изготовителя от других аналогичных товаров;
 - торговая марка — право на исключительное использование фирменного наименования юридического лица;
 - права на использование компьютерных программных продуктов;
 - «гудвилл» — разница между рыночной стоимостью предприятия как целостного имущественного комплекса и его балансовой стоимостью, образованная в связи с возможностью получения более высокого уровня прибыли (в сравнении со среднеотраслевым ее уровнем) за счет использования более эффективной системы управления, доминирующей позиции на товарном рынке, применения новых технологий и т. п.;
 - другие аналогичные виды имущественных ценностей предприятия.
- *Финансовые активы* — различные финансовые инструменты, принадлежащие предприятию или находящиеся в его владении. К финансовым активам предприятия относятся:
 - денежные активы в национальной валюте;
 - денежные активы в иностранной валюте;
 - дебиторская задолженность во всех ее формах;

- краткосрочные финансовые вложения;
- долгосрочные финансовые вложения.

2. По характеру участия в хозяйственном процессе и скорости оборота активов

• *Оборотные (текущие) активы* – совокупность имущественных ценностей предприятия, обслуживающих текущую производственно-коммерческую (операционную) деятельность и полностью потребляемых в течение одного производственно-коммерческого цикла. В практике учета к ним относят имущественные ценности (активы) всех видов со сроком использования до одного года и стоимостью менее 15 необлагаемых налогом минимумов доходов граждан.

В составе оборотных (текущих) активов предприятия выделяют следующие их элементы:

- производственные запасы сырья и полуфабрикатов;
- запасы малоценных и быстроизнашивающихся предметов;
- объем незавершенного производства;
- запасы готовой продукции, предназначенной к реализации;
- дебиторскую задолженность;
- денежные активы в национальной валюте;
- денежные активы в иностранной валюте;
- краткосрочные финансовые вложения;
- расходы будущих периодов.

• *Внеоборотные активы* – совокупность имущественных ценностей предприятия, многократно участвующих в процессе хозяйственной деятельности и переносящих на продукцию использованную стоимость частями. В состав внеоборотных активов предприятия входят следующие их виды:

- основные средства;
- нематериальные активы;
- незавершенные капитальные вложения;
- оборудование, предназначенное к монтажу;

- долгосрочные финансовые вложения;
- другие виды внеоборотных активов.

3. По характеру обслуживания отдельных видов деятельности

- *Операционные активы* – совокупность имущественных ценностей, непосредственно используемых в производственно-коммерческой (операционной) деятельности предприятия с целью получения операционной прибыли.

В состав операционных активов предприятия включаются:

- производственные основные средства;
- нематериальные активы, обслуживающие операционный процесс;
- оборотные операционные активы (вся их совокупность за минусом краткосрочных финансовых вложений).

- *Инвестиционные активы* – совокупность имущественных ценностей предприятия, связанных с осуществлением его инвестиционной деятельности.

В состав инвестиционных активов предприятия включаются:

- незавершенные капитальные вложения;
- оборудование, предназначенное к монтажу;
- долгосрочные финансовые вложения;
- краткосрочные финансовые вложения.

4. По характеру финансовых источников формирования активов

- *Валовые активы* – совокупность имущественных ценностей (активов) предприятия, сформированных за счет как собственного, так и заемного капитала.

- *Чистые активы* – стоимостная совокупность имущественных ценностей (активов) предприятия, сформированных исключительно за счет собственного его капитала. Стоимость чистых активов предприятия определяется по следующей формуле:

$$\text{ЧА} = \text{А} - \text{ЗК},$$

где ЧА – стоимость чистых активов предприятия; А – общая сумма всех активов предприятия по балансовой стоимости; ЗК – общая сумма используемого заемного капитала предприятия.

5. По характеру владения активами

- *Собственные активы* – активы предприятия, находящиеся в постоянном его владении и отражаемые в составе его баланса.

- *Арендуемые активы* – активы предприятия, находящиеся во временном его владении в соответствии с заключенными договорами аренды (лизинга).

6. По степени ликвидности активов

- *Активы в абсолютно ликвидной форме* – активы, не требующие реализации и представляющие собой готовые средства платежа.

В состав активов этого вида входят:

- денежные активы в национальной валюте;
- денежные активы в иностранной валюте.

- *Высоколиквидные активы* – группа активов предприятия, которая быстро может быть конверсирована в денежную форму (как правило, в срок до одного месяца) без ощутимых потерь своей текущей рыночной стоимости с целью своевременного обеспечения платежей по текущим финансовым обязательствам.

К высоколиквидным активам предприятия относятся:

- краткосрочные финансовые вложения;
- краткосрочная дебиторская задолженность.

- *Среднеликвидные активы* – активы, которые могут быть конверсированы в денежную форму без ощутимых потерь своей текущей рыночной стоимости в срок от одного до шести месяцев.

К среднеликвидным активам предприятия обычно относят:

- все формы дебиторской задолженности, кроме краткосрочной и безнадежной;
- запасы готовой продукции, предназначенной к реализации.

- *Слаболиквидные активы* – активы предприятия, которые могут быть конверсированы в денежную форму без потерь своей текущей рыночной стоимости лишь по истечении значительного периода времени (от полугода и выше).

В современной практике финансового менеджмента к этой группе активов предприятия относят:

- запасы сырья и полуфабрикатов;
- запасы малоценных и быстроизнашивающихся предметов;
- активы в форме незавершенного производства;
- основные средства;
- незавершенные капитальные вложения;
- оборудование, предназначенное к монтажу;
- нематериальные активы;
- долгосрочные финансовые вложения.

- *Неликвидные активы* – виды активов предприятия, которые самостоятельно реализованы быть не могут (они могут быть проданы лишь в составе целостного имущественного комплекса).

К таким активам относятся:

- безнадежная дебиторская задолженность;
- расходы будущих периодов;
- убытки текущие и прошлых лет (отражаемые в составе актива баланса предприятия).

С учетом рассмотренной классификации строится процесс финансового управления активами предприятия.

2.2. Политика управления оборотными активами

Управление оборотными активами составляет наиболее обширную часть операций финансового менеджмента. Это связано с большим количеством элементов их внутреннего материально-вещественного и финансового состава, требующих индивидуализации управления; высокой динамикой

трансформации их видов; высокой ролью в обеспечении платежеспособности, рентабельности и других целевых результатов финансовой деятельности предприятия.

Целенаправленное управление оборотными активами предприятия определяет необходимость предварительной их классификации. С позиций финансового менеджмента эта классификация оборотных активов строится по следующим основным признакам.

1. По характеру финансовых источников формирования выделяют валовые, чистые и собственные оборотные активы.

- *Валовые оборотные активы (или оборотные средства в целом)* характеризуют общий их объем, сформированный за счет как собственного, так и заемного капитала. В составе отчетного баланса предприятия они отражаются как сумма второго и третьего разделов его актива.

- *Чистые оборотные активы (или чистый рабочий капитал)* характеризуют ту часть их объема, которая сформирована за счет собственного и долгосрочного заемного капитала.

Сумму чистых оборотных активов рассчитывают по следующей формуле:

$$\text{ЧОА} = \text{ОА} - \text{КФО},$$

где ЧОА – сумма чистых оборотных активов предприятия; ОА – сумма валовых оборотных активов предприятия; КФО – краткосрочные текущие финансовые обязательства предприятия.

- *Собственные оборотные активы (или собственные оборотные средства)* характеризуют ту их часть, которая сформирована за счет собственного капитала предприятия.

Сумму собственных оборотных активов предприятия рассчитывают по формуле

$$\text{СОА} = \text{ОА} - \text{ДЗК} - \text{КФО},$$

где СОА – сумма собственных оборотных активов предприятия; ОА – сумма валовых оборотных активов предприятия; ДЗК – долгосрочный заемный капитал, инвестированный в оборотные активы предприятия; КФО – краткосрочные (текущие) финансовые обязательства предприятия.

Если предприятие не использует долгосрочный заемный капитал для финансирования оборотных средств, то суммы собственных и чистых оборотных активов совпадают.

2. По видам оборотных активов

- *Запасы сырья, материалов и полуфабрикатов* – объем входящих материальных потоков в форме запасов, обеспечивающих производственную деятельность предприятия.

- *Запасы готовой продукции* – объем выходящих материальных потоков в форме запасов произведенной продукции, предназначенной для реализации. В практике финансового менеджмента к этому виду оборотных активов добавляют обычно объем незавершенного производства (с оценкой коэффициента его завершенности по отдельным видам продукции в целом). При значительном объеме и продолжительности цикла незавершенного производства его выделяют в процессе финансового менеджмента в отдельный вид оборотных активов.

- *Дебиторская задолженность* – сумма задолженности в пользу предприятия, представленная финансовыми обязательствами юридических и физических лиц по расчетам за товары, работы, услуги, выданные авансы и т. п.

- *Денежные активы*. В практике финансового менеджмента к ним относят не только остатки денежных средств в национальной и иностранной валюте (во всех их формах), но и сумму краткосрочных финансовых вложений, которые рассматриваются как форма инвестиционного использования временно свободного остатка денежных активов (так называемый «спекулятивный остаток денежных средств»).

- *Прочие виды оборотных активов.* К ним относятся оборотные активы, не включенные в состав вышерассмотренных их видов, если они отражаются в общей их сумме (расходы будущих периодов и т. п.).

3. По характеру участия в операционном процессе

- *Оборотные активы, обслуживающие производственный цикл предприятия* (запасы сырья, материалов и полуфабрикатов; объем незавершенного производства, запасы готовой продукции).

- *Оборотные активы, обслуживающие финансовый (денежный) цикл предприятия* (дебиторская задолженность и др.).

4. По периоду функционирования оборотных активов

- *Постоянная часть оборотных активов* – неизменная часть оборотных активов, которая не зависит от сезонных и других колебаний операционной деятельности предприятия и не связана с формированием запасов товарно-материальных ценностей сезонного хранения, досрочного завоза и целевого назначения. Иными словами, она рассматривается как неснижаемый минимум оборотных активов, необходимый предприятию для осуществления операционной деятельности.

- *Переменная часть оборотных активов* – варьирующая часть оборотных активов, которая связана с сезонным возрастанием объема производства и реализации продукции, необходимостью формирования в отдельные периоды хозяйственной деятельности предприятия запасов товарно-материальных ценностей сезонного хранения, досрочного завоза и целевого назначения. В составе этого вида оборотных активов выделяют обычно *максимальную и среднюю* их части.

Классификация оборотных активов предприятия не ограничивается перечисленными выше основными признаками. Она будет дополнена в процессе дальнейшего изложения вопросов управления оборотными активами.

Управление оборотными активами предприятия связано с конкретными особенностями формирования его 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 активы (включая их субституты в форме краткосрочных финансовых вложений) используются для приобретения сырья и материалов, т. е. входящих запасов материальных оборотных активов.

На второй стадии входящие запасы материальных оборотных активов в результате непосредственной производственной деятельности превращаются в запасы готовой продукции.

На третьей стадии запасы готовой продукции реализуются потребителям и до наступления их оплаты преобразуются в дебиторскую задолженность.

На четвертой стадии инкассированная (т. е. оплаченная) дебиторская задолженность вновь преобразуется в денежные активы (часть которых до их производственного востребования может храниться в форме высоколиквидных краткосрочных финансовых вложений).

Важнейшей характеристикой операционного (производственно-коммерческого) цикла, существенно влияющей на объем, структуру и эффективность использования оборотных активов, является его продолжительность. Она включает период времени от момента расходования предприятием денежных средств на приобретение входящих запасов материальных оборотных активов до поступления денег от дебиторов за реализованную им продукцию.

Принципиальная формула, по которой рассчитывается продолжительность операционного цикла предприятия, имеет вид:

$$\text{ПОЦ} = \text{ПО}_{\text{да}} + \text{ПО}_{\text{мз}} + \text{ПО}_{\text{гп}} + \text{ПО}_{\text{дз}},$$

где ПОЦ – продолжительность операционного цикла предприятия, в днях; $\text{ПО}_{\text{да}}$ – период оборота среднего остатка денежных активов (включая их субституты в форме краткосрочных финансовых вложений), в днях; $\text{ПО}_{\text{мз}}$ – продолжительность оборота запасов сырья, материалов и других материальных факторов производства в составе оборотных активов, в днях; $\text{ПО}_{\text{гп}}$ – продолжительность оборота запасов готовой продукции, в днях; $\text{ПО}_{\text{дз}}$ – продолжительность инкассации дебиторской задолженности, в днях.

В процессе управления оборотными активами в рамках операционного цикла выделяют две основные его составляющие: 1) производственный цикл предприятия; 2) финансовый цикл (или цикл денежного оборота) предприятия.

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 предприятия определяется по формуле

$$\text{ППЦ} = \text{ПО}_{\text{см}} + \text{ПО}_{\text{нз}} + \text{ПО}_{\text{гп}},$$

где ППЦ – продолжительность производственного цикла предприятия, в днях; $\text{ПО}_{\text{см}}$ – период оборота среднего запаса сырья, материалов и полуфабрикатов, в днях; $\text{ПО}_{\text{нз}}$ – период оборота среднего объема незавершенного производства, в днях; $\text{ПО}_{\text{гп}}$ – период оборота среднего запаса готовой продукции, в днях.

Финансовый цикл (цикл денежного оборота) 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.

Продолжительность финансового цикла (или цикла денежного оборота) предприятия определяется по следующей формуле:

$$\text{ПФЦ} = \text{ППЦ} + \text{ПО}_{\text{дз}} - \text{ПО}_{\text{кз}},$$

где ПФЦ – продолжительность финансового цикла (цикла денежного оборота) предприятия, в днях; ППЦ – продолжительность производственного цикла предприятия, в днях; $\text{ПО}_{\text{дз}}$ – средний период оборота дебиторской задолженности, в днях; $\text{ПО}_{\text{кз}}$ – средний период оборота кредиторской задолженности, в днях.

Между продолжительностью производственного и финансового циклов предприятия существует тесная связь.

Значительный объем финансовых ресурсов, инвестируемых в оборотные активы, многообразие их видов и конкретных разновидностей, определяющая роль в ускорении оборота капитала и обеспечении постоянной платежеспособности, а также ряд других условий определяют сложность задач финансового менеджмента, связанных с управлением оборотными активами. Комплекс этих задач и механизмы их реализации получают отражение в разрабатываемой на предприятии политике управления оборотными активами.

Политика управления оборотными активами представляет собой часть общей финансовой стратегии предприятия, заключающейся в формировании необходимого объема и состава оборотных активов, рационализации и оптимизации структуры источников их финансирования.

Политика управления оборотными активами предприятия разрабатывается по следующим основным этапам.

1. Анализ оборотных активов предприятия в предшествующем периоде

На первом этапе анализа рассматривается динамика общего объема оборотных активов, используемых предприятием: темпы изменения средней их суммы в сопоставлении с темпами изменения объема реализации продукции и средней суммы всех активов; динамика удельного веса оборотных активов в общей сумме активов предприятия.

На втором этапе анализа рассматривается динамика состава оборотных активов предприятия в разрезе основных их видов: запасов сырья, материалов и полуфабрикатов; запасов готовой продукции; дебиторской задолженности; остатков денежных активов. В процессе этого этапа анализа рассчитываются и изучаются темпы изменения суммы каждого из этих видов оборотных активов в сопоставлении с темпами изменения объема производства и реализации продукции; рассматривается динамика удельного веса основных видов оборотных активов в общей их сумме. Анализ состава оборотных активов предприятия по отдельным их видам позволяет оценить уровень их ликвидности.

На третьем этапе анализа изучается оборачиваемость отдельных видов оборотных активов и общая их сумма. Этот анализ проводится с использованием показателей: коэффициента оборачиваемости и периода оборота оборотных активов. В процессе анализа устанавливается общая продолжительность и структура операционного, производственного и финансового циклов предприятия; исследуются основные факторы, определяющие продолжительность этих циклов.

На четвертом этапе анализа определяется рентабельность оборотных активов, исследуются определяющие ее факторы. В процессе анализа используются коэффициент рентабельности оборотных активов, а также Модель Дюпона, которая применительно к этому виду активов имеет вид:

$$POA = P_{\text{pp}} \times OOA,$$

где $P_{\text{од}}$ – рентабельность оборотных активов; P_{pp} – рентабельность реализации продукции; OOA – оборачиваемость оборотных активов.

На пятом этапе анализа рассматривается состав основных источников финансирования оборотных активов – динамика их суммы и удельного веса в общем объеме финансовых средств, инвестированных в эти активы; определяется уровень финансового риска, генерируемого сложившейся структурой источников финансирования оборотных активов.

Результаты проведенного анализа позволяют определить общий уровень эффективности управления оборотными активами на предприятии и выявить основные направления его повышения в предстоящем периоде.

2. Определение принципиальных подходов к формированию оборотных активов предприятия

Такие принципы отражают общую идеологию финансового управления предприятием с позиций приемлемого соотношения уровня доходности и риска финансовой деятельности. Применительно к оборотным активам они определяют выбор определенного типа политики их формирования.

Теория финансового менеджмента рассматривает три принципиальных подхода к формированию оборотных активов предприятия: консервативный, умеренный и агрессивный.

Консервативный подход к формированию оборотных активов предусматривает не только полное удовлетворение текущей потребности во всех их видах, обеспечивающей нормальный ход операционной деятельности, но и создание высоких размеров их резервов на случай непредвиденных сложностей в обеспечении предприятия сырьем и материалами, ухудшения внутренних условий производства продукции, задержки инкассации дебиторской задолженности, активизации спроса покупателей и т. п. Такой подход гарантирует минимизацию

операционных и финансовых рисков, но отрицательно сказывается на эффективности использования оборотных активов – их оборачиваемости и уровне рентабельности.

Умеренный подход к формированию оборотных активов направлен на обеспечение полного удовлетворения текущей потребности во всех видах оборотных активов и создание нормальных страховых их размеров на случай наиболее типичных сбоев в ходе операционной деятельности предприятия. При таком подходе обеспечивается среднее для реальных хозяйственных условий соотношение между уровнем риска и уровнем эффективности использования финансовых ресурсов.

Агрессивный подход к формированию оборотных активов заключается в минимизации всех форм страховых резервов по отдельным видам этих активов. При отсутствии сбоев в ходе операционной деятельности такой подход к формированию оборотных активов обеспечивает наиболее высокий уровень эффективности их использования. Однако любые сбои в осуществлении нормального хода операционной деятельности, вызванные действием внутренних или внешних факторов, приводят к существенным финансовым потерям из-за сокращения объема производства и реализации продукции.

Таким образом, избранные принципиальные подходы к формированию оборотных активов предприятия (или тип политики их формирования), отражая различные соотношения уровня эффективности их использования и риска, в конечном счете определяют сумму этих активов и их уровень по отношению к объему операционной деятельности.

Из приведенных данных видно, что при альтернативных подходах к формированию оборотных активов предприятия их сумма и уровень по отношению к объему операционной деятельности варьируются в довольно широком диапазоне.

3. Оптимизация объема оборотных активов

Такая оптимизация должна исходить из избранного типа политики формирования оборотных активов, обеспечивая

заданный уровень соотношения эффективности их использования и риска. Процесс оптимизации объема оборотных активов на этой стадии формирования политики управления ими состоит из трех основных этапов.

На первом этапе с учетом результатов анализа оборотных активов в предшествующем периоде определяется система мероприятий по реализации резервов, направленных на сокращение продолжительности операционного, а в его рамках – производственного и финансового циклов предприятия. При этом сокращение продолжительности отдельных циклов не должно приводить к снижению объемов производства и реализации продукции.

На втором этапе на основе избранного типа политики формирования оборотных активов, планируемого объема производства и реализации отдельных видов продукции и вскрытых резервов сокращения продолжительности операционного цикла (в разрезе отдельных его стадий) оптимизируется объем и уровень отдельных видов этих активов. Средством такой оптимизации выступает нормирование периода их оборота и суммы.

На третьем этапе определяется общий объем оборотных активов предприятия на предстоящий период:

$$OA_n = 3C_n + 3Г_n + ДЗ_n + ДА_n + П_n,$$

где OA_n – общий объем оборотных активов предприятия на конец рассматриваемого предстоящего периода; $3C_n$ – сумма запасов сырья и материалов на конец предстоящего периода; $3Г_n$ – сумма запасов готовой продукции на конец предстоящего периода (с включением в нее пересчитанного объема незавершенного производства); $ДЗ_n$ – сумма дебиторской задолженности на конец предстоящего периода; $ДА_n$ – сумма денежных активов на конец предстоящего периода; $П_n$ – сумма прочих видов оборотных активов на конец предстоящего периода.

4. Оптимизация соотношения постоянной и переменной частей оборотных активов

Потребность в отдельных видах оборотных активов и их сумма в целом существенно колеблется в зависимости от сезонных особенностей осуществления операционной деятельности.

Соотношение постоянной и переменной частей оборотных активов является основой управления их оборачиваемостью и выбора конкретных источников их финансирования.

5. Обеспечение необходимой ликвидности оборотных активов

Хотя все виды оборотных активов в той или иной степени являются ликвидными (кроме расходов будущих периодов и безнадежной дебиторской задолженности), общий уровень их срочной ликвидности должен обеспечивать необходимый уровень платежеспособности предприятия по текущим (особенно неотложным) финансовым обязательствам. В этих целях с учетом объема и графика предстоящего платежного оборота должна быть определена доля оборотных активов в форме денежных средств, высоко- и среднеликвидных активов.

6. Обеспечение повышения рентабельности оборотных активов

Как и любой вид активов, оборотные активы должны генерировать определенную прибыль при их использовании в производственно-сбытовой деятельности предприятия. Вместе с тем отдельные виды оборотных активов способны приносить предприятию прямой доход в процессе финансовой деятельности в форме процентов и дивидендов (краткосрочные финансовые вложения). Поэтому составной частью разрабатываемой политики является обеспечение своевременного использования временно свободного остатка денежных активов для формирования эффективного портфеля краткосрочных финансовых вложений.

7. Обеспечение минимизации потерь оборотных активов в процессе их использования

Все виды оборотных активов в той или иной степени подвержены риску потерь. Так, денежные активы в значительной мере подвержены риску инфляционных потерь; краткосрочные финансовые вложения – риску потери части дохода в связи с неблагоприятной конъюнктурой финансового рынка, а также риску потерь от инфляции; дебиторская задолженность – риску невозврата или несвоевременного возврата, а также риску инфляционному; запасы товарно-материальных ценностей – потерям от естественной убыли и т. п. Поэтому политика управления оборотными активами должна быть направлена на минимизацию риска их потерь, особенно в условиях действия инфляционных факторов.

8. Формирование принципов финансирования отдельных видов оборотных активов

Исходя из общих принципов финансирования активов, определяющих формирование структуры и стоимости капитала, должны быть конкретизированы принципы финансирования отдельных видов и составных частей оборотных активов. В зависимости от финансового менталитета менеджеров сформированные принципы могут определять широкий диапазон подходов к финансированию оборотных активов – от крайне консервативного до крайне агрессивного.

9. Формирование оптимальной структуры источников финансирования оборотных активов

В соответствии с ранее определенными принципами финансирования в процессе разработки политики управления оборотными активами формируются подходы к выбору конкретной структуры источников финансирования их прироста с учетом продолжительности отдельных стадий финансового цикла и оценки стоимости привлечения отдельных видов капитала.

Политика управления оборотными активами получает свое отражение в системе разработанных на предприятии

финансовых нормативов. Основными из таких нормативов являются:

- норматив собственных оборотных активов предприятия;
- система нормативов оборачиваемости основных видов оборотных активов и продолжительности операционного цикла в целом;
- система коэффициентов ликвидности оборотных активов;
- нормативное соотношение отдельных источников финансирования оборотных активов и др.

Цели и характер использования отдельных видов оборотных активов имеют существенные отличительные особенности. Поэтому на предприятиях с большим объемом используемых оборотных активов разрабатывается самостоятельная политика управления отдельными их видами:

1) *запасами товарно-материальных ценностей* (они включают запасы сырья, материалов и готовой продукции);

2) *дебиторской задолженностью*;

3) *денежными активами* (к ним приравниваются и краткосрочные финансовые вложения, которые рассматриваются как форма временного использования свободного остатка денежных активов).

В разрезе этих групп оборотных активов конкретизируется политика управления ими, которая подчинена общей политике управления оборотными активами предприятия.

2.3. Управление запасами

Управление запасами представляет сложный комплекс мероприятий, в котором задачи финансового менеджмента тесным образом переплетаются с задачами производственного менеджмента и маркетинга. Все эти задачи подчинены единой цели – обеспечению бесперебойного процесса производства и реализации продукции при минимизации текущих затрат по обслуживанию запасов. В данном разделе

рассматриваются преимущественно финансовые задачи и методы управления запасами на предприятии.

Эффективное управление запасами позволяет снизить продолжительность производственного и всего операционного цикла, уменьшить текущие затраты на их хранение, высвободить из текущего хозяйственного оборота часть финансовых средств, реинвестируя их в другие активы. Обеспечение этой эффективности достигается за счет разработки и реализации специальной финансовой политики управления запасами.

Политика управления запасами представляет собой часть общей политики управления оборотными активами предприятия, заключающейся в оптимизации общего размера и структуры запасов товарно-материальных ценностей, минимизации затрат по их обслуживанию и обеспечении эффективного контроля за их движением.

Разработка политики управления запасами охватывает ряд последовательно выполняемых этапов работ, основными из которых являются следующие.

1. Анализ запасов товарно-материальных ценностей в предшествующем периоде. Основной задачей этого анализа является выявление уровня обеспеченности производства и реализации продукции соответствующими запасами товарно-материальных ценностей в предшествующем периоде и оценка эффективности их использования. Анализ проводится в разрезе основных видов запасов.

На первом этапе анализа рассматриваются показатели общей суммы запасов товарно-материальных ценностей: темпы ее динамики, удельный вес в объеме оборотных активов и т. п.

На втором этапе анализа изучается структура запасов в разрезе их видов и основных групп, выявляются сезонные колебания их размеров.

На третьем этапе анализа изучается эффективность использования различных видов и групп запасов и их объема в целом, которая характеризуется показателями их оборачиваемости.

На четвертом этапе анализа изучаются объем и структура текущих затрат по обслуживанию запасов в разрезе отдельных видов этих затрат.

2. Определение целей формирования запасов. Запасы товарно-материальных ценностей, включаемых в состав оборотных активов, могут создаваться на предприятии с разными целями:

а) обеспечение текущей производственной деятельности (текущие запасы сырья и материалов);

б) обеспечение текущей сбытовой деятельности (текущие запасы готовой продукции);

в) накопление сезонных запасов, обеспечивающих хозяйственный процесс в предстоящем периоде (сезонные запасы сырья, материалов и готовой продукции) и т. п.

В процессе формирования политики управления запасами они соответствующим образом классифицируются для обеспечения последующей дифференциации методов управления ими.

3. Оптимизация размера основных групп текущих запасов. Такая оптимизация связана с предварительным разделением всей совокупности запасов товарно-материальных ценностей на два основных вида – производственные (запасы сырья, материалов и полуфабрикатов) и запасы готовой продукции. В разрезе каждого из этих видов выделяются запасы текущего хранения – постоянно обновляемая часть запасов, формируемых на регулярной основе и равномерно потребляемых в процессе производства продукции или ее реализации покупателям.

Для оптимизации размера текущих запасов товарно-материальных ценностей используется ряд моделей, среди которых наибольшее распространение получила *модель экономически обоснованного размера заказа [economic ordering quantity – EOQ model]*. Она может быть использована для оптимизации размера как производственных запасов, так и запасов готовой продукции.

Расчетный механизм модели ЕОQ основан на минимизации совокупных операционных затрат по закупке и хранению запасов на предприятии. Эти операционные затраты предварительно разделяются на две группы: 1) сумма затрат по размещению заказов (включающих расходы по транспортированию и приемке товаров); 2) сумма затрат по хранению товаров на складе.

Рассмотрим механизм модели ЕОQ на примере формирования производственных запасов.

С одной стороны, предприятию выгодно завозить сырье и материалы как можно более высокими партиями. Чем выше размер партии поставки, тем ниже совокупный размер операционных затрат по размещению заказов в определенном периоде (оформлению заказов, доставке заказанных товаров на склад и их приемке на складе).

Сумма операционных затрат по размещению заказов при этом определяется по следующей формуле:

$$OZ_{pz} = OПП / РПП \times C_{pz} ,$$

где OZ_{pz} – сумма операционных затрат по размещению заказов; $OПП$ – объем производственного потребления товаров (сырья или материалов) в рассматриваемом периоде; $РПП$ – 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.

С другой стороны, высокий размер одной партии поставки товаров вызывает соответствующий рост операционных затрат по хранению товаров на складе, так как при этом увеличивается средний размер запаса в днях оборота (период их

хранения). Если закупать сырье один раз в два месяца, то средний размер его запаса (период хранения) составит 30 дней, а если размер партии поставки снизить вдвое, т. е. закупать сырье один раз в месяц, то средний размер его запаса (период хранения) составит 15 дней.

С учетом этой зависимости сумма операционных затрат по хранению товаров на складе может быть определена по следующей формуле:

$$OZ_{\text{хт}} = \text{РПП}/2 \times C_x,$$

где $OZ_{\text{хт}}$ – сумма операционных затрат по хранению товаров на складе; РПП – средний размер одной партии поставки товаров; C_x – стоимость хранения единицы товара в рассматриваемом периоде.

Из приведенной формулы видно, что при неизменной стоимости хранения единицы товара в рассматриваемом периоде общая сумма операционных затрат по хранению товарных запасов на складе минимизируется при снижении среднего размера одной партии поставки товаров.

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 (и наоборот). Модель ЕОQ позволяет оптимизировать пропорции между этими двумя группами операционных затрат таким образом, чтобы совокупная их сумма была минимальной.

Математически модель ЕОQ выражается следующей принципиальной формулой:

$$\text{РПП}_0 = \sqrt{\frac{2 \times \text{ОПП} \times C_{\text{рз}}}{C_x}},$$

где РПП_0 – оптимальный средний размер партии поставки товаров (ЕОQ); ОПП – объем производственного потребления

товаров (сырья или материалов) в рассматриваемом периоде; C_{pz} – средняя стоимость размещения одного заказа; C_x – стоимость хранения единицы товара в рассматриваемом периоде.

Соответственно, оптимальный средний размер производственного запаса определяется по следующей формуле:

$$ПЗ_0 = \frac{РПП_0}{2},$$

где $ПЗ_0$ – оптимальный средний размер производственного запаса (сырья, материалов); $РПП_0$ – оптимальный средний размер партии поставки товаров (ЕОQ).

Для запасов готовой продукции задача минимизации операционных затрат по их обслуживанию состоит в определении оптимального размера партии производимой продукции (вместо среднего размера партии поставки). Если производить определенный товар мелкими партиями, то операционные затраты по хранению его запасов в виде готовой продукции (C_x) будут минимальными. Вместе с тем при таком подходе к операционному процессу существенно возрастут операционные затраты, связанные с частой переналадкой оборудования, подготовкой производства и другие (C_{pz}). Используя вместо показателя объема производственного потребления (ОПП) показатель планируемого объема производства продукции, мы на основе модели ЕОQ аналогичным образом можем определить оптимальный средний размер партии производимой продукции и оптимальный средний размер запаса готовой продукции.

4. Оптимизация общей суммы запасов товарно-материальных ценностей, включаемых в состав оборотных активов. Расчет оптимальной суммы запасов каждого вида (в целом и по основным группам учитываемой их номенклатуры) осуществляется по формуле

$$З_n = (H_{tx} \times O_0) + З_{cx} + З_{цн},$$

где Z_n – оптимальная сумма запасов на конец рассматриваемого периода; $N_{\text{тх}}$ – норматив запасов текущего хранения в днях оборота; O_o – однодневный объем производства (для запасов сырья и материалов) или реализации (для запасов готовой продукции) в предстоящем периоде; $Z_{\text{сх}}$ – планируемая сумма запасов сезонного хранения; $Z_{\text{ин}}$ – планируемая сумма запасов целевого назначения других видов.

5. Построение эффективных систем контроля за движением запасов на предприятии. Основной задачей таких контролируемых систем, которые являются составной частью финансового контроллинга предприятия, является своевременное размещение заказов на пополнение запасов и вовлечение в хозяйственный оборот излишне сформированных их видов.

Среди систем контроля за движением запасов в странах с развитой экономикой наиболее широкое применение получила система *ABC*. Суть этой контролирующей системы состоит в разделении всей совокупности запасов товарно-материальных ценностей на три категории исходя из их стоимости, объема и частоты расходования, отрицательных последствий их нехватки для хода операционной деятельности и финансовых результатов и т. п.

Категория «А» – наиболее дорогостоящие виды запасов с продолжительным циклом заказа, которые требуют постоянного мониторинга в связи с серьезностью финансовых последствий, вызываемых их недостатком. Частота завоза этой категории запасов определяется, как правило, на основе модели *EOQ*. Круг конкретных товарно-материальных ценностей, входящих в категорию «А», обычно ограничен и требует еженедельного контроля.

Категория «В» – товарно-материальные ценности, имеющие меньшую значимость в обеспечении бесперебойного операционного процесса и формировании конечных результатов финансовой деятельности. Запасы этой группы контролируются обычно один раз в месяц.

Категория «С» – все остальные товарно-материальные ценности с низкой стоимостью, не играющие значимой роли в формировании конечных финансовых результатов. Объем закупок таких ценностей может быть довольно большим, поэтому контроль за их движением осуществляется с периодичностью один раз в квартал.

Таким образом, основной контроль запасов по системе *ABC* концентрируется на наиболее важной их категории с позиций обеспечения бесперебойности операционной деятельности предприятия и формирования конечных финансовых результатов.

В процессе разработки политики управления запасами должны быть заранее предусмотрены меры по ускорению вовлечения в оборот сверхнормативных запасов. Это обеспечивает высвобождение части финансовых ресурсов, а также снижение размера потерь товарно-материальных ценностей в процессе их хранения.

6. Реальное отражение в финансовом учете стоимости запасов товарно-материальных ценностей в условиях инфляции. 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 занижаться, а соответственно будет занижаться и реальный размер инвестированного в них капитала. Это нарушит объективность оценки состояния и движения этого вида активов в процессе финансового менеджмента.

2.4. Управление дебиторской задолженностью

Современный этап экономического развития страны характеризуется значительным замедлением платежного оборота, вызывающим рост дебиторской задолженности на предприятиях. Поэтому важной задачей финансового менеджмента является эффективное управление дебиторской задолженностью, направленное на оптимизацию общего ее размера и обеспечение своевременной инкассации долга.

Политика управления дебиторской задолженностью представляет собой часть общей политики управления оборотными активами и маркетинговой политики предприятия, направленной на расширение объема реализации продукции и заключающейся в оптимизации общего размера этой задолженности и обеспечении своевременной ее инкассации.

Формирование политики управления дебиторской задолженностью предприятия (или его кредитной политики по отношению к покупателям продукции) осуществляется в восемь этапов.

1. Анализ дебиторской задолженности предприятия в предшествующем периоде. Основной задачей этого анализа является оценка уровня и состава дебиторской задолженности предприятия, а также эффективности инвестированных в нее финансовых средств. Анализ дебиторской задолженности по расчетам с покупателями проводится в разрезе товарного (коммерческого) и потребительского кредита.

На первом этапе анализа оценивается уровень дебиторской задолженности предприятия и его динамика в предшествующем периоде. Оценка этого уровня осуществляется на основе определения коэффициента отвлечения оборотных активов в дебиторскую задолженность, который рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{КОА}_{\text{ДЗ}} = \frac{\text{ДЗ}}{\text{ОА}},$$

где $КО_{дз}$ – коэффициент отвлечения оборотных активов в дебиторскую задолженность; ДЗ – общая сумма дебиторской задолженности предприятия (или сумма задолженности отдельно по товарному и потребительскому кредиту); ОА – общая сумма оборотных активов предприятия.

На втором этапе анализа определяются средний период инкассации дебиторской задолженности и количество ее оборотов в рассматриваемом периоде.

Средний период инкассации дебиторской задолженности характеризует ее роль в фактической продолжительности финансового и общего операционного цикла предприятия. Этот показатель рассчитывается по следующей формуле:

$$ПИ_{дз} = \frac{\overline{ДЗ}}{O_o},$$

где $ПИ_{дз}$ – средний период инкассации дебиторской задолженности предприятия; $\overline{ДЗ}$ – средний остаток дебиторской задолженности предприятия (в целом или отдельных ее видов) в рассматриваемом периоде; O_o – сумма однодневного оборота по реализации продукции в рассматриваемом периоде.

Количество оборотов дебиторской задолженности характеризует скорость обращения инвестированных в нее средств в течение определенного периода. Этот показатель рассчитывается по следующей формуле:

$$КО_{дз} = \frac{OP}{\overline{ДЗ}},$$

где $КО_{дз}$ – количество оборотов дебиторской задолженности предприятия в рассматриваемом периоде; OP – общая сумма оборота по реализации продукции в рассматриваемом периоде; $\overline{ДЗ}$ – средний остаток дебиторской задолженности предприятия (в целом или отдельных ее видов) в рассматриваемом периоде.

На третьем этапе анализа оценивается состав дебиторской задолженности предприятия по отдельным ее «возрастным группам», т. е. по предусмотренным срокам ее инкассации.

На четвертом этапе анализа подробно рассматривается состав просроченной дебиторской задолженности, выделяются сомнительная и безнадежная задолженность. В процессе этого анализа используются следующие показатели.

Коэффициент просроченности дебиторской задолженности и средний «возраст» просроченной (сомнительной, безнадежной) дебиторской задолженности.

Коэффициент просроченности дебиторской задолженности рассчитывается по следующей формуле:

$$КП_{пр} = \frac{ДЗ_{пр}}{ДЗ},$$

где $КП_{дз}$ – коэффициент просроченности дебиторской задолженности; $ДЗ_{пр}$ – сумма дебиторской задолженности, неоплаченной в предусмотренные сроки; $ДЗ$ – общая сумма дебиторской задолженности предприятия.

«Средний возраст» просроченной (сомнительной, безнадежной) дебиторской задолженности определяется по следующей формуле:

$$ВП_{дз} = \frac{\overline{ДЗ_{пз}}}{O_o},$$

где $ВП_{дз}$ – «средний возраст» просроченной (сомнительной, безнадежной) дебиторской задолженности; $ДЗ_{пз}$ – средний остаток дебиторской задолженности, неоплаченной в срок (сомнительной, безнадежной), в рассматриваемом периоде; O_o – сумма однодневного оборота по реализации в рассматриваемом периоде.

На пятом этапе анализа определяют сумму 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). Расчет этого эффекта осуществляется по следующей формуле:

$$\Theta_{\text{дз}} = \text{П}_{\text{дз}} - \text{ТЗ}_{\text{дз}} - \text{ФП}_{\text{дз}},$$

где $\Theta_{\text{дз}}$ – сумма эффекта полученного от инвестирования средств в дебиторскую задолженность по расчетам с покупателями; $\text{П}_{\text{дз}}$ – дополнительная прибыль предприятия, полученная от увеличения объема реализации продукции за счет предоставления кредита; $\text{ТЗ}_{\text{дз}}$ – текущие затраты предприятия, связанные с организацией кредитования покупателей и инкассацией долга; $\text{ФП}_{\text{дз}}$ – 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 следующей формуле:

$$\text{КЭ}_{\text{дз}} = \frac{\Theta_{\text{дз}}}{\text{ДЗ}_{\text{рп}}},$$

где $\text{КЭ}_{\text{дз}}$ – коэффициент эффективности инвестирования средств в дебиторскую задолженность по расчетам с покупателями; $\Theta_{\text{дз}}$ – сумма эффекта, полученного от инвестирования средств в дебиторскую задолженность по расчетам с покупателями в определенном периоде; $\text{ДЗ}_{\text{рп}}$ – средний остаток дебиторской задолженности по расчетам с покупателями в рассматриваемом периоде.

Результаты анализа используются в процессе последующей разработки отдельных параметров кредитной политики предприятия.

2. Формирование принципов кредитной политики по отношению к покупателям продукции. В современной коммерческой и финансовой практике реализация продукции в кредит (с отсрочкой платежа за нее) получила широкое распространение как в нашей стране, так и в странах с развитой рыночной экономикой. Формирование принципов кредитной политики отражает условия этой практики и направлено на повышение эффективности операционной и финансовой деятельности предприятия.

В процессе формирования принципов кредитной политики по отношению к покупателям продукции решаются два основных вопроса: а) в каких формах осуществлять реализацию продукции в кредит; б) какой тип кредитной политики следует избрать предприятию.

Формы реализации продукции в кредит имеют две разновидности: товарный (коммерческий) кредит и потребительский кредит.

Товарный (коммерческий) кредит представляет собой форму оптовой реализации продукции ее продавцом на условиях отсрочки платежа, если такая отсрочка превышает обычные сроки банковских расчетов. Обычно товарный (коммерческий) кредит предоставляется оптовому покупателю продукции на срок от одного до шести месяцев.

Потребительский кредит (в товарной форме) представляет собой форму розничной реализации товаров покупателям (физическим лицам) с отсрочкой платежа. Он предоставляется обычно на срок от шести месяцев до двух лет.

Выбор форм реализации продукции в кредит определяется отраслевой принадлежностью предприятия и характером реализуемой продукции (товаров, услуг).

Тип кредитной политики характеризует принципиальные подходы к ее осуществлению с позиции соотношения уровней

доходности и риска кредитной деятельности предприятия. Различают три принципиальных типа кредитной политики предприятия по отношению к покупателям продукции: консервативный, умеренный и агрессивный.

Консервативный (или жесткий) тип кредитной политики предприятия направлен на минимизацию кредитного риска. Такая минимизация рассматривается как приоритетная цель в осуществлении его кредитной деятельности. Осуществляя этот тип кредитной политики, предприятие не стремится к получению высокой дополнительной прибыли за счет расширения объема реализации продукции. Механизмом реализации политики такого типа является существенное сокращение круга покупателей продукции в кредит за счет групп повышенного риска; минимизация сроков предоставления кредита и его размера; ужесточение условий предоставления кредита и повышение его стоимости; использование жестких процедур инкассации дебиторской задолженности.

Умеренный тип кредитной политики предприятия характеризует типичные условия ее осуществления в соответствии с принятой коммерческой и финансовой практикой и ориентируется на средний уровень кредитного риска при продаже продукции с отсрочкой платежа.

Агрессивный (или мягкий) тип кредитной политики предприятия приоритетной целью кредитной деятельности ставит максимизацию дополнительной прибыли за счет расширения объема реализации продукции в кредит, не считаясь с высоким уровнем кредитного риска, который сопровождает эти операции. Механизмом реализации политики такого типа является распространение кредита на более рискованные группы покупателей продукции; увеличение периода предоставления кредита и его размера; снижение стоимости кредита до минимально допустимых размеров; предоставление покупателям возможности пролонгирования кредита.

В процессе выбора типа кредитной политики должны учитываться следующие основные факторы:

- современная коммерческая и финансовая практика осуществления торговых операций;
- общее состояние экономики, определяющее финансовые возможности покупателей, уровень их платежеспособности;
- сложившаяся конъюнктура товарного рынка, состояние спроса на продукцию предприятия;
- потенциальная способность предприятия наращивать объем производства продукции при расширении возможностей ее реализации за счет предоставления кредита;
- правовые условия обеспечения взыскания дебиторской задолженности;
- финансовые возможности предприятия в части отвлечения средств в дебиторскую задолженность;
- финансовый менталитет собственников и менеджеров предприятия, их отношение к уровню допустимого риска в процессе осуществления хозяйственной деятельности.

Определяя тип кредитной политики, следует иметь в виду, что жесткий (консервативный) ее вариант отрицательно влияет на рост объема операционной деятельности предприятия и формирование устойчивых коммерческих связей, в то время как мягкий (агрессивный) ее вариант может вызвать чрезмерное отвлечение финансовых средств, снизить уровень платежеспособности предприятия, вызвать впоследствии значительные расходы по взысканию долгов, а в конечном итоге снизить рентабельность оборотных активов и используемого капитала.

3. Определение возможной суммы финансовых средств, инвестируемых в дебиторскую задолженность по товарному (коммерческому) и потребительскому кредиту. При расчете этой суммы необходимо учитывать планируемые объемы реализации продукции в кредит; средний период предоставления отсрочки платежа по отдельным формам кредита; средний период просрочки платежей исходя из сложившейся

хозяйственной практики (он определяется по результатам анализа дебиторской задолженности в предшествующем периоде); коэффициент соотношения себестоимости и цены реализуемой в кредит продукции.

Расчет необходимой суммы финансовых средств, инвестируемых в дебиторскую задолженность, осуществляется по следующей формуле:

$$И_{дз} = \frac{ОР_k \times K_{сц} \times (\overline{ППК} + \overline{ПР})}{360},$$

где $И_{дз}$ – необходимая сумма финансовых средств, инвестируемых в дебиторскую задолженность; $ОР_k$ – планируемый объем реализации продукции в кредит; $K_{сц}$ – коэффициент соотношения себестоимости и цены продукции, выраженный десятичной дробью; $ППК$ – средний период предоставления кредита покупателям, в днях; $ПР$ – средний период просрочки платежей по предоставленному кредиту, в днях.

Если финансовые возможности предприятия не позволяют инвестировать расчетную сумму средств в полном объеме, то при неизменности условий кредитования должен быть соответственно скорректирован планируемый объем реализации продукции в кредит.

4. Формирование системы кредитных условий. В состав этих условий входят следующие элементы:

- срок предоставления кредита (кредитный период);
- размер предоставляемого кредита (кредитный лимит);
- стоимость предоставления кредита (система ценовых скидок при осуществлении немедленных расчетов за приобретенную продукцию);
- система штрафных санкций за просрочку исполнения обязательств покупателями.

Срок предоставления кредита (кредитный период) характеризует предельный период, на который покупателю предоставляется отсрочка платежа за реализованную продукцию.

Увеличение срока предоставления кредита стимулирует объем реализации продукции (при прочих равных условиях), однако приводит в то же время к увеличению суммы финансовых средств, инвестируемых в дебиторскую задолженность, и увеличению продолжительности финансового и всего операционного цикла предприятия. Поэтому, устанавливая размер кредитного периода, необходимо оценивать его влияние на результаты хозяйственной деятельности предприятия в комплексе.

Размер предоставляемого кредита (кредитный лимит) характеризует максимальный предел суммы задолженности покупателя по предоставляемому товарному (коммерческому) или потребительскому кредиту. Его размер устанавливается с учетом типа осуществляемой кредитной политики (уровня приемлемого риска), планируемого объема реализации продукции на условиях отсрочки платежей, среднего объема сделок по реализации готовой продукции (при потребительском кредите – средней стоимости реализуемых в кредит товаров), финансового состояния предприятия-кредитора и других факторов. Кредитный лимит дифференцируется по формам предоставляемого кредита и видам реализуемой продукции.

Стоимость предоставления кредита характеризуется системой ценовых скидок при осуществлении немедленных расчетов за приобретенную продукцию. В сочетании со сроком предоставления кредита такая ценовая скидка характеризует норму процентной ставки за предоставляемый кредит, рассчитываемой для сопоставления в годовом исчислении. Алгоритм этого расчета характеризуется следующей формулой:

$$ПС_{\text{к}} = \frac{ЦС_{\text{н}} \times 360}{СП_{\text{к}}},$$

где $ПС_{\text{к}}$ – годовая норма процентной ставки за предоставляемый кредит; $ЦС_{\text{н}}$ – ценовая скидка, предоставляемая

покупателю при осуществлении немедленного расчета за приобретенную продукцию, в %; $СП_k$ – срок предоставления кредита (кредитный период), в днях.

Устанавливая стоимость товарного (коммерческого) или потребительского кредита, необходимо иметь в виду, что его размер не должен превышать уровень процентной ставки по краткосрочному финансовому (банковскому) кредиту. В противном случае он не будет стимулировать реализацию продукции в кредит, так как покупателю будет выгодней взять краткосрочный кредит в банке (на срок, равный кредитному периоду, установленному продавцом) и рассчитаться за приобретенную продукцию при ее покупке.

Система штрафных санкций за просрочку исполнения обязательств покупателями, формируемая в процессе разработки кредитных условий, должна предусматривать соответствующие пени, штрафы и неустойки. Размеры этих штрафных санкций должны полностью возмещать все финансовые потери предприятия-кредитора (потерю дохода, инфляционные потери, возмещение риска снижения уровня платежеспособности и другие).

5. Формирование стандартов оценки покупателей и дифференциация условий предоставления кредита. В основе установления таких стандартов оценки покупателей лежит их кредитоспособность. *Кредитоспособность покупателя характеризует систему условий, определяющих его способность привлекать кредит в разных формах и в полном объеме в предусмотренные сроки и выполнять все связанные с ним финансовые обязательства.*

Формирование системы стандартов оценки покупателей включает следующие основные элементы:

- определение системы характеристик, оценивающих кредитоспособность отдельных групп покупателей;
- формирование и экспертизу информационной базы проведения оценки кредитоспособности покупателей;
- выбор методов оценки отдельных характеристик кредитоспособности покупателей;

- группировку покупателей продукции по уровню кредитоспособности;
- дифференциацию кредитных условий в соответствии с уровнем кредитоспособности покупателей.

Формирование стандартов оценки покупателей и дифференциация кредитных условий осуществляются отдельно по различным формам кредита – товарному и потребительскому.

Определение системы характеристик, оценивающих кредитоспособность отдельных групп покупателей, является начальным этапом построения системы стандартов их оценки.

По товарному (коммерческому) кредиту такая оценка осуществляется обычно по следующим критериям:

- объем хозяйственных операций с покупателем и стабильность их осуществления;
- репутация покупателя в деловом мире;
- платежеспособность покупателя;
- результативность хозяйственной деятельности покупателя;
- состояние конъюнктуры товарного рынка, на котором покупатель осуществляет свою операционную деятельность;
- объем и состав чистых активов, которые могут составлять обеспечение кредита при неплатежеспособности покупателя и возбуждении дела о его банкротстве.

По потребительскому кредиту оценка осуществляется обычно по таким критериям:

- дееспособность покупателя;
- уровень доходов покупателя и регулярность их формирования;
- состав личного имущества покупателя, которое может составлять обеспечение кредита при взыскании суммы долга в судебном порядке.

Формирование и экспертиза информационной базы проведения оценки кредитоспособности покупателей имеет целью обеспечить достоверность проведения такой оценки. Информационная база, используемая для этих целей, состоит из сведений,

предоставляемых непосредственно покупателем (их перечень дифференцируется в разрезе форм кредита); данных, формируемых из внутренних источников (если сделки с покупателем носят постоянный характер); информации, формируемой из внешних источников (коммерческого банка, обслуживающего покупателя; других его партнеров по сделкам и т. п.).

Экспертиза полученной информации осуществляется путем логической ее проверки; в процессе ведения коммерческих переговоров с покупателями; путем непосредственного посещения клиента (по потребительскому кредиту) с целью проверки состояния его имущества и в других формах в соответствии с объемом кредитования.

Выбор методов оценки отдельных характеристик кредитоспособности покупателей определяется содержанием оцениваемых характеристик. В этих целях при оценке отдельных характеристик кредитоспособности покупателей, рассмотренных ранее, могут быть использованы статистический, нормативный, экспертный, балльный и другие методы.

Группировка покупателей продукции по уровню кредитоспособности основывается на результатах ее оценки и предусматривает обычно выделение следующих их категорий:

- покупатели, которым кредит может быть предоставлен в максимальном объеме, т. е. на уровне установленного кредитного лимита (группа «первоклассных заемщиков»);
- покупатели, которым кредит может быть предоставлен в ограниченном объеме, определяемом уровнем допустимого риска невозврата долга;
- покупатели, которым кредит не предоставляется (при недопустимом уровне риска невозврата долга, определяемом типом избранной кредитной политики).

Дифференциация кредитных условий в соответствии с уровнем кредитоспособности покупателей, наряду с размером кредитного лимита, может осуществляться по таким параметрам,

как срок предоставления кредита; необходимость страхования кредита за счет покупателей; формы штрафных санкций и т. п.

6. Формирование процедуры инкассации дебиторской задолженности. В составе этой процедуры должны быть предусмотрены: сроки и формы предварительного и последующего напоминаний покупателям о дате платежей; возможности и условия пролонгирования долга по предоставленному кредиту; условия возбуждения дела о банкротстве несостоятельных дебиторов.

7. Обеспечение использования на предприятии современных форм рефинансирования дебиторской задолженности. Развитие рыночных отношений и инфраструктуры финансового рынка позволяют использовать в практике финансового менеджмента ряд новых форм управления дебиторской задолженностью — ее рефинансирование, т. е. ускоренный перевод в другие формы оборотных активов предприятия (денежные средства и высоколиквидные краткосрочные ценные бумаги).

Основными формами рефинансирования дебиторской задолженности, используемыми в настоящее время, являются:

- факторинг;
- учет векселей, выданных покупателями продукции;
- форфейтинг.

Факторинг представляет собой финансовую операцию, заключающуюся в уступке предприятием-продавцом права получения денежных средств по платежным документам за поставленную продукцию в пользу банка или специализированной компании — «фактор-компания», которая принимает на себя все кредитные риски по инкассации долга. За осуществление такой операции банк (фактор-компания) взимает с предприятия-продавца определенную комиссионную плату в процентах к сумме платежа. Ставки комиссионной платы дифференцируются с учетом уровня платежеспособности покупателя продукции и предусмотренных сроков ее оплаты.

Кроме того, при проведении такой операции банк (фактор-компания) в срок до трех дней осуществляет кредитование предприятия-продавца в форме предварительной оплаты долговых требований по платежным документам (обычно в размере от 70 до 90 % суммы долга в зависимости от фактора риска). Остальные 10–30 % суммы долга временно депонируются банком в форме страхового резерва при его непогашении покупателем (эта депонированная часть долга возвращается предприятию-продавцу после полного погашения суммы долга покупателем).

Факторинговая операция позволяет предприятию-продавцу рефинансировать преимущественную часть дебиторской задолженности по предоставленному покупателю кредиту в короткие сроки, сократив тем самым период финансового и операционного цикла. К недостаткам факторинговой операции можно отнести лишь дополнительные расходы продавца, связанные с продажей продукции, а также утрату прямых контактов (и соответствующей информации) с покупателем в процессе осуществления им платежей.

Эффективность факторинговой операции для предприятия-продавца определяется путем сравнения уровня расходов по этой операции со средним уровнем процентной ставки по краткосрочному банковскому кредитованию.

Учет векселей, выданных покупателями продукции, представляет собой финансовую операцию по их продаже банку (или другому финансовому институту, другому хозяйствующему субъекту) по определенной (дисконтной) цене, устанавливаемой в зависимости от их номинала, срока погашения и учетной вексельной ставки. Учетная вексельная ставка состоит из средней депозитной ставки, ставки комиссионного вознаграждения, а также уровня премии за риск при сомнительной платежеспособности векселедателя. Указанная операция может быть осуществлена только с переводным векселем.

Учетная (дисконтная) цена векселя определяется по следующей формуле:

$$УЦ_{\text{в}} = НС - \frac{НС \times Д \times УС_{\text{в}}}{360 \times 100},$$

где $УЦ_{\text{в}}$ – учетная (дисконтная) цена векселя на момент его продажи (учета банком); $НС$ – номинальная сумма векселя, подлежащая погашению векселедателем в предусмотренный в нем срок; $Д$ – количество дней от момента продажи (учета) векселя до момента его погашения векселедателем; $УС_{\text{в}}$ – годовая учетная вексельная ставка, по которой осуществляется дисконтирование суммы векселя, %.

Форфейтинг представляет собой финансовую операцию по рефинансированию дебиторской задолженности по экспортному товарному (коммерческому) кредиту путем передачи (индоссамента) переводного векселя в пользу банка (факторинговой компании) с уплатой последнему комиссионного вознаграждения. Банк (факторинговая компания) берет на себя обязательство по финансированию экспортной операции путем выплаты по учтенному векселю, который гарантируется предоставлением авая банка страны импортера. 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 (к которому предприятия-экспортеры прибегают в случае высокого кредитного риска) и учета векселей (с их индоссаментом только в пользу банка). Форфейтинг используется при осуществлении долгосрочных (многолетних) экспортных поставок и позволяет экспортеру немедленно получать денежные средства путем учета векселей. Однако его недостатком является высокая стоимость, поэтому предприятию-экспортеру следует проконсультироваться с банком (факторинговой компанией) еще до начала переговоров с иностранным импортером

продукции, чтобы иметь возможность включить расходы по форфейтинговой операции в стоимость контракта.

Финансовый механизм осуществления форфейтинговой операции рассмотрим на следующей схеме.

На первом этапе (I) предприятие-экспортер и предприятие-импортер заключают между собой соглашение о поставке продукции, формах и сроках платежа (платежи осуществляются обычно по мере выполнения отдельных этапов соглашения). Предприятие-импортер в соответствии с соглашением обязуется осуществлять платежи посредством коммерческих векселей, авалированных (гарантированных) банком его страны (или индоссированных у этого банка).

На втором этапе (II) предприятие-экспортер заключает соглашение с банком (факторинговой компанией) своей страны, который обязуется за комиссионное вознаграждение финансировать поставки продукции путем выплат по учтенным им векселям.

На третьем этапе (III) предприятие-импортер индоссирует (или авалирует) свои векселя в банке своей страны.

На четвертом этапе (IV) банк страны импортера пересылает индоссированные (авалированные) им векселя предприятия-импортера в адрес предприятия-экспортера.

На пятом этапе (V) предприятие-экспортер продает векселя банку (факторинговой компании) своей страны и получает за это соответствующие средства.

На шестом этапе (VI) банк (факторинговая компания) страны-экспортера индоссирует векселя, перепродавая их на рынке ценных бумаг.

8. Построение эффективных систем контроля за движением и своевременной инкассацией дебиторской задолженности. Такой контроль организуется в рамках построения общей системы финансового контроля на предприятии как самостоятельный его блок. Одним из видов таких систем является система *ABC* применительно к портфелю дебиторской

задолженности предприятия. В категорию «А» включаются при этом наиболее крупные и сомнительные виды дебиторской задолженности (так называемые «проблемные кредиты»); в категорию «В» – кредиты средних размеров; в категорию «С» – остальные виды дебиторской задолженности, не оказывающие серьезного влияния на результаты финансовой деятельности предприятия.

Критерием оптимальности разработанной и осуществляемой кредитной политики любого типа и по любым формам предоставляемого кредита, а соответственно, и среднего размера дебиторской задолженности по расчетам с покупателями за реализуемую продукцию выступает следующее условие:

$$ДЗ_о \longrightarrow ОП_{др} \geq ОЗ_{дз} + ПС_{дз},$$

где $ДЗ_о$ – оптимальный размер дебиторской задолженности предприятия при нормальном его финансовом состоянии; $ОП_{др}$ – дополнительная операционная прибыль, получаемая предприятием от увеличения продажи продукции в кредит; $ОЗ_{дз}$ – дополнительные операционные затраты предприятия по обслуживанию дебиторской задолженности; $ПС_{дз}$ – размер потерь средств, инвестированных в дебиторскую задолженность из-за недобросовестности (неплатежеспособности) покупателей.

2.5. Управление денежными активами

Управление денежными активами или остатком денежных средств, постоянно находящимся в распоряжении предприятия, составляет неотъемлемую часть функций общего управления оборотными активами. Размер остатка денежных активов, которым оперирует предприятие в процессе хозяйственной деятельности, определяет уровень его абсолютной платежеспособности (готовность предприятия немедленно рассчитаться по всем

своим неотложным финансовым обязательствам), влияет на продолжительность операционного цикла (а следовательно, и на размер финансовых средств, инвестируемых в оборотные активы), а также характеризует в определенной мере его инвестиционные возможности (инвестиционный потенциал осуществления предприятием краткосрочных финансовых вложений).

Формирование предприятием денежных авуаров вызывается рядом причин, которые положены в основу соответствующей классификации остатков его денежных средств.

Операционный (или транзакционный) остаток денежных активов формируется с целью обеспечения текущих платежей, связанных с производственно-коммерческой (операционной) деятельностью предприятия: по закупке сырья, материалов и полуфабрикатов; оплате труда; уплате налогов; оплате услуг сторонних организаций и т. п. Этот вид остатка денежных средств является основным в составе совокупных денежных активов предприятия.

Страховой (или резервный) остаток денежных активов формируется для страхования риска несвоевременного поступления денежных средств от операционной деятельности в связи с ухудшением конъюнктуры на рынке готовой продукции, замедлением платежного оборота и по другим причинам. Необходимость формирования этого вида остатка обусловлена требованиями поддержания постоянной платежеспособности предприятия по неотложным финансовым обязательствам. На размер этого вида остатка денежных активов в значительной мере влияет доступность получения предприятием краткосрочных финансовых кредитов.

Инвестиционный (или спекулятивный) остаток денежных активов формируется с целью осуществления эффективных краткосрочных финансовых вложений при благоприятной конъюнктуре в отдельных сегментах рынка денег. Этот вид остатка может целенаправленно формироваться только в том случае, если

полностью удовлетворена потребность в формировании денежных авуаров других видов. На современном этапе экономического развития страны подавляющее число предприятий не имеет возможности формировать этот вид денежных активов.

Компенсационный остаток денежных активов формируется в основном по требованию банка, осуществляющего расчетное обслуживание предприятия и оказывающего ему другие виды финансовых услуг. Он представляет собой неснижаемую сумму денежных активов, которую предприятие в соответствии с условиями соглашения о банковском обслуживании должно постоянно хранить на своем расчетном счете. Формирование такого остатка денежных активов является одним из условий выдачи предприятию бланкового (необеспеченного) кредита и предоставления ему широкого спектра банковских услуг.

Рассмотренные виды остатков денежных активов характеризуют лишь экономические мотивы формирования предприятием своих денежных авуаров, однако четкое их разграничение в практических условиях является довольно проблематичным. Так, страховой остаток денежных активов в период его не востребованности может использоваться в инвестиционных целях или рассматриваться параллельно как компенсационный остаток предприятия. Аналогичным образом инвестиционный остаток денежных активов в период его не востребованности представляет собой страховой, или компенсационный, остаток этих активов. Однако при формировании размера совокупного остатка денежных активов должен быть учтен каждый из перечисленных мотивов.

Основной целью финансового менеджмента в процессе управления денежными активами является обеспечение постоянной платежеспособности предприятия. В этом осуществляется функция денежных активов как средства платежа, обеспечивающая реализацию целей формирования их операционного, страхового и компенсационного остатков. Приоритетность этой цели определяется тем, что ни большой

размер оборотных активов и собственного капитала, ни высокий уровень рентабельности хозяйственной деятельности не могут застраховать предприятие от возбуждения против него иска о банкротстве, если в предусмотренные сроки из-за нехватки денежных активов оно не может рассчитаться по своим неотложным финансовым обязательствам. Поэтому в практике финансового менеджмента управление денежными активами часто отождествляется с управлением платежеспособностью (или управлением ликвидностью).

Наряду с этой основной целью важной задачей финансового менеджмента в процессе управления денежными активами является обеспечение эффективного использования временно свободных денежных средств, а также сформированного инвестиционного их остатка.

С позиций форм накопления денежных активов и управления платежеспособностью предприятия его денежные активы подразделяются на следующие элементы:

- денежные активы в национальной валюте;
- денежные активы в иностранной валюте;
- резервные (с позиции обеспечения платежеспособности) денежные активы в форме высоколиквидных краткосрочных финансовых вложений.

Более подробно состав основных элементов денежных активов предприятия представлен на рис. 1.

Характеризуя состав денежных активов предприятия с позиций финансового менеджмента, следует отметить, что здесь их трактовка шире, чем в бухгалтерском учете, где краткосрочные финансовые вложения рассматриваются как самостоятельный объект учета и отчетности в составе оборотных активов. Финансовый менеджмент рассматривает краткосрочные финансовые вложения как форму резервного размещения свободного остатка денежных активов, которые в любой момент могут быть востребованы для обеспечения неотложных финансовых обязательств предприятия.

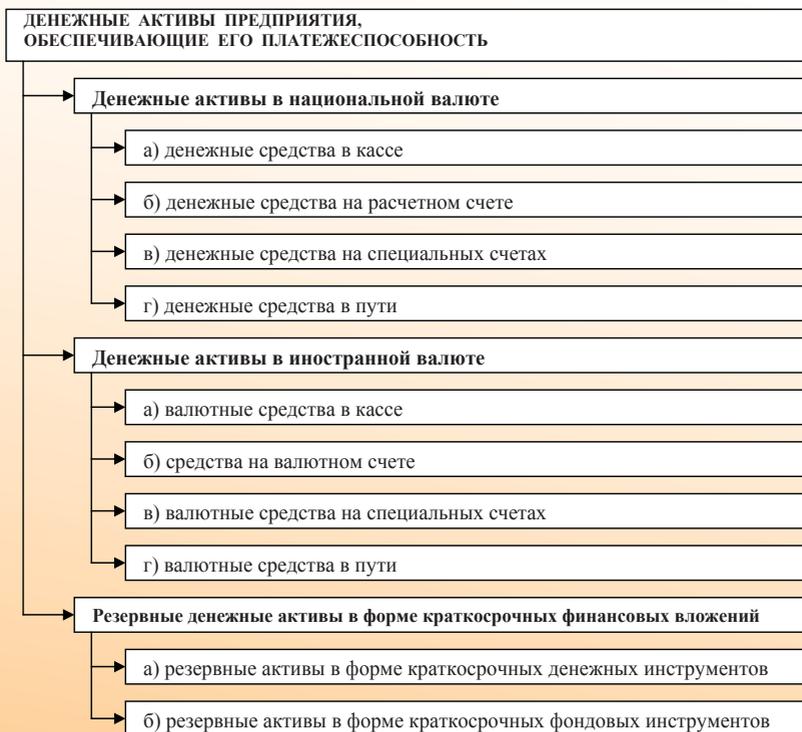


Рис. 1. Состав основных элементов денежных активов предприятия, обеспечивающих его платежеспособность

С учетом основной цели финансового менеджмента в процессе осуществления управления денежными активами формируется соответствующая политика этого управления. В процессе формирования этой политики следует учесть, что требования обеспечения постоянной платежеспособности предприятия определяют необходимость создания высокого размера денежных активов, т. е. преследуют цели *максимизации их среднего остатка* в рамках финансовых возможностей предприятия. С другой стороны, следует учесть, что денежные активы предприятия в национальной валюте при их хранении

в значительной степени подвержены потере реальной стоимости от инфляции; кроме того, денежные активы в национальной и иностранной валюте при хранении теряют свою стоимость во времени, что определяет необходимость *минимизации их среднего остатка*. Эти противоречивые требования должны быть учтены при разработке политики управления денежными активами, которая в связи с этим приобретает оптимизационный характер.

Политика управления денежными активами представляет собой часть общей политики управления оборотными активами предприятия, заключающуюся в оптимизации совокупного размера их остатка с целью обеспечения постоянной платежеспособности и эффективного использования в процессе хранения.

Разработка политики управления денежными активами предприятия включает следующие основные этапы.

1. Анализ денежных активов предприятия в предшествующем периоде. Основной целью этого анализа является оценка суммы и уровня среднего остатка денежных активов с позиций обеспечения платежеспособности предприятия, а также определения эффективности их использования.

На первом этапе анализа оценивается степень участия денежных активов в оборотном капитале и его динамика в предшествующем периоде. Оценка осуществляется на основе определения коэффициента участия денежных активов в оборотном капитале, который рассчитывается по следующей формуле:

$$КУ_{\text{да}} = \frac{ДА}{ОА},$$

где $КУ_{\text{да}}$ – коэффициент участия денежных активов в оборотном капитале; ДА – средний остаток совокупных денежных активов предприятия в рассматриваемом периоде; ОА – средняя сумма оборотных активов предприятия в рассматриваемом периоде.

На втором этапе анализа определяется средний период оборота и количество оборотов денежных активов в рассматриваемом периоде. Такой анализ проводится для характеристики роли денежных активов в общей продолжительности операционного цикла предприятия.

Средний период оборота денежных активов рассчитывается по следующим формулам:

$$ПО_{\text{ДА}} = \frac{\overline{\text{ДА}}}{O_0}$$

или

$$ПО_{\text{ДА}} = \frac{\overline{\text{ДА}}}{\text{РДА}_0},$$

где $ПО_{\text{ДА}}$ – средний период оборота денежных активов, в днях; $\overline{\text{ДА}}$ – средний остаток совокупных денежных активов предприятия в рассматриваемом периоде; O_0 – сумма однодневного оборота по реализации продукции в рассматриваемом периоде; РДА_0 – однодневный объем расходования денежных средств в рассматриваемом периоде.

Первая из приведенных формул среднего периода оборота денежных активов используется для определения их роли в общей продолжительности операционного цикла предприятия, а вторая – характеризует их остаток в днях по отношению к денежному обороту (объему расходования денежных средств).

Аналогичным образом дифференцируется и расчет показателя количества оборотов среднего остатка денежных активов в рассматриваемом периоде:

$$КО_{\text{ДА}} = \frac{OP}{\overline{\text{ДА}}}$$

или

$$КО_{\text{ДА}} = \frac{\text{РДА}}{\overline{\text{ДА}}},$$

где $КО_{да}$ – количество оборотов среднего остатка денежных активов в рассматриваемом периоде; $ОР$ – общая сумма оборота по реализации продукции в рассматриваемом периоде; $РДА$ – общий объем расходования денежных средств в рассматриваемом периоде; $ДА$ – средний остаток совокупных денежных активов предприятия в рассматриваемом периоде.

На третьем этапе анализа определяется уровень абсолютной платежеспособности предприятия по отдельным месяцам предшествующего периода. В этих целях рассчитывается коэффициент абсолютной платежеспособности, или «кислотный тест», формула которого рассмотрена ранее.

На четвертом этапе анализа определяется уровень отвлечения свободного остатка денежных активов в краткосрочные финансовые вложения и коэффициент рентабельности краткосрочных финансовых вложений.

Уровень отвлечения свободного остатка денежных активов в краткосрочные финансовые вложения определяется по следующей формуле:

$$УО_{кфв} = \frac{\overline{КФВ} \times 100}{\overline{ДА}},$$

где $УО_{кфв}$ – уровень отвлечения свободного остатка денежных активов в краткосрочные финансовые вложения, %; $КФВ$ – средний остаток денежных активов в форме краткосрочных финансовых вложений в рассматриваемом периоде; $ДА$ – средний остаток совокупных денежных активов предприятия в рассматриваемом периоде.

Коэффициент рентабельности краткосрочных финансовых вложений рассчитывается по следующей формуле:

$$КР_{кфв} = \frac{\overline{П}}{\overline{КФВ}},$$

где $КР_{кфв}$ – коэффициент рентабельности краткосрочных финансовых вложений; $П$ – сумма прибыли, полученная

предприятием от краткосрочного инвестирования свободных денежных активов в рассматриваемом периоде; КФВ – средний остаток денежных активов в форме краткосрочных финансовых вложений в рассматриваемом периоде.

Результаты проведенного анализа используются в процессе последующей разработки отдельных параметров политики управления денежными активами предприятия.

2. Оптимизация среднего остатка денежных активов предприятия. Такая оптимизация обеспечивается путем расчетов необходимого размера отдельных видов этого остатка в предстоящем периоде.

Потребность в операционном (транзакционном) остатке денежных активов характеризует минимально необходимую их сумму для осуществления текущей хозяйственной деятельности. Расчет этой суммы основывается на планируемом денежном обороте по операционной деятельности (соответствующем разделе плана поступления и расходования денежных средств) и количестве оборотов денежных активов. Для расчета планируемой суммы операционного остатка денежных активов используется следующая формула:

$$\overline{ДА}_o = \frac{ПО_{од}}{КО_{да}},$$

где $\overline{ДА}_o$ – планируемая сумма операционного остатка денежных активов предприятия; $ПО_{од}$ – планируемый объем денежного оборота (суммы расходования денежных средств) по операционной деятельности предприятия; $КО_{да}$ – количество оборотов среднего остатка денежных активов в плановом периоде.

Расчет планируемой суммы операционного остатка денежных активов может быть осуществлен и на основе отчетного их показателя, если в процессе анализа было установлено, что он обеспечивал своевременность осуществления всех платежей, связанных с операционной деятельностью предприятия. В этом случае для расчета используется следующая формула:

$$\overline{ДА}_o = \overline{ДА}_ф + \frac{ПО_{од} - ФО_{од}}{КО_{да}},$$

где $\overline{ДА}_o$ – планируемая сумма операционного остатка денежных активов предприятия; $\overline{ДА}_ф$ – фактическая средняя сумма операционного остатка денежных активов предприятия в предшествующем аналогичном периоде; $ПО_{од}$ – планируемый объем денежного оборота (суммы расходования денежных средств) по операционной деятельности предприятия; $ФО_{од}$ – фактический объем денежного оборота (суммы расходования денежных средств) по операционной деятельности предприятия в предшествующем аналогичном периоде; $КО_{да}$ – количество оборотов среднего остатка денежных активов в плановом периоде.

Потребность в страховом (резервном) остатке денежных активов определяется на основе рассчитанной суммы их операционного остатка и коэффициента неравномерности (коэффициента вариации) поступления денежных средств на предприятие по отдельным месяцам предшествующего года. Для расчета планируемой суммы страхового остатка денежных активов используется следующая формула:

$$ДА_c = \overline{ДА}_o \times KB_{плс},$$

где $ДА_c$ – планируемая сумма страхового остатка денежных активов предприятия; $\overline{ДА}_o$ – плановая сумма операционного остатка денежных активов предприятия; $KB_{плс}$ – коэффициент вариации поступления денежных средств на предприятие в отчетном периоде.

Потребность в компенсационном остатке денежных активов планируется в размере, определенном соглашением о банковском обслуживании. Если соглашение с банком, осуществляющим расчетное обслуживание предприятия, такое требование не содержит, этот вид остатка денежных активов на предприятии не планируется.

Потребность в инвестиционном (спекулятивном) остатке денежных активов планируется исходя из финансовых возможностей предприятия только после того, как полностью обеспечена потребность в других видах остатков денежных активов. Так как эта часть денежных активов не теряет своей стоимости в процессе хранения (при формировании эффективного портфеля краткосрочных финансовых инвестиций), их сумма верхним пределом не ограничивается. Критерием формирования этой части денежных активов выступает необходимость обеспечения более высокого коэффициента рентабельности краткосрочных инвестиций в сравнении с коэффициентом рентабельности операционных активов.

Общий размер среднего остатка денежных активов в плановом периоде определяется путем суммирования рассчитанной потребности в отдельных видах:

$$ДА = ДА_о + ДА_с + ДА_к + ДА_и,$$

где ДА – средняя сумма денежных активов предприятия в плановом периоде; ДА_о – средняя сумма операционного остатка денежных активов в плановом периоде; ДА_с – средняя сумма страхового остатка денежных активов в плановом периоде; ДА_к – средняя сумма компенсационного остатка денежных активов в плановом периоде; ДА_и – средняя сумма инвестиционного остатка денежных активов.

Учитывая, что остатки денежных активов трех последних видов являются в определенной степени взаимозаменяемыми, общая потребность в них при ограниченных финансовых возможностях предприятия может быть соответственно сокращена.

В практике зарубежного финансового менеджмента применяются и более сложные модели определения среднего остатка денежных активов.

Наиболее широко используемой в этих целях является модель Баумоля, который первым трансформировал для

планирования остатка денежных средств ранее рассмотренную модель ЕОQ. Исходными положениями модели Баумоля являются постоянство потока расходования денежных средств, хранение всех резервов денежных активов в форме краткосрочных финансовых вложений и изменение остатка денежных активов от их максимума до минимума, равного нулю.

Математический алгоритм расчета максимального и среднего оптимальных размеров остатка денежных средств в соответствии с моделью Баумоля имеет следующий вид:

$$ДА_{\text{МАКС}} = \sqrt{\frac{2 \times P_o \times \text{ПО}_{\text{ДО}}}{P_d}};$$

$$\overline{ДА} = \frac{ДА_{\text{МАКС}}}{2},$$

где $ДА_{\text{МАКС}}$ – оптимальный размер максимального остатка денежных активов предприятия; $ДА$ – оптимальный размер среднего остатка денежных активов предприятия; P_o – расходы по обслуживанию одной операции пополнения денежных средств; P_d – уровень потери альтернативных доходов при хранении денежных средств (средняя ставка процента по краткосрочным финансовым вложениям), выраженный десятичной дробью; $\text{ПО}_{\text{ДО}}$ – планируемый объем денежного оборота (суммы расходования денежных средств).

Модель Миллера – Орра представляет собой еще более сложный алгоритм определения оптимального размера остатков денежных активов. Исходные положения этой модели предусматривают наличие определенного размера страхового запаса и определенную неравномерность в поступлении и расходовании денежных средств, а соответственно, и остатка денежных активов. Минимальный предел формирования остатка денежных активов принимается на уровне страхового остатка, а максимальный – на уровне трехкратного размера страхового остатка.

Когда остаток денежных активов достигает максимального значения (верхней границы своего «коридора»), излишние средства (по отношению к среднему остатку) переводятся в резерв, т. е. инвестируются в краткосрочные финансовые инструменты. Аналогичным образом, когда остаток денежных активов достигает минимального значения (нижней границы своего «коридора»), осуществляется пополнение денежных средств до среднего уровня за счет продажи части краткосрочных финансовых инструментов, привлечения краткосрочных банковских кредитов и других источников.

Необходимо обратить внимание и на то, что значение среднего остатка денежных активов находится на одну треть выше минимального его значения и на две трети ниже максимального его значения, а не посередине между этими значениями. При таком подходе уровень альтернативных потерь доходов при хранении денежных средств будет более низким.

Математический алгоритм расчета диапазона колебаний остатка денежных активов между минимальным и максимальным его значением имеет следующий вид:

$$\text{ДКО}_{\text{м/м}} = 3 \times 3 \sqrt{\frac{3 \times P_o \times P_{\text{до}}^2}{4 \times \Pi_d}},$$

где $\text{ДКО}_{\text{м/м}}$ — диапазон колебаний суммы остатка денежных активов между минимальным и максимальным его значением; P_o — расходы по обслуживанию одной операции пополнения денежных средств; среднеквадратическое (стандартное) отклонение ежедневного объема денежного оборота; Π_d — среднедневной уровень потерь альтернативных доходов при хранении денежных средств (среднедневная ставка процента по краткосрочным финансовым операциям), выраженный десятичной дробью.

Соответственно, максимальный и средний остатки денежных активов определяются по формулам:

$$ДА_{\text{МАКС}} = ДА_{\text{МИН}} + ДКО_{\text{М/М}} ;$$

$$\overline{ДА} = ДА_{\text{МИН}} + \frac{ДКО_{\text{М/М}}}{3} ,$$

где $ДА_{\text{МАКС}}$ – оптимальный размер максимального остатка денежных активов предприятия; $ДА$ – оптимальный размер среднего остатка денежных активов предприятия; $ДА_{\text{МИН}}$ – минимальный (или страховой) остаток денежных активов предприятия; $ДКО_{\text{М/М}}$ – диапазон колебаний суммы остатка денежных активов между минимальным и максимальным его значением.

Несмотря на четкий математический аппарат расчетов оптимальных сумм остатков денежных активов, обе приведенные модели (модель Баумоля и модель Миллера – Орра) пока еще сложно использовать в отечественной практике финансового менеджмента по следующим причинам:

- хроническая нехватка оборотных активов не позволяет предприятиям формировать остаток денежных средств в необходимых размерах с учетом их резерва;
- замедление платежного оборота вызывает значительные (иногда непредсказуемые) колебания в размерах денежных поступлений, что соответственно отражается и на сумме остатка денежных активов;
- ограниченный перечень обращающихся краткосрочных фондовых инструментов и низкая их ликвидность затрудняют использование в расчетах показателей, связанных с краткосрочными финансовыми вложениями.

3. Дифференциация среднего остатка денежных активов в разрезе национальной и иностранной валюты. Такая дифференциация осуществляется только на тех предприятиях, которые ведут внешнеэкономическую деятельность. Цель такой дифференциации заключается в том, чтобы из общей оптимизированной потребности в денежных активах выделить валютную их часть с тем, чтобы обеспечить формирование

необходимых предприятию валютных фондов. Основой осуществления такой дифференциации является планируемый объем расходования денежных средств в разрезе внутренних и внешнеэкономических операций в процессе осуществления операционной деятельности. При расчетах используются формулы определения потребности в операционном и страховом остатках денежных активов с их дифференциацией по видам валют.

4. Выбор эффективных форм регулирования среднего остатка денежных активов. Такое регулирование проводится с целью обеспечения постоянной платежеспособности предприятия, а также с целью уменьшения расчетной максимальной и средней потребности в остатках денежных активов.

Основным методом регулирования среднего остатка денежных активов является корректировка потока предстоящих платежей (перенос срока отдельных платежей по заблаговременному согласованию с контрагентами). Такая корректировка осуществляется по следующим этапам.

На первом этапе на основе плана (бюджета) поступления и расходования средств в предстоящем квартале изучается диапазон колебаний остатка денежных активов предприятия в разрезе отдельных декад. Этот диапазон колебаний определяется по отношению к минимальному и среднему показателям остатков денежных активов в предстоящем периоде.

В процессе выявления диапазона колебаний остатка денежных активов устанавливаются следующие их значения в плановом периоде:

- минимальный остаток денежных активов;
- максимальный остаток денежных активов;
- средний остаток денежных активов.

На втором этапе регулируются декадные сроки расходования денежных средств (в увязке с их поступлениями), что позволяет минимизировать остатки денежных активов в рамках каждого месяца и по кварталу в целом. Критерием

оптимальности этого этапа регулирования потока предстоящих платежей выступает минимальный уровень среднеквадратического (стандартного) отклонения декадных значений остатка денежных активов предприятия от среднего.

На третьем этапе полученные в результате регулирования потока платежей значения остатков денежных активов оптимизируются с учетом предусматриваемого размера страхового остатка этих активов. Вначале определяются максимальный и минимальный остатки денежных активов с учетом нового диапазона их колебаний и размера страхового их запаса, а затем — их средний остаток (половина суммы минимального и максимального остатков денежных активов).

Высвобожденная в процессе подекадной корректировки потока платежей сумма денежных активов реинвестируется в краткосрочные финансовые вложения или другие виды активов.

Существуют и другие формы оперативного регулирования среднего остатка денежных активов, обеспечивающие как увеличение, так и снижение его размера.

- *Использование флуота.* Флуот представляет собой сумму денежных средств предприятия, связанную уже выписанными им платежными документами — поручениями (чеками, аккредитивами и т. п.), но еще не инкассированную их получателем. Флуот по конкретному платежному документу можно рассматривать как период времени между его выпиской по конкретному платежу и фактической его оплатой. Максимируя флуот (период прохождения выписанных платежных документов до их оплаты), предприятие может соответственно повышать сумму среднего остатка своих денежных активов без дополнительного вложения финансовых средств. В зарубежной практике финансового менеджмента флуот является одним из эффективных инструментов управления остатком денежных активов компаний и фирм.

- *Сокращение расчетов наличными деньгами.* Наличные денежные расчеты увеличивают остаток денежных активов

предприятия и сокращают период использования собственных денежных активов на срок прохождения платежных документов поставщиков.

- *Ускорение инкассации дебиторской задолженности*, в первую очередь за счет использования современных форм ее рефинансирования (учета векселей, факторинга, форфейтинга и др.).

- *Открытие «кредитной линии» в банке*, обеспечивающей оперативное поступление средств краткосрочного кредита при необходимости срочного пополнения остатка денежных активов.

- *Ускорение инкассации денежных средств* с целью их пополнения на расчетном счете для обеспечения своевременных расчетов предприятия в безналичной форме.

- *Использование в отдельные периоды практики частичной предоплаты поставляемой продукции*, если это не приводит к снижению объема ее реализации. Такая практика используется обычно при реализации продукции, имеющей высокий спрос на рынке.

5. Обеспечение рентабельного использования временно свободного остатка денежных активов. На этом этапе формирования политики управления денежными активами разрабатывается система мероприятий по минимизации уровня потерь альтернативного дохода в процессе их хранения и противoinфляционной защиты. К числу основных из таких мероприятий относятся:

- согласование с банком, осуществляющим расчетное обслуживание предприятия, условий текущего хранения остатка денежных активов с выплатой депозитного процента по средней сумме этого остатка (например, путем открытия контокоррентного счета в банке);

- использование краткосрочных денежных инструментов инвестирования (в первую очередь депозитных вкладов в банках) для временного хранения страхового и инвестиционного остатков денежных активов;

- использование высокодоходных фондовых инструментов для инвестирования резерва и свободного остатка денежных активов (государственных краткосрочных облигаций; краткосрочных депозитных сертификатов банков и т. п.), но при условии достаточной ликвидности этих инструментов на финансовом рынке.

6. Построение эффективных систем контроля за денежными активами предприятия. Объектом такого контроля являются совокупный уровень остатка денежных активов, обеспечивающих текущую платежеспособность предприятия, а также уровень эффективности сформированного портфеля краткосрочных финансовых вложений предприятия.

Денежные активы играют важную роль в процессе обеспечения платежеспособности по двум видам финансовых обязательств предприятия: неотложным (со сроком исполнения до одного месяца) и краткосрочным (со сроком исполнения до трех месяцев). Текущие обязательства со сроком исполнения до одного года обеспечиваются преимущественно другими видами оборотных активов.

2.6. Управление финансированием оборотных активов

Управление финансированием оборотных активов предприятия подчинено целям обеспечения необходимой потребности в них соответствующими финансовыми средствами и оптимизации структуры источников формирования этих средств. С учетом этой цели строится политика финансирования оборотных активов, разрабатываемая на предприятии.

Политика финансирования оборотных активов представляет собой часть общей политики управления его оборотными активами, заключающаяся в оптимизации объема и состава финансовых источников их формирования с позиций обеспечения эффективного использования собственного капитала и достаточной финансовой устойчивости предприятия.

Разработка политики финансирования оборотных активов осуществляется в несколько этапов.

1. Анализ состояния финансирования оборотных активов предприятия в предшествующем периоде. Основной целью этого анализа является оценка уровня достаточности финансовых средств, инвестируемых в оборотные активы, а также степени эффективности формирования структуры источников их финансирования с позиций влияния на финансовую устойчивость предприятия.

На первом этапе анализа проводится оценка достаточности финансовых средств, инвестируемых в оборотные активы, с позиций удовлетворения потребности в них в предшествующем периоде. Такая оценка проводится на основе коэффициента достаточности финансирования оборотных активов предприятия в целом, в том числе собственных оборотных активов. Для того чтобы нивелировать влияние изменения объема реализации продукции на рассматриваемые показатели, они выражаются относительными значениями (в днях оборота). Расчет указанных коэффициентов осуществляется по следующим формулам:

$$\text{КДФ}_{\text{оА}} = \frac{\text{ФПО}_{\text{оА}}}{\text{НПО}_{\text{оА}}};$$

$$\text{КДФ}_{\text{сОА}} = \frac{\text{ФПО}_{\text{сОА}}}{\text{НПО}_{\text{сОА}}},$$

где $\text{КДФ}_{\text{оА}}$ – коэффициент достаточности финансирования оборотных активов в рассматриваемом периоде; $\text{КДФ}_{\text{сОА}}$ – коэффициент достаточности финансирования собственных оборотных активов; $\text{ФПО}_{\text{оА}}$ – фактический период оборота оборотных активов в днях в рассматриваемом периоде; $\text{НПО}_{\text{оА}}$ – норматив оборотных активов предприятия в днях, установленный на соответствующий рассматриваемый период; $\text{ФПО}_{\text{сОА}}$ – фактический период оборота собственных

оборотных активов в днях в рассматриваемом периоде; НПО_{coa} – норматив собственных оборотных активов предприятия в днях, установленный на соответствующий рассматриваемый период.

На втором этапе анализа рассматриваются сумма и уровень чистых оборотных активов (чистого рабочего капитала) и темпы изменения этих показателей по отдельным периодам. Для оценки уровня чистых оборотных активов (чистого рабочего капитала) используется соответствующий коэффициент, который рассчитывается по следующей формуле:

$$K_{\text{чоа}} = \frac{\overline{\text{ЧОА}}}{\overline{\text{ОА}}},$$

где $K_{\text{чоа}}$ – коэффициент чистых оборотных активов (чистого рабочего капитала) предприятия; ЧОА – средняя сумма чистых оборотных активов (чистого рабочего капитала) предприятия в рассматриваемом периоде; ОА – средняя сумма оборотных активов (рабочего капитала) предприятия в рассматриваемом периоде.

Этот показатель в значительной мере характеризует тип политики финансирования оборотных активов, осуществляемой предприятием в рассматриваемом периоде.

На третьем этапе анализа изучаются объем и уровень текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия в отчетном периоде, определяемых потребностями его финансового цикла.

Объем текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия рассчитывается по следующей формуле:

$$\overline{\text{ОТФ}}_{\text{оа}} = \overline{З}_{\text{тмц}} + \overline{\text{ДЗ}} - \overline{\text{КДЗ}},$$

где $\overline{\text{ОТФ}}_{\text{оа}}$ – средний объем текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей)

предприятия в рассматриваемом периоде; $Z_{\text{тмц}}$ – средняя сумма запасов товарно-материальных ценностей в составе оборотных активов предприятия в рассматриваемом периоде; ДЗ – средняя сумма дебиторской задолженности предприятия в рассматриваемом периоде; КЗ – средняя сумма кредиторской задолженности предприятия в рассматриваемом периоде.

В процессе изучения динамики объема текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия в рассматриваемом периоде исследуется роль отдельных факторов, определивших изменение этого показателя: средняя сумма запасов; средняя сумма дебиторской задолженности; средняя сумма кредиторской задолженности.

Уровень текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия оценивается на основе соответствующего коэффициента, который рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{КТФ}_{\text{оА}} = \frac{\overline{\text{ОТФ}_{\text{оА}}}}{\text{ОА}},$$

где $\text{КТФ}_{\text{оА}}$ – коэффициент текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия в рассматриваемом периоде; $\overline{\text{ОТФ}_{\text{оА}}}$ – средний объем текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия в рассматриваемом периоде; ОА – средняя сумма оборотных активов предприятия в рассматриваемом периоде.

На четвертом этапе анализа рассматриваются динамика суммы и удельного веса отдельных источников финансирования оборотных активов предприятия в предшествующем периоде. В процессе анализа заемных источников финансирования оборотных активов эти источники рассматриваются в разрезе сроков их использования (долгосрочных и краткосрочных) и видов привлекаемого кредита (финансового и товарного).

Результаты проведенного анализа используются в процессе последующей разработки отдельных параметров политики финансирования оборотных активов.

2. Формирование принципов финансирования оборотных активов предприятия. Эти принципы призваны отражать общую идеологию финансового управления предприятия с позиций приемлемого соотношения уровня доходности и риска финансовой деятельности, а также корреспондировать с ранее рассмотренными принципами формирования оборотных активов. В процессе формирования принципов финансирования оборотных активов используется их классификация по периоду функционирования, т. е. в общем их составе выделяются постоянная и переменная их часть.

В соответствии с теорией финансового менеджмента существует три принципиальных подхода к финансированию различных групп оборотных активов предприятия.

Консервативный подход к финансированию оборотных активов предполагает, что за счет собственного и долгосрочного заемного капитала должны финансироваться постоянная часть оборотных активов и примерно половина переменной их части. Вторая половина переменной части оборотных активов должна финансироваться за счет краткосрочного заемного капитала. Такая модель (тип политики) финансирования оборотных активов обеспечивает высокий уровень финансовой устойчивости предприятия (за счет минимального объема использования краткосрочных заемных средств), однако увеличивает затраты собственного капитала на их финансирование, что при прочих равных условиях приводит к снижению уровня его рентабельности.

Умеренный (или компромиссный) подход к финансированию оборотных активов предполагает, что за счет собственного и долгосрочного заемного капитала должна финансироваться постоянная часть оборотных активов, в то время как за счет краткосрочного заемного капитала – весь объем переменной

их части. Такая модель (тип политики) финансирования оборотных активов обеспечивает приемлемый уровень финансовой устойчивости предприятия и рентабельность использования собственного капитала, приближенную к среднерыночной норме прибыли на капитал.

Агрессивный подход к финансированию оборотных активов предполагает, что за счет собственного и долгосрочного заемного капитала финансируется лишь небольшая доля постоянной их части (не более половины), в то время как за счет краткосрочного заемного капитала — преимущественная доля постоянной и вся переменная части оборотных активов. Такая модель (тип политики) создает проблемы в обеспечении текущей платежеспособности и финансовой устойчивости предприятия. Вместе с тем она позволяет осуществлять операционную деятельность с минимальной потребностью в собственном капитале, а следовательно обеспечивать при прочих равных условиях наиболее высокий уровень его рентабельности.

Тот или иной тип политики финансирования отражает коэффициент чистых оборотных активов (чистого рабочего капитала): минимальное его значение характеризует осуществление предприятием политики агрессивного типа, в то время как достаточно высокое его значение (стремящееся к единице) — политики консервативного типа.

Таким образом, формирование соответствующих принципов финансирования оборотных активов в конечном итоге определяет соотношение между уровнем рентабельности использования собственного капитала и уровнем риска снижения финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия, своеобразным барометром которого выступают сумма и уровень чистых оборотных активов (чистого рабочего капитала).

3. Оптимизация объема текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) с учетом формируемого финансового цикла предприятия. Такая оптимизация позволяет выявить и минимизировать реальную потребность

предприятия в финансировании оборотных активов за счет собственного капитала и привлекаемого финансового кредита (в долгосрочной или краткосрочной его формах).

На первом этапе расчетов прогнозируется объем кредиторской задолженности предприятия в предстоящем периоде. Ее основу составляет как кредиторская задолженность по товарным операциям, так и внутренняя кредиторская задолженность предприятия. Расчет прогнозируемого объема кредиторской задолженности предприятия в предстоящем периоде осуществляется по следующей формуле:

$$КЗ_{\Pi} = (\overline{КЗ}_T + \overline{КЗ}_{ВН} - \overline{КЗ}_{ПР}) \times (1 + T_p),$$

где $КЗ_{\Pi}$ – прогнозируемый объем кредиторской задолженности предприятия; $\overline{КЗ}_T$ – средняя фактическая сумма кредиторской задолженности предприятия по товарным операциям в аналогичном предшествующем периоде; $\overline{КЗ}_{ВН}$ – средняя фактическая сумма внутренней кредиторской задолженности (кредиторской задолженности прочих видов) предприятия в аналогичном предшествующем периоде; $\overline{КЗ}_{ПР}$ – средняя фактическая сумма просроченной кредиторской задолженности предприятия (всех видов) в аналогичном предшествующем периоде; T_p – планируемый темп прироста объема производства продукции, выраженный десятичной дробью.

На втором этапе расчетов исходя из ранее определенных плановых объемов запасов товарно-материальных ценностей, дебиторской задолженности, а также прогнозируемого объема кредиторской задолженности определяется прогнозируемый объем текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия. Расчет осуществляется по следующей формуле:

$$ОТФ_{\Pi} = З_{\Pi} + ДЗ_{\Pi} - КЗ_{\Pi},$$

где $OT\Phi_{\text{п}}$ – прогнозируемый объем текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия; $Z_{\text{п}}$ – планируемый объем запасов товарно-материальных ценностей в составе оборотных активов предприятия; $DZ_{\text{п}}$ – планируемый объем дебиторской задолженности предприятия; $KZ_{\text{п}}$ – прогнозируемый объем кредиторской задолженности предприятия.

Если в предстоящем периоде продолжительность финансового цикла предприятия не меняется, то расчет прогнозируемого объема текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия осуществляется по упрощенной формуле:

$$OT\Phi_{\text{п}} = ПФЦ \times ОР_{\text{п}},$$

где $OT\Phi_{\text{п}}$ – прогнозируемый объем текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия; $ПФЦ$ – продолжительность финансового цикла предприятия, в днях; $ОР_{\text{п}}$ – планируемый однодневный объем реализации продукции.

На третьем этапе расчетов с учетом вскрытых в процессе анализа резервов разрабатываются мероприятия по сокращению прогнозируемого объема текущего финансирования оборотных активов (а соответственно, и продолжительности финансового цикла) предприятия. Так как планируемые запасы товарно-материальных ценностей обеспечивают реальный прирост операционной деятельности, основное внимание при разработке таких мероприятий уделяется обеспечению сокращения объема дебиторской задолженности и особенно – увеличению объема кредиторской задолженности предприятия.

Оптимизированный с учетом этих мероприятий прогнозируемый объем текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) служит основой

выбора конкретных источников финансовых средств, инвестируемых в эти активы.

4. Оптимизация структуры источников финансирования оборотных активов предприятия. При определении структуры этого финансирования выделяют следующие группы источников:

- собственный капитал предприятия;
- долгосрочный финансовый кредит;
- краткосрочный финансовый кредит;
- товарный (коммерческий) кредит;
- внутренняя кредиторская задолженность предприятия.

Объемы финансирования оборотных активов за счет товарного кредита поставщиков (кредиторской задолженности по товарным операциям), а также за счет внутренней кредиторской задолженности были определены при прогнозировании общего объема и состава кредиторской задолженности.

Объем финансирования оборотных активов за счет краткосрочного финансового кредита определяется на основе прогнозируемой суммы чистых оборотных активов (в соответствии с избранным типом политики их финансирования) и прогнозируемого объема текущего их финансирования (текущих финансовых потребностей). Расчет плановой потребности в краткосрочном финансовом кредите осуществляется по формуле

$$\text{КФК}_n = \text{ЧОА}_n - \text{ОТФ}_n,$$

где КФК_n – планируемая потребность в краткосрочном финансовом кредите; ЧОА_n – прогнозируемая сумма чистых оборотных активов (чистого рабочего капитала); ОТФ_n – прогнозируемый объем текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия.

Участие собственного и долгосрочного заемного капитала в финансировании чистых оборотных активов определяется

исходя из целей привлечения долгосрочного финансового кредита. Расчет объема финансирования чистого оборотного капитала за счет долгосрочного финансового кредита осуществляется по формуле

$$\text{ДФК}_{\text{оа}} = \text{ДФК} - \text{ДФК}_{\text{ва}},$$

где $\text{ДФК}_{\text{оа}}$ – сумма долгосрочного финансового кредита, инвестированного в оборотные активы (чистый рабочий капитал); ДФК – общая сумма долгосрочного финансового кредита, привлеченного предприятием, на начало планового периода; $\text{ДФК}_{\text{ва}}$ – сумма долгосрочного финансового кредита, привлеченного предприятием на целевое финансирование развития внеоборотных активов (капитальное строительство новых объектов, финансовый лизинг оборудования и т. п.). Соответственно, расчет объема собственного капитала, инвестированного в оборотные активы (чистый рабочий капитал), осуществляется по формуле

$$\text{СК}_{\text{оа}} = \text{ЧОА}_{\text{п}} - \text{ДФК}_{\text{оа}},$$

где $\text{СК}_{\text{оа}}$ – сумма собственного капитала, инвестируемого в оборотные активы (чистый рабочий капитал); $\text{ЧОА}_{\text{п}}$ – прогнозируемая сумма чистых оборотных активов (чистого рабочего капитала); $\text{ДФК}_{\text{оа}}$ – сумма долгосрочного финансового кредита, инвестированного в оборотные активы (чистый рабочий капитал).

Результаты разработанной политики формирования и политики финансирования оборотных активов получают свое отражение в сводном плановом документе – балансе формирования и финансирования оборотных активов. Этот баланс позволяет увязать общую потребность в оборотных активах с планируемым объемом финансовых средств, привлекаемых из разных источников для обеспечения их формирования.

Контрольные вопросы

1. По каким признакам можно классифицировать активы предприятия?
2. По каким признакам можно классифицировать оборотные активы предприятия?
3. Опишите операционный цикл.
4. Этапы политики управления оборотными активами предприятия.
5. Каковы этапы процесса оптимизации соотношения постоянной и переменной частей оборотных активов?
6. Определите этапы управления запасами.
7. Определите этапы формирования политики управления дебиторской задолженностью.
8. Каковы модели нахождения оптимального размера остатка денежных средств?
9. Назовите основные этапы разработки политики финансирования оборотных активов.

Глава 3. УПРАВЛЕНИЕ ВНЕОБОРОТНЫМИ АКТИВАМИ

3.1. Политика управления внеоборотными активами

Сформированные на первоначальном этапе деятельности предприятия внеоборотные активы требуют постоянного управления ими. Это управление осуществляется в различных формах и разными функциональными подразделениями предприятия. Часть функций этого управления возлагается на финансовый менеджмент.

Разнообразие видов и элементов внеоборотных активов предприятия определяет необходимость их предварительной классификации в целях обеспечения целенаправленного управления ими. С позиций финансового менеджмента эта классификация строится по следующим основным признакам.

1. По функциональным видам внеоборотные активы в современной практике финансового учета и управления подразделяются следующим образом.

- *Основные средства* – совокупность материальных активов предприятия в форме средств труда, которые многократно участвуют в производственном процессе и переносят на продукцию свою стоимость частями. В практике учета к ним относят средства труда всех видов со сроком использования свыше одного года и стоимостью более 15 необлагаемых налогом минимумов доходов граждан.

- *Нематериальные активы* – внеоборотные активы предприятия, не имеющие вещественной (материальной) формы, обеспечивающие осуществление всех основных видов его хозяйственной деятельности.

- *Незавершенные капитальные вложения* – объем фактически произведенных затрат на строительство и монтаж

отдельных объектов основных средств с начала этого строительства до его завершения.

- *Оборудование, предназначенное к монтажу* – виды оборудования, приобретенного предприятием, которые предназначены к установке в зданиях и сооружениях путем их монтажа (сборки, прикрепления к фундаментам или опорам и т. д.), а также контрольно-измерительную аппаратуру и другие приборы, монтируемые в составе оборудования.

- *Долгосрочные финансовые вложения* – все приобретенные предприятием финансовые инструменты инвестирования со сроком их использования более одного года вне зависимости от размера их стоимости.

2. По характеру обслуживания отдельных видов деятельности предприятия выделяют следующие группы внеоборотных активов.

Внеоборотные активы, обслуживающие операционную деятельность (операционные внеоборотные активы) – группа долгосрочных активов предприятия (основных средств, нематериальных активов), непосредственно используемых в процессе осуществления его производственно-коммерческой деятельности. Эта группа активов играет ведущую роль в общем составе внеоборотных активов предприятия.

Внеоборотные активы, обслуживающие инвестиционную деятельность (инвестиционные внеоборотные активы) – группа долгосрочных активов предприятия, сформированная в процессе осуществления им реального и финансового инвестирования (незавершенные капитальные вложения, оборудование, предназначенное для монтажа, долгосрочные финансовые вложения).

Внеоборотные активы, удовлетворяющие социальные потребности персонала (непроизводственные внеоборотные активы) – группа объектов социально-бытового назначения, сформированных для обслуживания работников данного предприятия и находящихся в его владении (спортивные

сооружения, оздоровительные комплексы, дошкольные детские учреждения и т. п.).

3. По характеру владения внеоборотные активы предприятия подразделяются на группы:

а) собственные внеоборотные активы — долгосрочные активы предприятия, принадлежащие ему на правах собственности и владения, отражаемые в составе его баланса;

б) арендуемые внеоборотные активы — группа активов, используемых предприятием на правах пользования в соответствии с договором аренды (лизинга), заключенным с их собственником.

4. По формам залогового обеспечения кредита и особенностям страхования выделяют следующие группы внеоборотных активов:

а) движимые внеоборотные активы — группа долгосрочных имущественных ценностей предприятия, которые в процессе залога (заклада) могут быть изъяты из его владения в целях обеспечения кредита (машины и оборудование, транспортные средства, долгосрочные фондовые инструменты и т. п.);

б) недвижимые внеоборотные активы — группа долгосрочных имущественных ценностей предприятия, которые не могут быть изъяты из его владения в процессе залога, обеспечивающего кредит (земельные участки, здания, сооружения, передаточные устройства и т. п.).

В соответствии с этой классификацией дифференцируются формы и методы финансового управления внеоборотными активами предприятия в процессе осуществления различных финансовых операций.

В данном разделе будут рассмотрены принципы и методы управления операционными внеоборотными активами предприятия, представляющими наиболее существенную их часть в составе его совокупных внеоборотных активов (особенности управления инвестиционными внеоборотными активами рассматриваются в специальном разделе).

Особенности управления операционными внеоборотными активами в значительной мере определяются спецификой цикла их стоимостного кругооборота.

Внеоборотные операционные активы в процессе полного цикла стоимостного кругооборота проходят три основные стадии.

На первой стадии сформированные предприятием внеоборотные операционные активы (основные средства и нематериальные активы) в процессе своего использования и износа переносят часть своей стоимости на готовую продукцию; этот процесс осуществляется в течение многих операционных циклов и продолжается до полного износа отдельных видов внеоборотных операционных активов.

На второй стадии в процессе реализации продукции износ внеоборотных операционных активов накапливается на предприятии в форме амортизационного фонда.

На третьей стадии средства амортизационного фонда как часть собственных финансовых ресурсов предприятия направляются на восстановление действующих (текущий и капитальный ремонт) или приобретение аналогичных новых видов (инвестиции) внеоборотных операционных активов.

Период времени, в течение которого совершается полный цикл кругооборота стоимости конкретных видов операционных внеоборотных активов, характеризует срок их службы. Он рассчитывается по следующей формуле:

$$ПО_{\text{ва}} = \frac{100}{H_{\text{а}}},$$

где $ПО_{\text{ва}}$ — период времени полного оборота (срок службы) конкретных видов операционных внеоборотных активов, лет; $H_{\text{а}}$ — годовая норма амортизации соответствующего вида активов, %.

С учетом особенностей цикла стоимостного кругооборота внеоборотных активов строится процесс управления этими

видами долгосрочных активов предприятия. Несмотря на многообразие состава операционных внеоборотных активов по отдельным видам и группам, цель финансового менеджмента в этой области относительно проста – обеспечить своевременное обновление и повышение эффективности использования операционных внеоборотных активов. С учетом этой цели формируется политика управления операционными внеоборотными активами предприятия.

Политика управления операционными внеоборотными активами представляет собой часть общей финансовой стратегии предприятия, заключающейся в финансовом обеспечении своевременного их обновления и высокой эффективности использования.

Политика управления операционными внеоборотными активами предприятия формируется по следующим основным этапам.

1. Анализ операционных внеоборотных активов предприятия в предшествующем периоде. Этот анализ проводится в целях изучения динамики общего их объема и состава, степени их годности, интенсивности обновления и эффективности использования.

На первом этапе анализа рассматривается динамика общего объема операционных внеоборотных активов предприятия: темпы их роста в сопоставлении с темпами роста объема производства и реализации продукции, объема операционных оборотных активов, общей суммы внеоборотных активов. В процессе этого анализа изучается изменение коэффициента участия операционных внеоборотных активов в общей сумме операционных активов предприятия. Расчет этого коэффициента осуществляется по формуле

$$КУ_{\text{ОВА}} = \frac{\overline{\text{ОВА}}}{\overline{\text{ОВА}} + \overline{\text{ОА}}},$$

где $КУ_{\text{ОВА}}$ – коэффициент участия внеоборотных активов в общей сумме операционных активов предприятия; ОВА –

средняя стоимость операционных внеоборотных активов предприятия в рассматриваемом периоде; ОА – средняя сумма оборотных активов предприятия в рассматриваемом периоде.

На втором этапе анализа изучается состав операционных внеоборотных активов предприятия и динамика их структуры. В процессе этого изучения рассматривается соотношение основных средств и нематериальных активов, используемых в операционном процессе предприятия; в составе основных средств анализируется удельный вес движимых и недвижимых их видов (которые в производственной деятельности характеризуют соответственно активную и пассивную их части); в составе нематериальных активов рассматриваются отдельные их виды.

На третьем этапе анализа оценивается состояние используемых предприятием внеоборотных активов по степени их изношенности (амортизации). В процессе такой оценки используются следующие основные показатели.

- *Коэффициент износа основных средств.* Он рассчитывается по следующей формуле

$$КИ_{oc} = \frac{И_{oc}}{ПС_{oc}},$$

где $КИ_{oc}$ – коэффициент износа основных средств; $И_{oc}$ – сумма износа основных средств предприятия на определенную дату; $ПС_{oc}$ – первоначальная стоимость основных средств.

- *Коэффициент годности основных средств.* Для его расчета используется следующая формула:

$$КГ_{oc} = \frac{ОС_{oc}}{ПС_{oc}},$$

где $КГ_{oc}$ – коэффициент годности основных средств; $ОС_{oc}$ – остаточная стоимость основных средств предприятия на определенную дату; $ПС_{oc}$ – первоначальная стоимость основных средств предприятия на определенную дату.

• *Коэффициент амортизации нематериальных активов.* Его расчет производится по следующей формуле:

$$КА_{на} = \frac{A_{на}}{ПС_{на}},$$

где $КА_{на}$ – коэффициент амортизации нематериальных активов; $A_{на}$ – сумма амортизации нематериальных активов предприятия на определенную дату; $ПС_{на}$ – первоначальная стоимость нематериальных активов предприятия на определенную дату.

• *Коэффициент годности нематериальных активов.* Он определяется по следующей формуле:

$$КГ_{на} = \frac{ОС_{на}}{ПС_{на}},$$

где $КГ_{на}$ – коэффициент годности нематериальных активов; $ОС_{на}$ – остаточная стоимость нематериальных активов предприятия на определенную дату; $ПС_{на}$ – первоначальная стоимость нематериальных активов предприятия на определенную дату.

• *Сводный коэффициент годности операционных внеоборотных активов, используемых предприятием.* Он рассчитывается по следующей формуле:

$$КГ_{ова} = \frac{ОВА_{ос}}{ОВА_{пс}},$$

где $КГ_{ова}$ – сводный коэффициент годности операционных внеоборотных активов, используемых предприятием; $ОВА_{ос}$ – сумма всех используемых предприятием операционных внеоборотных активов по остаточной стоимости на определенную дату; $ОВА_{пс}$ – сумма всех используемых предприятием операционных внеоборотных активов по первоначальной стоимости на определенную дату:

На четвертом этапе анализа определяется период оборота используемых предприятием операционных внеоборотных активов. Он рассчитывается по следующей формуле:

$$ПО_{\text{ова}} = \frac{\overline{ОВА}_{\text{пс}}}{\overline{И}_{\text{ова}}},$$

где $ПО_{\text{ова}}$ – период оборота используемых предприятием операционных внеоборотных активов, лет; $\overline{ОВА}_{\text{пс}}$ – среднегодовая сумма всех используемых предприятием операционных внеоборотных активов по первоначальной стоимости; $\overline{И}_{\text{ова}}$ – среднегодовая сумма износа всех используемых предприятием операционных внеоборотных активов.

На пятом этапе анализа изучается интенсивность обновления операционных внеоборотных активов в предшествующем периоде. В процессе изучения используются следующие основные показатели.

- *Коэффициент выбытия операционных внеоборотных активов* – доля выбывших операционных внеоборотных активов в общей их сумме, рассчитываемая по формуле

$$КВ_{\text{ова}} = \frac{ОВА_{\text{в}}}{ОВА_{\text{н}}},$$

где $КВ_{\text{ова}}$ – коэффициент выбытия операционных внеоборотных активов; $ОВА_{\text{в}}$ – стоимость выбывших операционных внеоборотных активов в отчетном периоде; $ОВА_{\text{н}}$ – стоимость операционных внеоборотных активов на начало отчетного периода.

- *Коэффициент ввода в действие новых операционных внеоборотных активов* – доля вновь введенных операционных внеоборотных активов в общей их сумме, рассчитываемая по формуле

$$КВД_{\text{ова}} = \frac{ОВА_{\text{вд}}}{ОВА_{\text{к}}},$$

где $КВД_{\text{ова}}$ – коэффициент ввода в действие новых операционных внеоборотных активов; $ОВА_{\text{вд}}$ – стоимость вновь введенных операционных внеоборотных активов в отчетном периоде; $ОВА_{\text{к}}$ – стоимость операционных внеоборотных активов на конец отчетного периода.

- *Коэффициент обновления операционных внеоборотных активов* – прирост новых операционных внеоборотных активов в общей их сумме, рассчитываемый по формуле

$$КО_{\text{ОВА}} = \frac{\text{ОВА}_{\text{ВД}} - \text{ОВА}_{\text{В}}}{\text{ОВА}_{\text{К}}},$$

где $КО_{\text{ОВА}}$ – коэффициент обновления операционных внеоборотных активов; $\text{ОВА}_{\text{ВД}}$ – стоимость вновь введенных операционных внеоборотных активов в отчетном периоде; $\text{ОВА}_{\text{В}}$ – стоимость выбывших операционных внеоборотных активов в отчетном периоде; $\text{ОВА}_{\text{К}}$ – стоимость операционных внеоборотных активов на конец отчетного периода.

- *Скорость обновления операционных внеоборотных активов* – средний период времени полного обновления операционных внеоборотных активов. Расчет этого показателя осуществляется по формуле

$$СО_{\text{ОВА}} = \frac{1}{\text{КВД}_{\text{ОВА}}},$$

где $СО_{\text{ОВА}}$ – скорость обновления операционных внеоборотных активов, лет; $\text{КВД}_{\text{ОВА}}$ – коэффициент ввода в действие операционных внеоборотных активов в отчетном году (или в среднем за ряд последних лет).

Указанные показатели рассчитываются в процессе анализа не только по операционным внеоборотным активам в целом, но и в разрезе их видов – основных средств и нематериальных активов.

На шестом этапе анализа оценивается уровень эффективности использования операционных внеоборотных активов в отчетном периоде по основным показателям.

- *Коэффициент рентабельности операционных внеоборотных активов*. Его расчет осуществляется по формуле

$$КР_{\text{ОВА}} = \frac{\text{ЧП}_{\text{ОД}}}{\text{ОВА}},$$

где $KP_{\text{ова}}$ – коэффициент рентабельности операционных внеоборотных активов; $ЧП_{\text{од}}$ – сумма чистой прибыли, полученная предприятием от его операционной деятельности в отчетном периоде; $ОВА$ – средняя стоимость операционных внеоборотных активов предприятия в отчетном периоде.

• *Коэффициент производственной отдачи операционных внеоборотных активов* – объем реализации продукции (или объем ее производства) в расчете на единицу используемых предприятием операционных внеоборотных активов. Расчет этого показателя осуществляется по следующей формуле:

$$KPO_{\text{ова}} = \frac{OP}{ОВА},$$

где $KPO_{\text{ова}}$ – коэффициент производственной отдачи операционных внеоборотных активов; OP – объем реализации продукции (или объем ее производства) в отчетном периоде; $ОВА$ – средняя стоимость операционных внеоборотных активов в отчетном периоде.

• *Коэффициент производственной емкости операционных оборотных активов* – средняя стоимость операционных внеоборотных активов, приходящаяся на единицу объема реализации продукции (или объема ее производства). При расчете этого показателя используется следующая формула:

$$KPE_{\text{ова}} = \frac{ОВА}{OP},$$

где $KPE_{\text{ова}}$ – коэффициент производственной емкости операционных внеоборотных активов; $ОВА$ – средняя стоимость операционных внеоборотных активов предприятия в отчетном периоде; OP – объем реализации продукции (или объем ее производства) в отчетном периоде.

2. Оптимизация общего объема и состава операционных внеоборотных активов предприятия. Такая оптимизация осуществляется с учетом вскрытых в процессе анализа возможных

резервов повышения производственного использования операционных внеоборотных активов в предстоящем периоде. К числу основных из таких резервов относятся: повышение производительного использования операционных внеоборотных активов во времени (за счет прироста коэффициентов сменности и непрерывности их работы) и повышение производительного использования операционных внеоборотных активов по мощности (за счет роста производительности отдельных их видов в пределах предусмотренной технической мощности). В процессе оптимизации общего объема операционных внеоборотных активов из их состава исключаются те их виды, которые не участвуют в производственном процессе по различным причинам.

Принципиальная формула для определения необходимого общего объема операционных внеоборотных активов предприятия в предстоящем периоде имеет следующий вид:

$$ОП_{ОВА} = (ОВА_{к} - ОВА_{нп}) \times (1 + \Delta КИ_{в}) \times (1 + \Delta КИ_{м}) \times (1 + \Delta ОР_{п}),$$

где $ОП_{ова}$ – общая потребность предприятия в операционных внеоборотных активах в предстоящем периоде; $ОВА_{к}$ – стоимость используемых предприятием операционных внеоборотных активов на конец отчетного периода; $ОВА_{нп}$ – стоимость операционных внеоборотных активов предприятия, не принимающих непосредственного участия в производственном процессе, на конец отчетного периода; $\Delta КИ_{в}$ – планируемый прирост коэффициента использования операционных внеоборотных активов во времени; $\Delta КИ_{м}$ – планируемый прирост коэффициента использования операционных внеоборотных активов по мощности; $\Delta ОР_{п}$ – планируемый темп прироста объема реализации продукции, выраженный десятичной дробью.

По указанной принципиальной формуле может быть рассчитан также необходимый объем операционных внеоборотных

активов в разрезе отдельных их видов и элементов, что позволяет оптимизировать их стоимостный состав в рамках общей потребности.

3. Обеспечение своевременного обновления операционных внеоборотных активов предприятия. В этих целях на предприятии определяется необходимый уровень интенсивности обновления отдельных групп операционных внеоборотных активов; рассчитывается общий объем активов, подлежащих обновлению в предстоящем периоде; устанавливаются основные формы и стоимость обновления различных групп активов. Более подробно вопросы финансового управления обновлением внеоборотных операционных активов рассматриваются в следующем разделе.

4. Обеспечение эффективного использования операционных внеоборотных активов предприятия. Такое обеспечение заключается в разработке системы мероприятий, направленных на повышение коэффициентов рентабельности и производственной отдачи операционных внеоборотных активов.

Используя в процессе управления эффективностью операционных внеоборотных активов эти показатели, следует учитывать два важных момента, обеспечивающих объективность оценки разрабатываемых мероприятий. Первый из них состоит в том, что при оценке всегда должна использоваться *восстановительная стоимость* операционных внеоборотных активов на момент проведения оценки (в этом случае будет учтен фактор инфляции, который в прибыли и объеме реализации продукции отражается автоматически). Второй из них состоит в том, что при оценке следует использовать *остаточную стоимость* операционных внеоборотных активов, так как большая их часть в процессе износа теряет часть своей производительности.

Рост эффективности использования операционных внеоборотных активов позволяет сократить потребность в них (за счет механизма повышения коэффициентов их

использования во времени и по мощности), так как между этими двумя показателями существует обратная зависимость. Следовательно, мероприятия по обеспечению повышения эффективности использования операционных внеоборотных активов можно рассматривать как мероприятия по сокращению потребности в объеме их финансирования и повышению темпов экономического развития предприятия за счет более рационального использования собственных финансовых ресурсов.

5. Формирование принципов и оптимизация структуры источников финансирования операционных внеоборотных активов. Принципиально обновление и прирост операционных внеоборотных активов могут финансироваться за счет собственного капитала, долгосрочного заемного капитала (финансового кредита, финансового лизинга и т. п.) и за счет смешанного их финансирования. Порядок определения необходимого объема финансирования, выбор наиболее целесообразных для предприятия их форм и оптимизация структуры источников финансирования операционных внеоборотных активов рассматривается в специальном разделе.

3.2. Управление обновлением внеоборотных средств

В системе формирования и реализации политики управления операционными внеоборотными активами предприятия одной из наиболее важных функций финансового менеджмента является обеспечение своевременного и эффективно их обновления. Финансовое управление обновлением внеоборотных активов подчинено общим целям политики управления этими активами, конкретизируя управленческие решения в этой области. Последовательность разработки и принятия управленческих решений по обеспечению обновления операционных внеоборотных активов предприятия характеризуется следующими основными этапами.

1. Формирование необходимого уровня интенсивности обновления отдельных групп операционных внеоборотных активов предприятия. Интенсивность обновления операционных внеоборотных активов определяется двумя основными факторами – их физическим и моральным износом. В процессе этих видов износа внеоборотные активы постепенно утрачивают свои первоначальные функциональные свойства и их дальнейшее использование в операционном процессе предприятия становится или технически невозможным, или экономически нецелесообразным.

Функциональные свойства отдельных видов внеоборотных активов, утерянные в связи с техническим износом, в определенной степени подлежат восстановлению путем их ремонта. Если же относительная потеря этих свойств (проявляющаяся в неспособности выпускать продукцию с той же производительностью или современного уровня качества) связана с моральным износом, то по экономическим критериям соответствующие виды внеоборотных активов требуют замены более современными их аналогами.

Скорость утраты внеоборотными активами своих первоначальных функциональных свойств под воздействием физического и морального износа, а соответственно, и уровень интенсивности их обновления во многом определяются индивидуальными условиями их использования в процессе операционной деятельности предприятия. В соответствии с этими условиями индивидуализируются (в определенных пределах) и нормы амортизации различных видов операционных внеоборотных активов. Эта индивидуализация норм амортизации, определяющая уровень интенсивности обновления отдельных групп операционных внеоборотных активов, характеризует амортизационную политику предприятия.

Амортизационная политика предприятия представляет собой составную часть общей политики управления операционными внеоборотными активами, заключающуюся в индивидуализации

уровня интенсивности их обновления в соответствии со спецификой их эксплуатации в процессе операционной деятельности.

Амортизационная политика предприятия в значительной степени отражает амортизационную политику государства на различных этапах его экономического развития. Она базируется на установленных государством принципах, методах и нормах амортизационных отчислений. Вместе с тем каждое предприятие имеет возможность индивидуализировать свою амортизационную политику, учитывая конкретные факторы, определяющие ее параметры.

В процессе формирования амортизационной политики предприятия, определяющей уровень интенсивности обновления отдельных групп операционных внеоборотных активов, учитываются следующие основные факторы.

- *Объем используемых операционных основных средств и нематериальных активов.* Воздействие амортизационной политики предприятия на интенсивность обновления операционных внеоборотных активов и конечные финансовые результаты его деятельности возрастает пропорционально увеличению объема собственных основных средств и нематериальных активов.

- *Методы отражения в учете реальной стоимости используемых основных средств и нематериальных активов.* Осуществляемая переоценка этих видов операционных активов предприятия носит в современных условиях периодический характер и не в полной мере отражает рост цен на них. В связи с этим амортизационные отчисления не характеризуют в полной мере фактический износ этих активов и утрачивают свое реновационное значение. Занижение размера реального износа операционных внеоборотных активов приводит не только к уменьшению скорости их обновления, но и к формированию излишней фиктивной суммы прибыли предприятия, а соответственно, изъятию у него дополнительных финансовых средств в виде уплачиваемого налога на прибыль.

- *Реальный срок использования предприятием амортизируемых активов.* Установленный в процессе разработки норм амортизации средний срок использования отдельных видов основных средств носит обезличенный характер и должен конкретизироваться на каждом предприятии с учетом особенностей их использования в операционной деятельности. Это относится и к используемым в операционном процессе отдельным видам нематериальных активов, срок службы которых предприятие устанавливает самостоятельно (но не более 10 лет).

- *Разрешенные законодательством методы амортизации.* Зарубежный опыт свидетельствует о большом количестве разрешенных к использованию методов амортизации внеоборотных активов, что позволяет предприятиям формировать альтернативные варианты амортизационной политики в широком диапазоне. Наше законодательство существенно ограничивает используемые методы амортизации.

- *Состав и структура используемых основных средств.* Методы амортизации, разрешенные к использованию в нашей стране, дифференцируются в разрезе движимой и недвижимой (активной и пассивной) частей операционных основных фондов. Эту же дифференциацию определяют и установленные нормы амортизационных отчислений.

- *Темпы инфляции.* В условиях высокой инфляции постоянно занижаются база начисления амортизации, а соответственно, и размеры амортизационных отчислений. Кроме того, инфляция оказывает негативное воздействие на реальную стоимость накопленных средств амортизационного фонда, что отрицательно сказывается на финансовых возможностях увеличения скорости обновления операционных внеоборотных активов.

- *Инвестиционная активность предприятия.* Выбор методов амортизации в значительной мере определяется уровнем текущей потребности в инвестиционных ресурсах, готовностью предприятия к реализации отдельных инвестиционных

проектов, обеспечивающих обновление операционных внеоборотных активов.

Учет перечисленных факторов позволяет предприятию выбрать соответствующие методы амортизации отдельных групп операционных внеоборотных активов, в наибольшей степени отражающие специфику их использования в операционном процессе.

В современной отечественной практике различают два основных метода амортизации внеоборотных активов – прямолинейной и ускоренной амортизации.

- *Метод прямолинейной (линейной) амортизации* основан на прямолинейно-пропорциональном способе начисления износа амортизируемых активов (основных средств, нематериальных активов), при котором норма амортизации для каждого года определяется по следующей формуле:

$$H_A = \frac{100}{\text{ПИ}},$$

где H_A – годовая норма амортизации, %; ПИ – предполагаемый (или нормативно установленный) период использования (службы) актива в годах.

В современной практике финансового менеджмента в нашей стране этот метод амортизации является основным.

- *Ускоренная амортизация* позволяет сокращать период амортизации активов за счет использования повышенных норм амортизации. Действующим законодательством ускоренная амортизация разрешена только по активной части основных производственных средств (машин, механизмов, оборудования, используемых в производственном процессе). Решение об использовании метода ускоренной амортизации активной части производственных основных средств предприятие принимает самостоятельно.

Следует отметить, что в реальной практике метод ускоренной амортизации может быть использован и в процессе

списания стоимости нематериальных активов. Такая возможность определяется тем, что срок полезного использования этих активов (а соответственно, и размер норм амортизации) предприятие устанавливает самостоятельно.

Использование метода ускоренной амортизации дает несомненный эффект и должно получить широкое распространение при формировании амортизационной политики предприятия.

Во-первых, использование этого метода начисления амортизации способствует ускорению инновационного процесса на предприятии, так как позволяет быстрее обновлять парк машин и механизмов, различных видов нематериальных активов.

Во-вторых, использование этого метода позволяет существенно ускорять процесс формирования собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников, т. е. способствует росту возвратного чистого денежного потока в предстоящих периодах.

В-третьих, снижает сумму налога на прибыль, уплачиваемую предприятием, так как сокращает размер балансовой прибыли (т. е. в определенной мере уменьшает ту фиктивную часть прибыли, которая часто формируется из-за заниженной оценки стоимости основных средств).

В-четвертых, ускоренная амортизация активов является одним из эффективных способов противодействия негативному влиянию инфляции на реальную стоимость накапливаемого амортизационного фонда.

Среди методов начисления амортизации, применяемых в зарубежной практике, следует отметить:

- *метод «снижающегося остатка»* (обычно «удвоенного снижающегося остатка») – основан на использовании норм амортизации (или удвоенных норм амортизации) по отношению не к первоначальной, а к остаточной стоимости активов;
- *метод «суммы лет»* – основан на максимизации норм амортизационных отчислений в первый год использования

активов с последующим их снижением и минимизацией в последний год;

- *метод «единиц производства»* — основан на расчете суммы износа отдельных видов основных фондов в расчете на единицу продукции и его умножении на объем выпуска продукции в отдельных периодах. В этом случае амортизационные отчисления из категории постоянных издержек переходят в категорию издержек переменных;

- *метод «линейной дегрессивной амортизации»* — основан на продлении общего периода амортизации. При этом методе сумма амортизационных отчислений ежегодно уменьшается на постоянную величину, называемую «разностью».

С учетом избранного метода амортизации предприятие формирует систему норм амортизации отдельных групп операционных внеоборотных активов, характеризующих необходимый уровень интенсивности их обновления.

2. Определение необходимого объема обновления операционных внеоборотных активов в предстоящем периоде. Обновление операционных внеоборотных активов предприятия может осуществляться на простой или расширенной основе, отражая процесс простого или расширенного их воспроизводства.

Простое воспроизводство операционных внеоборотных активов осуществляется по мере физического и морального их износа в пределах суммы накопленной амортизации (средств амортизационного фонда). Необходимый объем обновления операционных внеоборотных активов в процессе простого их воспроизводства определяется по следующей формуле:

$$\text{ОВА}_{\text{прос}} = \text{СВ}_{\text{ф}} + \text{СВ}_{\text{м}},$$

где $\text{ОВА}_{\text{прос}}$ — необходимый объем обновления операционных внеоборотных активов предприятия в процессе простого их воспроизводства; $\text{СВ}_{\text{ф}}$ — первоначальная восстановительная стоимость операционных внеоборотных активов, выбывающих

в связи с физическим их износом; $СВ_M$ – первоначальная восстановительная стоимость операционных внеоборотных активов, выбывающих в связи с моральным их износом.

Расширенное воспроизводство операционных внеоборотных активов осуществляется с учетом необходимости формирования новых их видов не только за счет суммы накопленной амортизации, но и за счет других финансовых источников (прибыли, долгосрочных финансовых кредитов и т. п.). Необходимый объем обновления операционных внеоборотных активов в процессе расширенного их воспроизводства определяется по следующей формуле:

$$ОВА_{расш} = ОП_{ова} - ФН_{ова} + СВ_{ф} + СВ_M,$$

где $ОВА_{расш}$ – необходимый объем обновления операционных внеоборотных активов предприятия в процессе расширенного их воспроизводства; $ОП_{ова}$ – общая потребность предприятия в операционных оборотных активах в предстоящем периоде (алгоритм ее расчета был рассмотрен ранее); $ФН_{ова}$ – фактическое наличие используемых операционных внеоборотных активов предприятия на конец отчетного (начало предстоящего) периода; $СВ_{ф}$ – стоимость операционных внеоборотных активов, выбывающих в предстоящем периоде в связи с физическим их износом; $СВ_M$ – стоимость операционных внеоборотных активов, выбывающих в предстоящем периоде в связи с моральным их износом.

По рассмотренным расчетным алгоритмам необходимый объем обновления операционных внеоборотных активов может быть определен не только в целом по предприятию, но и в разрезе отдельных их групп.

3. Выбор наиболее эффективных форм обновления отдельных групп операционных внеоборотных активов. Конкретные формы обновления отдельных групп операционных активов определяются с учетом характера намечаемого их воспроизводства.

Обновление операционных внеоборотных активов в процессе простого их воспроизводства может осуществляться в следующих основных формах:

- *текущий ремонт* — процесс частичного восстановления функциональных свойств и стоимости основных средств в процессе их обновления;
- *капитальный ремонт* — процесс полного (или достаточно высокой части) восстановления основных средств и частичной замены отдельных их элементов. На сумму произведенного капитального ремонта уменьшается износ основных средств и тем самым увеличивается их остаточная стоимость;
- *приобретение новых видов операционных внеоборотных активов* с целью замены используемых аналогов в пределах сумм накопленной амортизации (для нематериальных активов это основная форма простого их воспроизводства).

Обновление операционных внеоборотных активов в процессе расширенного их воспроизводства может осуществляться в форме их реконструкции, модернизации и других. Подробно эти формы обновления операционных внеоборотных активов рассматриваются в разделе «Управление инвестициями».

Выбор конкретных форм обновления отдельных групп операционных внеоборотных активов осуществляется по критерию их эффективности. Так, если в результате капитального ремонта отдельных видов основных средств сумма будущей прибыли, генерируемой ими, будет ниже ликвидационной их стоимости, обновление эффективней осуществлять путем их замены новыми, более производительными аналогами.

4. Определение стоимости обновления отдельных групп операционных внеоборотных активов в разрезе различных его форм. Методы определения стоимости обновления операционных внеоборотных активов дифференцируются в разрезе отдельных форм этого обновления.

Стоимость обновления операционных внеоборотных активов, осуществляемого путем текущего или капитального их

ремонта, определяется на основе разработки планового бюджета (сметы затрат) их проведения. При подрядном способе осуществления ремонтных работ основу разработки планового бюджета составляют тарифы на услуги подрядчика, а при хозяйственном способе расходы предприятия калькулируются по отдельным их элементам.

Стоимость обновления операционных внеоборотных активов путем приобретения новых их аналогов включает как рыночную стоимость соответствующих видов активов, так и расходы по их доставке и установке.

Стоимость обновления операционных внеоборотных активов в процессе расширенного их воспроизводства определяется в процессе разработки бизнес-плана реального инвестиционного проекта.

Итоговые результаты рассмотренных выше управленческих решений позволяют сформировать общую потребность в обновлении операционных внеоборотных активов предприятия в разрезе отдельных их видов и различных форм предстоящего обновления.

3.3. Управление финансированием внеоборотных активов

Финансирование обновления операционных внеоборотных активов сводится к двум вариантам. Первый из них основывается на том, что весь объем обновления этих активов финансируется за счет собственного капитала. Второй из них основан на смешанном финансировании обновления операционных внеоборотных активов за счет собственного и долгосрочного заемного капитала.

Выбор соответствующего варианта финансирования обновления операционных внеоборотных активов по предприятию в целом осуществляется с учетом следующих основных факторов:

- достаточности собственных финансовых ресурсов для обеспечения экономического развития предприятия в предстоящем периоде;

- стоимости долгосрочного финансового кредита в сравнении с уровнем прибыли, генерируемой обновляемыми видами операционных внеоборотных активов;
- достигнутого соотношения использования собственного и заемного капитала, определяющего уровень финансовой устойчивости предприятия;
- доступности долгосрочного финансового кредита для предприятия.

В процессе финансирования обновления отдельных видов операционных внеоборотных активов одной из наиболее сложных задач финансового менеджмента является выбор альтернативного варианта – приобретение этих активов в собственность или их аренда. В современных условиях арендные (лизинговые) операции могут осуществляться предприятием в форме оперативного финансового, возвратного и других форм лизинга (аренды) внеоборотных активов.

Оперативный лизинг (аренда) представляет собой хозяйственную операцию, предусматривающую передачу арендатору права пользования основными средствами, принадлежащими арендодателю, на срок, не превышающий их полной амортизации, с обязательным их возвратом владельцу после окончания срока действия лизингового соглашения. Переданные в оперативный лизинг основные средства остаются на балансе арендодателя.

Финансовый лизинг (аренда) представляет собой хозяйственную операцию, предусматривающую приобретение арендодателем по заказу арендатора основных средств с дальнейшей передачей их в пользование арендатора на срок, не превышающий периода полной их амортизации, с обязательной последующей передачей права собственности на эти основные средства арендатору. Финансовый лизинг рассматривается как один из видов финансового кредита. Основные средства, переданные в финансовый лизинг, включаются в состав основных средств арендатора.

Возвратный лизинг (аренда) представляет собой хозяйственную операцию предприятия, предусматривающую продажу основных средств финансовому институту (банку, страховой компании и т. п.) с одновременным обратным получением этих основных средств предприятием в оперативный или финансовый лизинг. В результате этой операции предприятие получает финансовые средства, которые оно может использовать на другие цели.

Решая дилемму аренды (лизинга) или приобретения в собственность отдельных видов материальных и нематериальных ценностей, входящих в состав обновляемых операционных внеоборотных активов предприятия, следует исходить из преимуществ и недостатков арендных операций. Рассмотрим важнейшие финансовые аспекты осуществления этих операций.

Основными преимуществами аренды (лизинга) являются:

а) увеличение рыночной стоимости предприятия за счет получения дополнительной прибыли без приобретения основных средств в собственность;

б) увеличение объема и диверсификация хозяйственной деятельности предприятия без существенного расширения объема финансирования его внеоборотных активов;

в) существенная экономия финансовых ресурсов на первоначальном этапе использования арендуемых основных средств;

г) снижение риска потери финансовой устойчивости, так как оперативный лизинг (аренда) не ведет к росту финансовых обязательств (пассивов), а представляет собой так называемое внебалансовое финансирование основных средств;

д) снижение потребности в активах предприятия в расчете на единицу производимой (реализуемой) продукции, так как арендуемые виды основных средств находятся на балансе арендодателя. При налогообложении имущества это позволяет уменьшить размер налоговых платежей;

е) снижение базы налогообложения прибыли предприятия. В соответствии с действующим законодательством

арендная плата включается в состав себестоимости продукции (издержек), что снижает размер балансовой прибыли предприятия. В условиях высокого уровня налогообложения прибыли это позволяет получить существенный эффект;

ж) освобождение арендатора от продолжительного использования капитала в незавершенном строительстве при самостоятельном формировании основных средств (проектно-конструкторских работ, финансирования научных разработок, строительно-монтажных работ, освоения нового производства и т. п.);

и) снижение финансовых рисков, связанных с моральным старением и необходимостью ускоренного обновления основных средств (при оперативном лизинге);

к) более простая процедура получения и оформления в сравнении с получением и оформлением долгосрочного кредита.

Основными недостатками аренды (лизинга) являются:

а) удорожание себестоимости продукции, в связи с тем что размер арендной платы обычно намного выше, чем размер амортизационных отчислений. Это может ослабить позиции предприятия в ценовой конкуренции или снизить уровень рентабельности его хозяйственной деятельности;

б) осуществление ускоренной амортизации (при финансовом лизинге) может быть произведено лишь с согласия арендодателя, что ограничивает возможности предприятия в формировании собственных ресурсов за счет проведения необходимой амортизационной политики;

в) невозможность существенной модернизации используемого имущества без согласия арендодателя, что ограничивает скорость его обновления и улучшения в целях повышения рентабельности использования;

г) более высокая стоимость в отдельных случаях обслуживания лизинговых платежей в сравнении с обслуживанием долгосрочного банковского кредита (при использовании финансового или возвратного лизинга);

д) недополучение дохода в форме ликвидационной стоимости основных средств при оперативном лизинге, если срок аренды совпадает со сроком полной их амортизации;

е) риск непродления аренды при оперативном лизинге в период высокой хозяйственной конъюнктуры, когда арендуемые виды основных средств используются наиболее эффективно (это связано со срочным характером арендных отношений при этой форме).

Критерием принятия управленческих решений о приобретении или аренде отдельных видов основных средств, наряду с оценкой вышеизложенных преимуществ и недостатков лизинга и их значимостью для данного предприятия с позиций финансового менеджмента, является сравнение суммарных потоков платежей при различных формах финансирования обновления имущества.

Эффективность денежных потоков сравнивается в настоящей стоимости по таким основным вариантам решений:

1) приобретение обновляемых активов в собственность за счет собственных финансовых ресурсов;

2) приобретение обновляемых активов в собственность за счет долгосрочного банковского кредита;

3) аренда (лизинг) активов, подлежащих обновлению.

Основу денежного потока приобретения актива в собственность за счет собственных финансовых ресурсов составляют расходы по его покупке, т. е. рыночная цена актива. Эти расходы осуществляются при покупке актива и поэтому не требуют приведения к настоящей стоимости.

Основу денежного потока приобретения актива в собственность за счет долгосрочного банковского кредита составляют процент за пользование кредитом и общая его сумма, подлежащая возврату при погашении. Расчет общей суммы этого денежного потока в настоящей стоимости осуществляется по следующей формуле:

$$\text{ДПК}_H = \sum_{i=1}^n \frac{\text{ПК}(1 - H_n)}{(1+i)} + \frac{\text{СК}}{(1+i)^n},$$

где ДПК_H – сумма денежного потока по долгосрочному банковскому кредиту, приведенная к настоящей стоимости; К – сумма уплачиваемого процента за кредит в соответствии с годовой его ставкой; СК – сумма полученного кредита, подлежащего погашению в конце кредитного периода; H_n – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; i – годовая ставка процента за долгосрочный кредит, выраженная десятичной дробью; n – количество интервалов, по которым осуществляется расчет процентных платежей, в общем обусловленном периоде времени.

Основу денежного потока аренды (лизинга) актива составляют авансовый лизинговый платеж (если он оговорен условиями лизингового соглашения) и регулярные лизинговые платежи (арендная плата) за использование актива. Расчет общей суммы этого денежного потока в настоящей стоимости осуществляется по следующей формуле:

$$\text{ДПЛ}_H = \text{АП}_л + \sum_{i=1}^n \frac{\text{ЛП}(1 - H_n)}{(1+i)^n},$$

где ДПЛ_H – сумма денежного потока по лизингу (аренде) актива, приведенная к настоящей стоимости; $\text{АП}_л$ – сумма авансового лизингового платежа, предусмотренного условиями лизингового соглашения; ЛП – годовая сумма регулярного лизингового платежа за использование арендуемого актива; H_n – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; i – среднегодовая ставка ссудного процента на рынке капитала (средняя ставка процента по долгосрочному кредиту), выраженная десятичной дробью; n – количество интервалов, по которым осуществляется расчет процентных платежей, в общем обусловленном периоде времени.

В расчетных алгоритмах суммы денежных потоков всех видов, приведенных выше, стоимость обновляемого актива предусматривается к полному списанию в конце срока его использования. Если после предусмотренного срока использования актива, взятого в аренду на условиях финансового лизинга или приобретенного в собственность, он имеет ликвидационную стоимость, прогнозируемая ее сумма вычитается из денежного потока. Расчет этой вычитаемой суммы ликвидационной стоимости осуществляется по следующей формуле:

$$\text{ДП}_{\text{ЛС}} = \frac{\text{ЛС}}{(1 + i)^n},$$

где $\text{ДП}_{\text{ЛС}}$ – дополнительный денежный поток за счет реализации актива по ликвидационной стоимости (после предусмотренного срока его использования), приведенный к настоящей стоимости; ЛС – прогнозируемая ликвидационная стоимость актива (после предусмотренного срока его использования); i – среднегодовая ставка ссудного процента на рынке капитала (средняя ставка процента по долгосрочному кредиту), выраженная десятичной дробью; n – количество интервалов, по которым осуществляется расчет процентных платежей, в общем обусловленном периоде времени.

Результаты разработанной политики управления внеоборотными активами получают свое отражение в сводном плановом документе – балансе потребности в обновлении и финансировании внеоборотных активов.

Контрольные вопросы

1. По каким признакам можно классифицировать внеоборотные активы?
2. Назовите основные этапы политики управления внеоборотными активами.
3. Этапы разработки и принятия управленческих решений по обеспечению обновления операционных внеоборотных активов предприятия.

Глава 4. ОБЩИЕ ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ КАПИТАЛОМ ПРЕДПРИЯТИЯ

4.1. Экономическая сущность и классификация капитала предприятия

Капитал, одна из наиболее часто используемых в финансовом менеджменте экономических категорий, известная задолго до его зарождения, получила новое содержание в условиях перехода страны к рыночным отношениям. Являясь главной экономической базой создания и развития предприятия, капитал в процессе своего функционирования обеспечивает интересы государства, собственников и персонала.

С позиций финансового менеджмента **капитал предприятия характеризует общую стоимость средств в денежной, материальной и нематериальной формах, инвестированных в формирование его активов.**

Рассматривая экономическую сущность капитала предприятия, следует в первую очередь отметить такие его характеристики:

1. Капитал предприятия является основным фактором производства. В экономической теории выделяют три основных фактора производства, обеспечивающих хозяйственную деятельность производственных предприятий: капитал, землю и другие природные ресурсы, трудовые ресурсы. В системе этих факторов производства капиталу принадлежит приоритетная роль, так как он объединяет все факторы в единый производственный комплекс.

2. Капитал характеризует финансовые ресурсы предприятия, приносящие доход. В этом своем качестве капитал может выступать изолированно от производственного фактора – в форме ссудного капитала, обеспечивающего формирование доходов предприятия не в производственной (операционной), а в финансовой (инвестиционной) сфере его деятельности.

3. Капитал является главным источником формирования благосостояния его собственников. Он обеспечивает необходимый уровень этого благосостояния как в текущем, так и в перспективном периоде. Потребляемая в текущем периоде часть капитала выходит из его состава, будучи направленной на удовлетворение текущих потребностей его владельцев (т. е. переставая выполнять функции капитала). Накапливаемая часть призвана обеспечить удовлетворение потребностей его собственников в перспективном периоде, т. е. формирует уровень будущего их благосостояния.

4. Капитал предприятия является главным измерителем его рыночной стоимости. В этом качестве выступает прежде всего собственный капитал предприятия, определяющий объем его чистых активов. Вместе с тем объем используемого предприятием собственного капитала характеризует одновременно и потенциал привлечения им заемных финансовых средств, обеспечивающих получение дополнительной прибыли. В совокупности с другими, менее значимыми факторами, это формирует базу оценки рыночной стоимости предприятия.

5. Динамика капитала предприятия является важнейшим барометром уровня эффективности его хозяйственной деятельности. Способность собственного капитала к самовозрастанию высокими темпами характеризует высокий уровень формирования и эффективное распределение прибыли предприятия, его способность поддерживать финансовое равновесие за счет внутренних источников. В то же время снижение объема собственного капитала является, как правило, следствием неэффективной, убыточной деятельности предприятия.

Высокая роль капитала в экономическом развитии предприятия и обеспечении удовлетворения интересов государства, собственников и персонала определяет его как главный объект финансового управления предприятием, а обеспечение эффективного его использования относится к числу наиболее ответственных задач финансового менеджмента.

Капитал предприятия характеризуется не только своей многоаспектной сущностью, но и многообразием обличий, в которых он выступает. Под общим понятием «капитал предприятия» понимаются самые различные его виды, характеризующиеся в настоящее время несколькими десятками терминов. Все это требует определенной систематизации используемых терминов.

Рассмотрим более подробно отдельные виды капитала предприятия в соответствии с приведенной их систематизацией по основным классификационным признакам.

1. По принадлежности предприятию выделяют собственный и заемный виды капитала.

Собственный капитал характеризует общую стоимость средств предприятия, принадлежащих ему на правах собственности и используемых им для формирования определенной части его активов. Эта часть активов, сформированная за счет инвестированного в них собственного капитала, представляет собой чистые активы предприятия.

Заемный капитал характеризует привлекаемые для финансирования развития предприятия на возвратной основе денежные средства или другие имущественные ценности. Все формы заемного капитала, используемого предприятием, представляют собой его финансовые обязательства, подлежащие погашению в предусмотренные сроки.

2. По целям использования в составе предприятия могут быть выделены следующие виды капитала: производственный, ссудный и спекулятивный.

Производительный капитал – средства предприятия, инвестированные в его операционные активы для осуществления производственно-сбытовой деятельности.

Ссудный капитал используется в процессе инвестирования в денежные инструменты (краткосрочные и долгосрочные депозитные вклады в коммерческих банках), а также в долговые фондовые инструменты (облигации, депозитные сертификаты, векселя и т. п.).

Спекулятивный капитал используется в процессе осуществления спекулятивных (основанных на разнице в ценах) финансовых операций (приобретение деривативов в спекулятивных целях и т. п.).

3. По формам инвестирования различают *капитал в денежной, материальной и нематериальной формах*, используемый для формирования уставного фонда предприятия. Инвестирование капитала в этих формах разрешено законодательством при создании новых предприятий, увеличении объема их уставных фондов.

4. По объекту инвестирования выделяют основной и оборотный виды капитала предприятия.

Основной капитал характеризует ту часть используемого предприятием капитала, который инвестирован во все виды его внеоборотных активов (а не только в основные средства, как это часто трактуется в литературе).

Оборотный капитал характеризует ту его часть, которая инвестирована во все виды его оборотных активов.

5. По форме нахождения в процессе кругооборота, т. е. в зависимости от стадий общего цикла этого кругооборота, различают *капитал предприятия в денежной, производственной и товарной формах*. Характеристика этих форм капитала предприятия будет подробно изложена при рассмотрении цикла кругооборота капитала предприятия.

6. По формам собственности выявляют *частный и государственный капитал*, инвестированный в предприятие в процессе формирования его уставного фонда. Такое разделение капитала используется в процессе классификации предприятий по формам собственности.

7. По организационно-правовым формам деятельности выявляют следующие виды капитала: *акционерный капитал* (капитал предприятий, созданных в форме акционерных обществ); *паевой капитал* (капитал партнерских предприятий – обществ с ограниченной ответственностью,

командитных обществ и т. п.) и *индивидуальный капитал* (капитал индивидуальных предприятий – семейных и т. п.).

8. По характеру использования в хозяйственном процессе в практике финансового менеджмента выделяют работающий и неработающий виды капитала.

Работающий капитал характеризует ту его часть, которая принимает непосредственное участие в формировании доходов и обеспечении операционной, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия.

Неработающий (или «мертвый») капитал характеризует ту его часть, которая инвестирована в активы, не принимающие непосредственного участия в осуществлении различных видов хозяйственной деятельности предприятия и формировании его доходов. Примером этого вида капитала являются средства предприятия, инвестированные в неиспользуемые помещения и оборудование; производственные запасы для продукции, снятой с производства; готовая продукция, на которую полностью отсутствует спрос покупателей в связи с утратой ею потребительских качеств и т. п.

9. По характеру использования собственниками выделяют потребляемый («проедаемый») и накапливаемый (реинвестируемый) виды капитала.

Потребляемый капитал после его распределения на цели потребления теряет функции капитала. Он представляет собой дезинвестиции предприятия, осуществляемые в целях потребления (изъятие части капитала из внеоборотных и оборотных активов в целях выплаты дивидендов, процентов, удовлетворения социальных потребностей персонала и т. п.).

Накапливаемый капитал характеризует различные формы его прироста в процессе капитализации прибыли, дивидендных выплат и т. п.

10. По источникам привлечения различают *национальный (отечественный) и иностранный капитал*, инвестированный в предприятие. Такое разделение капитала предприятий используется в процессе соответствующей их классификации.

11. По соответствию правовым нормам функционирования различают *легальный* и *«теневой» капитал*, используемый в процессе хозяйственной деятельности предприятия. Широко используемый на современном этапе экономического развития страны «теневой» капитал является своеобразной реакцией предпринимателей на установленные государством жесткие «правила игры» в экономике, в первую очередь на неоправданно высокий уровень налогообложения предпринимательской деятельности. Рост объема использования «теневого» капитала в хозяйственной деятельности предприятий служит для государства своеобразным индикатором низкой эффективности принимаемых решений в области налогового регулирования использования капитала в предпринимательской деятельности с позиций соблюдения паритета интересов как государства, так и собственников капитала.

Несмотря на довольно значительный перечень рассмотренных классификационных признаков, он тем не менее не отражает всего многообразия видов капитала предприятия, используемых в научной терминологии и практике финансового менеджмента. Ряд из этих терминов будут дополнительно рассмотрены в процессе изложения конкретных вопросов управления капиталом предприятия.

Функционирование капитала предприятия в процессе его производительного использования характеризуется процессом постоянного кругооборота. Каждый заверченный оборот капитала состоит из ряда стадий.

В процессе кругооборота капитал предприятия проходит три стадии.

На первой стадии капитал в денежной форме инвестируется в операционные активы (оборотные и внеоборотные), преобразуясь тем самым в производительную форму.

На второй стадии производительный капитал в процессе производства продукции преобразуется в товарную форму (включая и форму произведенных услуг).

На третьей стадии товарный капитал по мере реализации произведенных товаров и услуг превращается в денежный капитал.

Средняя продолжительность оборота капитала предприятия характеризуется периодом его оборота в днях (месяцах, годах). Кроме того, этот показатель может быть выражен числом оборотов на протяжении рассматриваемого периода.

Выше были рассмотрены особенности кругооборота капитала предприятия в разрезе отдельных стадий, характеризующих видоизменения его форм. Одновременно с изменением форм движение капитала характеризуется постоянным изменением его суммарной стоимости, которое носит название «стоимостный цикл» (движение стоимостного цикла капитала предприятия осуществляется по спирали). В процессе движения стоимостного цикла капитал предприятия может наращивать свою суммарную стоимость в отдельные периоды в результате рентабельного его использования или частично терять ее в результате убыточной хозяйственной деятельности.

Рассмотренная классификация и особенности функционирования капитала предприятия позволяют целенаправленно повышать эффективность его использования.

4.2. Принципы формирования капитала предприятия

Уровень эффективности хозяйственной деятельности предприятия во многом определяется целенаправленным формированием его капитала. **Основной целью формирования капитала предприятия является удовлетворение потребности в приобретении необходимых активов и оптимизация его структуры с позиций обеспечения условий эффективного его использования.**

С учетом этой цели процесс формирования капитала предприятия строится на основе следующих принципов.

1. Учет перспектив развития хозяйственной деятельности предприятия. Процесс формирования объема и структуры

капитала подчинен задачам обеспечения его хозяйственной деятельности не только на начальной стадии функционирования предприятия, но и в ближайшей перспективе. Обеспечение этой перспективности формирования капитала предприятия достигается путем включения всех расчетов, связанных с его формированием, в бизнес-план проекта создания нового предприятия.

II. Обеспечение соответствия объема привлекаемого капитала объему формируемых активов предприятия. Общая потребность в капитале предприятия основывается на его потребности в оборотных и внеоборотных активах. Эта общая потребность в капитале, необходимом для создания нового предприятия, включает две группы предстоящих расходов: 1) предстартовые расходы: 2) стартовый капитал.

Предстартовые расходы по созданию нового предприятия представляют собой относительно небольшие суммы финансовых средств, необходимые для разработки бизнес-плана и финансирования связанных с этим исследований. Эти расходы носят разовый характер и, хотя требуют определенных затрат капитала, в составе общей потребности в нем обычно занимают незначительную долю.

Стартовый капитал предназначен для непосредственного формирования активов нового предприятия с целью начала его хозяйственной деятельности (последующее наращение капитала рассматривается как форма расширения деятельности предприятия и связано с формированием дополнительных финансовых ресурсов).

При определении общей потребности в капитале вновь создаваемого предприятия используются обычно два основных метода: прямого и косвенного расчета.

Прямой метод расчета общей потребности в капитале основывается на определении необходимой суммы активов, позволяющих новому предприятию начать хозяйственную деятельность. Этот метод расчета исходит из алгоритма:

общая сумма активов равна общей сумме инвестируемого капитала. Поэтому расчет общей потребности в активах позволяет получить представление об общей потребности в капитале для создания нового предприятия. Так как расчет потребности в активах создаваемого предприятия осуществляется в трех вариантах (минимально необходимая сумма активов; необходимая сумма активов, обеспечивающая достаточные размеры страховых запасов по отдельным их видам; максимально необходимая сумма активов), он позволяет дифференцировать и общую потребность в капитале нового предприятия в границах от минимальной до максимальной.

Косвенный метод расчета общей потребности в капитале основывается на использовании показателя «*капиталоемкость продукции*». Этот показатель дает представление о том, какой размер капитала используется в расчете на единицу произведенной (или реализованной) продукции. Он рассчитывается в разрезе отраслей и подотраслей экономики путем деления общей суммы используемого капитала (собственного и заемного) на общий объем произведенной (реализованной) продукции. При этом общая сумма используемого капитала определяется как средняя в рассматриваемом периоде.

Использование косвенного метода расчета общей потребности в капитале для создания нового предприятия осуществляется лишь на предварительных этапах до разработки бизнес-плана. Этот метод дает лишь приблизительную оценку потребности в капитале, так как показатель среднеотраслевой капиталоемкости продукции существенно колеблется в разрезе предприятий под влиянием отдельных факторов. Основными из таких факторов являются: а) размер предприятия; б) стадия жизненного цикла предприятия; в) прогрессивность используемой технологии; г) прогрессивность используемого оборудования; д) степень физического износа оборудования; е) уровень использования производственной мощности предприятия и ряд других. Поэтому более точную оценку

потребности в капитале для создания нового предприятия при использовании этого метода расчета можно получить в том случае, если для вычисления будет применен показатель капиталоемкости продукции на действующих предприятиях-аналогах (с учетом вышеперечисленных факторов).

Расчет общей потребности в капитале вновь создаваемого предприятия на основе показателя капиталоемкости продукции осуществляется по следующей формуле:

$$П_k = K_n \times OP + ПР_k,$$

где $П_k$ – общая потребность в капитале для создания нового предприятия; K_n – показатель капиталоемкости продукции (среднеотраслевой или аналоговый); OP – планируемый среднегодовой объем производства продукции; $ПР_k$ – предстартовые расходы и другие единовременные затраты капитала, связанные с созданием нового предприятия.

III. Обеспечение оптимальности структуры капитала с позиций эффективного его функционирования. Условия формирования высоких конечных результатов деятельности предприятия в значительной степени зависят от структуры используемого капитала.

Структура капитала представляет собой соотношение собственных и заемных финансовых средств, используемых предприятием в процессе своей хозяйственной деятельности.

Структура капитала, используемого предприятием, определяет многие аспекты не только финансовой, но и операционной и инвестиционной его деятельности, оказывает активное воздействие на конечные результаты этой деятельности. Она влияет на коэффициент рентабельности активов и собственного капитала (т. е. на уровень экономической и финансовой рентабельности предприятия), определяет систему коэффициентов финансовой устойчивости и платежеспособности (т. е. уровень основных финансовых рисков) и в конечном

счете формирует соотношение степени прибыльности и риска в процессе развития предприятия.

Формирование структуры капитала неразрывно связано с учетом особенностей каждой из его составных частей.

Собственный капитал характеризуется следующими основными *положительными особенностями*:

1) простотой привлечения, так как решения, связанные с увеличением собственного капитала (особенно за счет внутренних источников его формирования), принимаются собственниками и менеджерами предприятия без получения согласия других хозяйствующих субъектов;

2) более высокой способностью генерирования прибыли во всех сферах деятельности, так как при его использовании не требуется уплата ссудного процента во всех его формах;

3) обеспечением финансовой устойчивости развития предприятия, его платежеспособности в долгосрочном периоде, а соответственно, и снижением риска банкротства.

Вместе с тем ему присущи следующие *недостатки*:

1) ограниченность объема привлечения, а следовательно, и возможностей существенного расширения операционной и инвестиционной деятельности предприятия в периоды благоприятной конъюнктуры рынка на отдельных этапах его жизненного цикла;

2) высокая стоимость в сравнении с альтернативными заемными источниками формирования капитала;

3) неиспользуемая возможность прироста коэффициента рентабельности собственного капитала за счет привлечения заемных финансовых средств, так как без такого привлечения невозможно обеспечить превышение коэффициента финансовой рентабельности деятельности предприятия над экономической.

Таким образом, *предприятие, использующее только собственный капитал, имеет наивысшую финансовую устойчивость (его коэффициент автономии равен единице), но ограничивает*

темпы своего развития (так как 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 характеризуется следующими *положительными особенностями*:

1) достаточно широкими возможностями привлечения, особенно при высоком кредитном рейтинге предприятия, наличии залога или гарантии поручителя;

2) обеспечением роста финансового потенциала предприятия при необходимости существенного расширения его активов и возрастания темпов роста объема его хозяйственной деятельности;

3) более низкой стоимостью в сравнении с собственным капиталом за счет обеспечения эффекта «налогового щита» (изъятия затрат по его обслуживанию из налогооблагаемой базы при уплате налога на прибыль);

4) способностью генерировать прирост финансовой рентабельности (коэффициента рентабельности собственного капитала).

В то же время использование заемного капитала имеет свои *недостатки*.

1. Использование этого капитала генерирует наиболее опасные финансовые риски в хозяйственной деятельности предприятия: риск снижения финансовой устойчивости и потери платежеспособности. Уровень этих рисков возрастает пропорционально росту удельного веса использования заемного капитала.

2. Активы, сформированные за счет заемного капитала, генерируют меньшую (при прочих равных условиях) норму прибыли, которая снижается на сумму выплачиваемого процентного процента во всех его формах (процента за банковский кредит; лизинговой ставки; купонного процента по облигациям; вексельного процента за товарный кредит и т. п.).

3. Высока зависимость стоимости заемного капитала от колебаний конъюнктуры финансового рынка. В ряде случаев при снижении средней ставки ссудного процента на рынке использование ранее полученных кредитов (особенно на долгосрочной основе) становится предприятию невыгодным в связи с наличием более дешевых альтернативных источников кредитных ресурсов.

4. Процедура привлечения (особенно в больших размерах) довольно сложна, так как предоставление кредитных ресурсов зависит от решения других хозяйствующих субъектов (кредиторов), требует в ряде случаев соответствующих сторонних гарантий или залога (при этом гарантии страховых компаний, банков или других хозяйствующих субъектов предоставляются, как правило, на платной основе).

Таким образом, *предприятие, использующее заемный капитал, имеет более высокий финансовый потенциал своего развития (за счет формирования дополнительного объема активов) и возможности прироста финансовой рентабельности деятельности, однако в большей мере генерирует финансовый риск и угрозу банкротства (возрастающие по мере увеличения удельного веса заемных средств в общей сумме используемого капитала).*

IV. Обеспечение минимизации затрат по формированию капитала из различных источников. Такая минимизация осуществляется в процессе управления стоимостью капитала, механизм которого подробно рассматривается в следующем разделе.

V. Обеспечение высокоэффективного использования капитала в процессе его хозяйственной деятельности. Реализация этого принципа обеспечивается путем максимизации показателя рентабельности собственного капитала при приемлемом для предприятия уровне финансового риска.

4.3. Стоимость капитала и принципы её оценки

Одной из важнейших предпосылок эффективного управления капиталом предприятия является оценка его стоимости. **Стоимость капитала представляет собой цену, которую предприятие платит за его привлечение из различных источников.** Концепция такой оценки исходит из того, что капитал, как один из важных факторов производства, имеет, как и другие его факторы, определенную стоимость, формирующую уровень операционных и инвестиционных затрат предприятия. Эта концепция является одной из базовых в системе управления финансовой деятельностью предприятия. При этом она не сводится только к определению цены привлечения капитала, а определяет целый ряд направлений хозяйственной деятельности предприятия в целом. Рассмотрим основные сферы использования показателя стоимости капитала в деятельности предприятия.

1. *Стоимость капитала предприятия служит мерой прибыльности операционной деятельности.* Так как стоимость капитала характеризует часть прибыли, которая должна быть уплачена за использование сформированного или привлеченного нового капитала для обеспечения выпуска и реализации продукции, этот показатель выступает минимальной нормой формирования операционной прибыли предприятия, нижней границей при планировании ее размеров.

2. *Показатель стоимости капитала используется как критерий в процессе осуществления реального инвестирования.* Прежде всего, уровень стоимости капитала конкретного предприятия выступает как дисконтная ставка, по которой сумма чистого денежного потока приводится к настоящей стоимости в процессе оценки эффективности отдельных реальных проектов. Кроме того, он служит базой сравнения с внутренней ставкой доходности по рассматриваемому инвестиционному проекту — если она ниже, чем показатель стоимости капитала предприятия, такой инвестиционный проект должен быть отвергнут.

3. *Стоимость капитала предприятия служит базовым показателем формирования эффективности финансового инвестирования.* Так как критерий этой эффективности задается самим предприятием, то при оценке прибыльности отдельных финансовых инструментов базой сравнения выступает показатель стоимости капитала. Этот показатель позволяет оценить не только реальную рыночную стоимость или доходность отдельных инструментов финансового инвестирования, но и сформировать наиболее эффективные направления и виды этого инвестирования на предварительной стадии формирования инвестиционного портфеля. И естественно, этот показатель служит мерой оценки прибыльности сформированного инвестиционного портфеля в целом.

4. *Показатель стоимости капитала предприятия выступает критерием принятия управленческих решений относительно использования аренды (лизинга) или приобретения в собственность производственных основных средств.* Если стоимость использования (обслуживания) финансового лизинга превышает стоимость капитала предприятия, применение этого направления формирования производственных основных средств для предприятия невыгодно.

Показатель стоимости капитала в разрезе отдельных его элементов используется в процессе управления структурой этого капитала на основе механизма финансового леввериджа. Искусство использования финансового леввериджа заключается в формировании наивысшего его дифференциала, одной из составляющих которого является стоимость заемного капитала. Минимизация этой составляющей обеспечивается в процессе оценки стоимости капитала, привлекаемого из разных заемных источников, и формирования соответствующей структуры источников его использования предприятием.

Уровень стоимости капитала предприятия является важнейшим измерителем уровня рыночной стоимости этого предприятия. Снижение уровня стоимости капитала приводит

к соответствующему возрастанию рыночной стоимости предприятия, и наоборот. Особенно оперативно эта зависимость реально отражается на деятельности акционерных компаний открытого типа, цена на акции которых поднимается или падает при снижении или росте стоимости их капитала. Следовательно, управление стоимостью капитала является одним из самостоятельных направлений повышения рыночной стоимости предприятия, что является одной из целей управления его прибылью.

Показатель стоимости капитала является критерием оценки и формирования соответствующего типа политики финансирования предприятием своих активов (в первую очередь – оборотных). Исходя из реальной стоимости используемого капитала и оценки предстоящего ее изменения предприятие формирует агрессивный, умеренный (компромиссный) или консервативный тип политики финансирования активов.

Важность оценки стоимости капитала при управлении формированием прибыли в процессе осуществления финансовой деятельности определяет необходимость корректного расчета этого показателя на всех этапах развития предприятия. Процесс оценки стоимости капитала базируется на следующих основных принципах.

1. *Принцип предварительной поэлементной оценки стоимости капитала.* Так как используемый капитал предприятия состоит из неоднородных элементов (прежде всего – собственного и заемного их видов, а внутри них – по источникам формирования), в процессе оценки его необходимо разложить на отдельные составляющие элементы, каждый из которых должен быть объектом осуществления оценочных расчетов (методы поэлементной оценки стоимости капитала рассматриваются далее).

2. *Принцип обобщающей оценки стоимости капитала.* Поэлементная оценка стоимости капитала служит предпосылкой

для обобщающего расчета этого показателя. Таким обобщающим показателем является **средневзвешенная стоимость капитала**.

С учетом приведенных исходных показателей определяется средневзвешенная стоимость капитала (ССК), принципиальная формула расчета которой имеет вид:

$$\text{ССК} = \sum_{i=1}^n C_i \times Y_i.$$

Рассчитанная средневзвешенная стоимость капитала является *главным критериальным показателем оценки*.

3. *Принцип сопоставимости оценки стоимости собственного и заемного капитала*. В процессе оценки стоимости капитала следует иметь в виду, что суммы используемого собственного и заемного капитала, отражаемые в пассиве баланса предприятия, имеют несопоставимое количественное значение. Если предоставленный в использование предприятию заемный капитал в денежной или товарной форме оценен по сумме в ценах, приближенных к рыночным, то собственный капитал, отражаемый балансом, по отношению к текущей рыночной стоимости существенно занижен. В связи с заниженной оценкой суммы используемого собственного капитала его стоимость в процессе расчетов искусственно завышается. Кроме того, по этой же причине оказывается заниженным его реальный удельный вес в общей сумме используемого предприятием капитала, что приводит к некорректности показателя средневзвешенной его стоимости.

Для обеспечения сопоставимости и корректности расчетов средневзвешенной стоимости капитала сумма собственной его части должна быть выражена в текущей рыночной оценке.

Для этого на первом этапе определяется *стоимость чистых активов предприятия*, характеризующих ту часть его

имущества, которая сформирована за счет собственного капитала. Расчет стоимости чистых активов предприятия осуществляется по следующей формуле:

$$\text{ЧА} = \text{А} - \text{ЗК},$$

где ЧА – стоимость чистых активов предприятия; А – совокупная стоимость активов предприятия; ЗК – сумма используемого предприятием заемного капитала.

На втором этапе определяется состав чистых активов предприятия. При этом исходят из того, что за счет собственного капитала полностью формируются его внеоборотные операционные активы и определенная часть материальных оборотных активов (запасов товарно-материальных ценностей). Эта последняя часть активов рассчитывается по формуле

$$\text{МОА}_c = \text{ЧА} - \text{ВА}_o,$$

где МОА_c – сумма материальных оборотных активов предприятия, сформированных за счет собственного капитала; ЧА – стоимость чистых активов предприятия; ВА_o – стоимость внеоборотных операционных активов предприятия.

На третьем этапе проводится индексация (переоценка) балансовой стоимости отдельных элементов внеоборотных операционных активов и собственных материальных оборотных активов с целью их оценки по рыночной стоимости. Сумма переоцененных активов и будет характеризовать текущую рыночную оценку суммы собственного капитала, используемой в сопоставимых расчетах средневзвешенной стоимости капитала.

4. *Принцип динамической оценки стоимости капитала.* Факторы, влияющие на показатель средневзвешенной стоимости капитала, весьма динамичны, поэтому с изменением стоимости отдельных элементов капитала должны вноситься коррективы и в средневзвешенное его значение. Кроме того,

принцип динамичности оценки предполагает, что она может осуществляться как по уже сформированному, так и по планируемому к формированию (привлечению) капиталу.

В процессе оценки стоимости сформированного капитала используются фактические (отчетные) показатели, связанные с оценкой отдельных его элементов. Оценка стоимости планируемого к привлечению капитала (а соответственно, и средневзвешенной стоимости капитала в плановом периоде) в определенной мере носит вероятностный характер, связанный с прогнозом изменения конъюнктуры финансового рынка, динамики уровня собственной кредитоспособности, меры риска и других факторов.

5. *Принцип взаимосвязи оценки текущей и предстоящей средневзвешенной стоимости капитала предприятия.* Такая взаимосвязь обеспечивается использованием показателя **предельной стоимости капитала**. Он характеризует прирост средневзвешенной стоимости капитала к сумме каждой новой его единицы, дополнительно привлекаемой предприятием. Расчет этого показателя осуществляется по следующей формуле:

$$\text{ПСК} = \frac{\Delta\text{ССК}}{\Delta\text{К}},$$

где ПСК – предельная стоимость капитала; $\Delta\text{ССК}$ – прирост средневзвешенной стоимости капитала; $\Delta\text{К}$ – прирост суммы капитала, дополнительно привлекаемого предприятием.

Привлечение дополнительного капитала предприятия как за счет собственных, так и за счет заемных источников имеет на каждом этапе развития предприятия свои экономические пределы и, как правило, связано с возрастанием средневзвешенной его стоимости. Так, привлечение собственного капитала за счет прибыли ограничено общими ее размерами; увеличение объема эмиссии акций и облигаций сверх точки насыщения рынка возможно лишь при более высоком размере выплачиваемых дивидендов или купонного дохода;

привлечение дополнительного банковского кредита в связи с ростом финансового риска для кредиторов (из-за снижения уровня финансовой устойчивости предприятия) может осуществляться лишь на условиях возрастания ставки процента за кредит и т. п.

Такая динамика показателя предельной стоимости капитала должна быть обязательно учтена в процессе управления финансовой деятельностью предприятия. Сравнивая предельную стоимость капитала с ожидаемой нормой прибыли по отдельным хозяйственным операциям, для которых требуется дополнительное привлечение капитала, можно в каждом конкретном случае определить меру эффективности и целесообразности осуществления таких операций. В первую очередь это относится к принимаемым инвестиционным решениям.

6. *Принцип определения границы эффективного использования дополнительно привлекаемого капитала.* Оценка стоимости капитала должна быть завершена выработкой критериального показателя эффективности его дополнительного привлечения. Таким критериальным показателем является **предельная эффективность капитала**. Этот показатель характеризует соотношение прироста уровня прибыльности дополнительно привлекаемого капитала и прироста средневзвешенной стоимости капитала. Расчет предельной эффективности капитала осуществляется по следующей формуле:

$$\text{ПЭК} = \frac{\Delta P_{\text{к}}}{\Delta \text{ССК}},$$

где ПЭК – предельная эффективность капитала; $\Delta P_{\text{к}}$ – прирост уровня рентабельности капитала; $\Delta \text{ССК}$ – прирост средневзвешенной стоимости капитала.

Изложенные принципы оценки позволяют сформировать систему основных показателей, определяющих стоимость капитала и границы эффективного его использования.

Среди рассмотренных показателей основная роль принадлежит показателю средневзвешенной стоимости капитала. Он складывается на предприятии под влиянием многих факторов, основными из которых являются:

- средняя ставка процента, сложившаяся на финансовом рынке;
- доступность различных источников финансирования (кредитов банков; коммерческого кредита; собственной эмиссии акций и облигаций и т. п.);
- отраслевые особенности операционной деятельности, определяющие длительность операционного цикла и уровень ликвидности используемых активов;
- соотношение объемов операционной и инвестиционной деятельности;
- жизненный цикл предприятия;
- уровень риска осуществляемой операционной, инвестиционной и финансовой деятельности.

Учет этих факторов производится в процессе целенаправленного управления стоимостью собственного и заемного капитала предприятия.

4.4. Финансовый леверидж

Одна из главных задач финансового менеджмента – максимизация уровня рентабельности собственного капитала при заданном уровне финансового риска – реализуется разными методами. Одним из основных механизмов реализации этой задачи является финансовый леверидж.

Финансовый леверидж характеризует использование предприятием заемных средств, которое влияет на изменение коэффициента рентабельности собственного капитала. Иными словами, финансовый леверидж представляет собой объективный фактор, возникающий с появлением заемных средств в объеме используемого предприятием капитала,

позволяющий ему получить дополнительную прибыль на собственный капитал.

Показатель, отражающий уровень дополнительно генерируемой прибыли на собственный капитал при различной доле использования заемных средств, называется *эффектом финансового левиреджа*. Он рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{ЭФЛ} = (1 - C_{\text{нп}}) \times (\text{КВР}_a - \text{ПК}) \times \frac{\text{ЗК}}{\text{СК}},$$

где ЭФЛ – эффект финансового левиреджа, заключающийся в приросте коэффициента рентабельности собственного капитала, %; $C_{\text{нп}}$ – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; КВР_a – коэффициент валовой рентабельности активов (отношение валовой прибыли к средней стоимости активов), %; ПК – средний размер процентов за кредит, уплачиваемых предприятием за использование заемного капитала, %; ЗК – средняя сумма используемого предприятием заемного капитала; СК – средняя сумма собственного капитала предприятия.

Рассматривая формулу расчета эффекта финансового левиреджа, можно выделить в ней три основные составляющие:

1) *налоговый корректор финансового левиреджа* ($1 - C_{\text{нп}}$), который показывает, в какой степени проявляется эффект финансового левиреджа в связи с различным уровнем налогообложения прибыли;

2) *дифференциал финансового левиреджа* ($\text{КВР}_a - \text{ПК}$), который характеризует разницу между коэффициентом валовой рентабельности активов и средним размером процента за кредит;

3) *коэффициент финансового левиреджа* $\left(\frac{\text{ЗК}}{\text{СК}}\right)$, который характеризует сумму заемного капитала, используемого предприятием, в расчете на единицу собственного капитала.

Выделение этих составляющих позволяет целенаправленно управлять эффектом финансового левиреджа в процессе финансовой деятельности предприятия.

Налоговый корректор финансового леввериджа практически не зависит от деятельности предприятия, так как ставка налога на прибыль устанавливается законодательно. Вместе с тем в процессе управления финансовым леввериджем дифференцированный налоговый корректор может быть использован в следующих случаях:

а) если по различным видам деятельности предприятия установлены дифференцированные ставки налогообложения прибыли;

б) если по отдельным видам деятельности предприятие использует налоговые льготы по прибыли;

в) если отдельные дочерние фирмы предприятия осуществляют свою деятельность в свободных экономических зонах своей страны, где действует льготный режим налогообложения прибыли;

г) если отдельные дочерние фирмы предприятия осуществляют свою деятельность в государствах с более низким уровнем налогообложения прибыли.

В этих случаях, воздействуя на отраслевую или региональную структуру производства (а соответственно, и на состав прибыли по уровню ее налогообложения), можно, снизив среднюю ставку налогообложения прибыли, повысить воздействие налогового корректора финансового леввериджа на его эффект (при прочих равных условиях).

Дифференциал финансового леввериджа является главным условием, формирующим положительный эффект финансового леввериджа. Этот эффект проявляется только в том случае, если уровень валовой прибыли, генерируемой активами предприятия, превышает средний размер процента за используемый кредит (включающий не только его прямую ставку, но и другие удельные расходы по его привлечению, страхованию и обслуживанию), т. е. если дифференциал финансового леввериджа является положительной величиной. *Чем выше положительное значение дифференциала финансового леввериджа, тем выше при прочих равных условиях будет его эффект.*

В связи с высокой динамичностью этого показателя он требует постоянного мониторинга в процессе управления эффектом финансового левериджа. Этот динамизм обусловлен действием ряда факторов.

Прежде всего, в период ухудшения конъюнктуры финансового рынка (в первую очередь, сокращения объема предложения на нем свободного капитала) стоимость заемных средств может резко возрасти, превысив уровень валовой прибыли, генерируемой активами предприятия.

Кроме того, снижение финансовой устойчивости предприятия в процессе повышения доли используемого заемного капитала приводит к увеличению риска его банкротства, что вынуждает кредиторов увеличивать уровень ставки процента за кредит с учетом включения в нее премии за дополнительный финансовый риск. При определенном уровне этого риска (а соответственно, и уровне общей ставки процента за кредит) дифференциал финансового левериджа может быть сведен к нулю (при котором использование заемного капитала не даст прироста рентабельности собственного капитала) и даже иметь отрицательную величину (при которой рентабельность собственного капитала снизится, так как часть чистой прибыли, генерируемой собственным капиталом, будет уходить на обслуживание используемого заемного капитала по высоким ставкам процента).

Наконец, в период ухудшения конъюнктуры товарного рынка сокращается объем реализации продукции, а соответственно, и размер валовой прибыли предприятия от операционной деятельности. В этих условиях отрицательная величина дифференциала финансового левериджа может формироваться даже при неизменных ставках процента за кредит за счет снижения коэффициента валовой рентабельности активов.

Формирование отрицательного значения дифференциала финансового левериджа по любой из вышеперечисленных причин всегда приводит к снижению коэффициента рентабельности

собственного капитала. В этом случае использование предприятием заемного капитала дает отрицательный эффект.

Коэффициент финансового левериджа является тем рычагом (*leverage* в дословном переводе — *рычаг*), который мультиплицирует (пропорционально мультипликатору или коэффициенту изменяет) положительный или отрицательный эффект, получаемый за счет соответствующего значения его дифференциала. При положительном значении дифференциала любой прирост коэффициента финансового левериджа будет вызывать еще больший прирост коэффициента рентабельности собственного капитала, а при отрицательном значении дифференциала прирост коэффициента финансового левериджа будет приводить к еще большему темпу снижения коэффициента рентабельности собственного капитала. Иными словами, прирост коэффициента финансового левериджа мультиплицирует еще больший прирост его эффекта (положительного или отрицательного в зависимости от положительной или отрицательной величины дифференциала финансового левериджа). Аналогично снижение коэффициента финансового левериджа будет приводить к обратному результату, снижая в еще большей степени его положительный или отрицательный эффект.

Таким образом, *при неизменном дифференциале коэффициент финансового левериджа является главным генератором как возрастания суммы и уровня прибыли на собственный капитал, так и финансового риска потери этой прибыли*. Аналогичным образом при неизменном коэффициенте финансового левериджа положительная или отрицательная динамика его дифференциала генерирует как возрастание суммы и уровня прибыли на собственный капитал, так и финансовый риск ее потери.

Знание механизма воздействия финансового левериджа на уровень прибыльности собственного капитала и уровень финансового риска позволяет целенаправленно управлять как стоимостью, так и структурой капитала предприятия.

4.5. Оптимизация структуры капитала

Оптимизация структуры капитала является одной из наиболее важных и сложных задач, решаемых в процессе финансового управления предприятием. **Оптимальная структура капитала представляет собой такое соотношение использования собственных и заемных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между коэффициентом финансовой рентабельности и коэффициентом финансовой устойчивости предприятия, т. е. максимизируется его рыночная стоимость.**

1. Анализ капитала предприятия. Основной целью этого анализа является выявление тенденций динамики объема и состава капитала в предплановом периоде и их влияния на финансовую устойчивость и эффективность использования капитала.

На первой стадии анализа рассматривается динамика общего объема и основных составных элементов капитала в сопоставлении с динамикой объема производства и реализации продукции; определяется соотношение собственного и заемного капитала и его тенденции; в составе заемного капитала изучается соотношение долго- и краткосрочных финансовых обязательств; определяется размер просроченных финансовых обязательств и выясняются причины просрочки.

На второй стадии анализа рассматривается система коэффициентов финансовой устойчивости предприятия, определяемая структурой его капитала. В процессе проведения такого анализа рассчитываются и изучаются в динамике следующие коэффициенты:

а) коэффициент автономии позволяет определить, в какой степени используемые предприятием активы сформированы за счет собственного капитала, т. е. долю чистых активов предприятия в общей их сумме;

б) коэффициент финансового левериджа (коэффициент финансирования) позволяет установить, какая сумма заемных

средств привлечена предприятием на единицу собственного капитала;

в) коэффициент долгосрочной финансовой независимости характеризует отношение суммы собственного и долгосрочного заемного капитала к общей сумме используемого предприятием капитала и позволяет выявить финансовый потенциал предстоящего развития предприятия;

г) коэффициент соотношения долго- и краткосрочной задолженности позволяет определить сумму привлечения долгосрочных финансовых кредитов в расчете на единицу краткосрочного заемного капитала, т. е. характеризует политику финансирования активов предприятия за счет заемных средств.

Анализ финансовой устойчивости предприятия позволяет оценить степень стабильности его финансового развития и уровень финансовых рисков, генерирующих угрозу его банкротства.

На третьей стадии анализа оценивается эффективность использования капитала в целом и отдельных его элементов. В процессе проведения такого анализа рассчитываются и рассматриваются в динамике следующие основные показатели:

а) период оборота капитала — характеризует число дней, в течение которых осуществляется один оборот собственных и заемных средств, а также капитала в целом. Чем меньше период оборота капитала, тем выше при прочих равных условиях эффективность его использования на предприятии, так как каждый оборот капитала генерирует определенную дополнительную сумму прибыли;

б) коэффициент рентабельности всего используемого капитала — по численному значению он соответствует коэффициенту рентабельности совокупных активов, т. е. характеризует уровень экономической рентабельности;

в) коэффициент рентабельности собственного капитала — показатель, характеризующий достигнутый уровень финансовой рентабельности предприятия, являющийся одним

из наиболее важных, так как служит одним из критериев формирования оптимальной структуры капитала;

г) *капиталоотдача* — характеризует объем реализации продукции, приходящейся на единицу капитала, т. е. в определенной мере служит измерителем эффективности операционной деятельности предприятия;

д) *капиталоемкость реализации продукции* — показывает, какой объем капитала задействован для обеспечения выпуска единицы продукции и является базовым для моделирования потребности в капитале в предстоящем периоде с учетом отраслевых особенностей операционной деятельности.

2. Оценка основных факторов, определяющих формирование структуры капитала. Практика показывает, что не существует единых рецептов эффективного соотношения собственного и заемного капитала не только для однотипных предприятий, но даже и для одного предприятия на разных стадиях его развития и при различной конъюнктуре товарного и финансового рынков. Вместе с тем существует ряд объективных и субъективных факторов, учет которых позволяет целенаправленно формировать структуру капитала, обеспечивая условия наиболее эффективного его использования на каждом конкретном предприятии.

Основные факторы

• **Отраслевые особенности операционной деятельности предприятия.** Характер этих особенностей определяет структуру активов предприятия, их ликвидность. Предприятия с высоким уровнем фондоемкости производства продукции в силу высокой доли внеоборотных активов, имеют обычно более низкий кредитный рейтинг и вынуждены ориентироваться в своей деятельности на использование собственного капитала. Кроме того, характер отраслевых особенностей определяет различную продолжительность операционного цикла. Чем ниже период операционного цикла, тем в большей степени (при прочих равных условиях) может быть использован предприятием заемный капитал.

- **Стадия жизненного цикла предприятия.** Растущие предприятия, находящиеся на ранних стадиях своего жизненного цикла и имеющие конкурентоспособную продукцию, могут привлекать для своего развития большую долю заемного капитала, хотя для таких предприятий стоимость этого капитала может быть выше среднерыночной (на предприятиях, находящихся на ранних стадиях своего жизненного цикла, уровень финансовых рисков более высокий, что учитывается их кредиторами). В то же время предприятия, находящиеся в стадии зрелости, в большей мере должны использовать собственный капитал.

- **Конъюнктура товарного рынка.** Чем стабильней конъюнктура этого рынка, а соответственно, и спрос на продукцию предприятия, тем чаще и безопаснее становится использование заемного капитала. И наоборот: в условиях неблагоприятной конъюнктуры и сокращения объема реализации продукции использование заемного капитала ускоренно генерирует снижение уровня прибыли и риск потери платежеспособности; в этих условиях необходимо оперативно снижать коэффициент финансового левериджа за счет уменьшения объема использования заемного капитала.

- **Конъюнктура финансового рынка.** В зависимости от состояния этой конъюнктуры возрастает или снижается стоимость заемного капитала. При существенном возрастании этой стоимости дифференциал финансового левериджа может достичь отрицательного значения (при котором использование заемного капитала приведет к резкому снижению уровня финансовой рентабельности, а в ряде случаев — и к убыточной операционной деятельности). В свою очередь, при существенном снижении этой стоимости резко снижается эффективность использования долгосрочного заемного капитала (если кредитными условиями не оговорена соответствующая корректировка ставки процента за кредит).

Наконец, конъюнктура финансового рынка оказывает влияние на стоимость привлечения собственного капитала из внешних источников: при возрастании уровня ссудного процента возрастают и требования инвесторов к норме прибыли на вложенный капитал.

- **Уровень рентабельности операционной деятельности.** При высоком значении этого показателя кредитный рейтинг предприятия возрастает и оно расширяет потенциал возможного использования заемного капитала. Однако в практических условиях этот потенциал часто остается невостребованным в связи с тем, что при высоком уровне рентабельности предприятие имеет возможность удовлетворять дополнительную потребность в капитале за счет более высокого уровня капитализации полученной прибыли. В этом случае собственники предпочитают инвестировать полученную прибыль в собственное предприятие, обеспечивающее высокий уровень отдачи капитала, что при прочих равных условиях снижает удельный вес использования заемных средств.

- **Коэффициент операционного леввериджа.** Рост прибыли предприятия обеспечивается совместным проявлением эффекта операционного и финансового леввериджа. Поэтому предприятия с растущим объемом реализации продукции, но имеющие в силу отраслевых особенностей ее производства низкий коэффициент операционного леввериджа, могут в гораздо большей степени (при прочих равных условиях) увеличивать коэффициент финансового леввериджа, т. е. использовать большую долю заемных средств в общей сумме капитала.

- **Отношение кредиторов к предприятию.** Как правило, кредиторы при оценке кредитного рейтинга предприятия руководствуются своими критериями, не совпадающими иногда с критериями оценки собственной кредитоспособности предприятием. В ряде случаев, несмотря на высокую финансовую устойчивость предприятия, кредиторы могут руководствоваться и иными критериями, которые формируют

негативный его имидж, а соответственно, снижают и его кредитный рейтинг. Это оказывает соответствующее отрицательное влияние на возможность привлечения предприятием заемного капитала, снижает его финансовую гибкость, т. е. возможность оперативно формировать капитал за счет внешних источников.

- **Уровень налогообложения прибыли.** В условиях низких ставок налога на прибыль или использования предприятием налоговых льгот по прибыли разница в стоимости собственного и заемного капитала, привлекаемого из внешних источников, снижается. Это связано с тем, что эффект налогового корректора при использовании заемных средств уменьшается. В этих условиях более предпочтительным является формирование капитала из внешних источников за счет эмиссии акций (привлечения дополнительного паевого капитала). В то же время при высокой ставке налогообложения прибыли существенно повышается эффективность привлечения заемного капитала.

- **Финансовый менталитет собственников и менеджеров предприятия.** 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 на собственный капитал, невзирая на высокий уровень рисков, формирует агрессивный подход к финансированию развития предприятия, при котором заемный капитал используется в максимально возможном размере.

- **Уровень концентрации собственного капитала.** Для того чтобы сохранить финансовый контроль за управлением предприятием (контрольный пакет акций или контрольный объем паевого вклада), владельцам предприятия не хочется привлекать дополнительный собственный капитал из внешних источников, даже несмотря на благоприятные к этому предпосылки. Задача сохранения финансового контроля за управлением

предприятием в этом случае является критерием формирования дополнительного капитала за счет заемных средств.

С учетом этих факторов управление структурой капитала на предприятии сводится к двум основным направлениям: 1) установлению оптимальных для данного предприятия пропорций использования собственного и заемного капитала; 2) обеспечению привлечения на предприятие необходимых видов и объемов капитала для достижения расчетных показателей его структуры.

3. Оптимизация структуры капитала по критерию максимизации уровня финансовой рентабельности. Для проведения таких оптимизационных расчетов используется механизм финансового леввериджа.

4. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации его стоимости. Процесс этой оптимизации основан на предварительной оценке стоимости собственного и заемного капитала при разных условиях его привлечения и осуществлении многовариантных расчетов средневзвешенной стоимости капитала.

5. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации уровня финансовых рисков. Этот метод оптимизации структуры капитала связан с процессом дифференцированного выбора источников финансирования различных составных частей активов предприятия. В этих целях все активы предприятия подразделяются на три группы:

1) внеоборотные активы;

2) постоянная часть оборотных активов — неизменная часть совокупного их размера, которая не зависит от сезонных и других колебаний объема операционной деятельности и не связана с формированием запасов сезонного хранения, досрочного завоза и целевого назначения. Иными словами, она рассматривается как неснижаемый минимум оборотных активов, необходимый предприятию для осуществления текущей операционной деятельности;

3) *переменная часть оборотных активов* – варьирующая часть их совокупного размера, которая связана с сезонным возрастанием объема реализации продукции, необходимостью формирования в отдельные периоды деятельности предприятия товарных запасов сезонного хранения, досрочного завоза и целевого назначения. В составе этой переменной части оборотных активов выделяют *максимальную* и *среднюю* потребность в них.

В зависимости от своего отношения к финансовым рискам собственники или менеджеры предприятия избирают один из рассмотренных вариантов финансирования активов. Учитывая, что на современном этапе долгосрочные займы и ссуды предприятиям практически не предоставляются, избранная модель финансирования активов будет представлять соотношение собственного и заемного (краткосрочного) капитала, т. е. оптимизировать его структуру с этих позиций.

6. Формирование показателя целевой структуры капитала. Предельные границы максимально рентабельной и минимально рискованной структуры капитала позволяют определить поле выбора конкретных его значений на плановый период. В процессе этого выбора учитываются ранее рассмотренные факторы, характеризующие индивидуальные особенности деятельности данного предприятия.

Окончательное решение, принимаемое по этому вопросу, позволяет сформировать на предстоящий период показатель «целевой структуры капитала», в соответствии с которым будет осуществляться последующее его формирование на предприятии путем привлечения финансовых средств из соответствующих источников.

Контрольные вопросы

1. Дайте определение понятия «капитал» и его характеристики.

2. Опишите классификацию капитала предприятия.
3. Выделите положительные особенности собственного и заемного капитала для предприятия.
4. Как вы понимаете понятие «стоимость капитала» и для чего необходимо ею управлять?
5. Что показывает финансовый леверидж?
6. Выделите основные этапы оптимизации структуры капитала предприятия.

Глава 5. УПРАВЛЕНИЕ СОБСТВЕННЫМ КАПИТАЛОМ

5.1. Политика формирования собственных финансовых ресурсов

Финансовую основу предприятия представляет сформированный им собственный капитал на действующем предприятии, который представлен следующими основными формами.

1. *Уставный фонд*. Он характеризует первоначальную сумму собственного капитала предприятия, инвестированную в формирование его активов для начала осуществления хозяйственной деятельности. Его размер определяется (декларируется) уставом предприятия. Для предприятий отдельных сфер деятельности и организационно-правовых форм (акционерное общество, общество с ограниченной ответственностью) минимальный размер уставного фонда регулируется законодательством.

2. *Резервный фонд (резервный капитал)*. Он представляет собой зарезервированную часть собственного капитала предприятия, предназначенного для внутреннего страхования его хозяйственной деятельности. Размер этой резервной части собственного капитала определяется учредительными документами. Формирование резервного фонда (резервного капитала) осуществляется за счет прибыли предприятия (минимальный размер отчислений прибыли в резервный фонд регулируется законодательством).

3. *Специальные (целевые) финансовые фонды*. К ним относятся целенаправленно сформированные фонды собственных финансовых средств с целью их последующего целевого расходования. В составе этих финансовых фондов выделяют обычно амортизационный фонд, ремонтный фонд, фонд

охраны труда, фонд специальных программ, фонд развития производства и другие. Порядок формирования и использование средств этих фондов регулируется уставом и другими учредительными и внутренними документами предприятия.

4. *Нераспределенная прибыль.* Она характеризует часть прибыли предприятия, полученную в предшествующем периоде и не использованную на потребление собственниками (акционерами, пайщиками) и персоналом. Эта часть прибыли предназначена для капитализации, т. е. для реинвестирования на развитие производства. По своему экономическому содержанию она является одной из форм резерва собственных финансовых средств предприятия, обеспечивающих его производственное развитие в предстоящем периоде.

5. *Прочие формы собственного капитала.* К ним относятся расчеты за имущество (при сдаче его в аренду), расчеты с участниками (по выплате им доходов в форме процентов или дивидендов) и некоторые другие, отражаемые в первом разделе пассива баланса.

Управление собственным капиталом связано не только с обеспечением эффективного использования уже накопленной его части, но и с формированием собственных финансовых ресурсов, обеспечивающих предстоящее развитие предприятия. В процессе управления формированием собственных финансовых ресурсов они классифицируются по источникам этого формирования.

В составе *внутренних источников формирования собственных финансовых ресурсов* основное место принадлежит прибыли, остающейся в распоряжении предприятия, – она формирует преимущественную часть его собственных финансовых ресурсов, обеспечивает прирост собственного капитала, а соответственно, и рост рыночной стоимости предприятия. Определенную роль в составе внутренних источников играют также амортизационные отчисления, особенно на предприятиях с высокой стоимостью используемых собственных

основных средств и нематериальных активов; однако сумму собственного капитала предприятия они не увеличивают, а лишь являются средством его реинвестирования. Прочие внутренние источники не играют заметной роли в формировании собственных финансовых ресурсов предприятия.

В составе *внешних источников формирования собственных финансовых ресурсов* основное место принадлежит привлечению предприятием дополнительного паевого (путем дополнительных взносов средств в уставный фонд) или акционерного (путем дополнительной эмиссии и реализации акций) капитала. Для отдельных предприятий одним из внешних источников формирования собственных финансовых ресурсов может являться предоставляемая им безвозмездная финансовая помощь (как правило, такая помощь оказывается лишь отдельным государственным предприятиям разного уровня). В число прочих внешних источников входят бесплатно передаваемые предприятию материальные и нематериальные активы, включаемые в состав его баланса.

Основу управления собственным капиталом предприятия составляет управление формированием его собственных финансовых ресурсов. В целях обеспечения эффективности управления этим процессом на предприятии разрабатывается обычно специальная финансовая политика, направленная на привлечение собственных финансовых ресурсов из различных источников в соответствии с потребностями его развития в предстоящем периоде.

Политика формирования собственных финансовых ресурсов представляет собой часть общей финансовой стратегии предприятия, заключающуюся в обеспечении необходимого уровня самофинансирования его производственного развития.

Разработка политики формирования собственных финансовых ресурсов предприятия осуществляется по следующим основным этапам.

1. Анализ формирования собственных финансовых ресурсов предприятия в предшествующем периоде. Целью такого анализа является выявление потенциала формирования собственных финансовых ресурсов и его соответствия темпам развития предприятия.

На первом этапе анализа изучаются общий объем формирования собственных финансовых ресурсов, соответствие темпов прироста собственного капитала темпам прироста активов и объема реализуемой продукции предприятия, динамика удельного веса собственных ресурсов в общем объеме формирования финансовых ресурсов в предплановом периоде.

На втором этапе анализа рассматриваются источники формирования собственных финансовых ресурсов. В первую очередь изучается соотношение внешних и внутренних источников формирования собственных финансовых ресурсов, а также стоимость привлечения собственного капитала за счет различных источников.

На третьем этапе анализа оценивается достаточность собственных финансовых ресурсов, сформированных на предприятии в предплановом периоде. Критерием такой оценки выступает показатель «коэффициент самофинансирования развития предприятия». Его динамика отражает тенденцию обеспеченности развития предприятия собственными финансовыми ресурсами.

2. Определение общей потребности в собственных финансовых ресурсах. Эта потребность определяется по следующей формуле:

$$П_{\text{СФР}} = \frac{П_{\text{К}} \times Y_{\text{СК}}}{100} - СК_{\text{Н}} + П_{\text{Р}},$$

где $П_{\text{СФР}}$ – общая потребность в собственных финансовых ресурсах предприятия в планируемом периоде; $П_{\text{К}}$ – общая потребность в капитале на конец планового периода; $Y_{\text{СК}}$ – планируемый удельный вес собственного капитала

в общей его сумме; $СК_H$ – сумма собственного капитала на начало планируемого периода; $П_p$ – сумма прибыли, направляемой на потребление в плановом периоде.

Рассчитанная общая потребность охватывает необходимую сумму собственных финансовых ресурсов, формируемых как за счет внутренних, так и за счет внешних источников.

3. Оценка стоимости привлечения собственного капитала из различных источников. Такая оценка проводится в разрезе основных элементов собственного капитала, формируемого за счет внутренних и внешних источников. Результаты такой оценки служат основой разработки управленческих решений относительно выбора альтернативных источников формирования собственных финансовых ресурсов, обеспечивающих прирост собственного капитала предприятия.

4. Обеспечение максимального объема привлечения собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников. До того как обращаться к внешним источникам формирования собственных финансовых ресурсов, должны быть реализованы все возможности их формирования за счет внутренних источников. Так как основными планируемыми внутренними источниками формирования собственных финансовых ресурсов предприятия являются сумма чистой прибыли и амортизационных отчислений, то в первую очередь следует в процессе планирования этих показателей предусмотреть возможности их роста за счет различных резервов. Метод ускоренной амортизации активной части основных фондов увеличивает возможности формирования собственных финансовых ресурсов за счет этого источника. Однако следует иметь в виду, что рост суммы амортизационных отчислений в процессе проведения ускоренной амортизации отдельных видов основных фондов приводит к соответствующему уменьшению суммы чистой прибыли. Поэтому при изыскании резервов роста собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников следует исходить из необходимости максимизации совокупной их суммы, т. е. из следующего критерия

$$\text{ЧП} + \text{АО} \rightarrow \text{СФР}_{\text{МАКС}},$$

где ЧП – планируемая сумма чистой прибыли предприятия; АО – планируемая сумма амортизационных отчислений; $\text{СФР}_{\text{МАКС}}$ – максимальная сумма собственных финансовых ресурсов, формируемых за счет внутренних источников.

5. Обеспечение необходимого объема привлечения собственных финансовых ресурсов из внешних источников. Объем привлечения собственных финансовых ресурсов из внешних источников призван обеспечить ту их часть, которую не удалось сформировать за счет внутренних источников финансирования. Если сумма привлекаемых за счет внутренних источников собственных финансовых ресурсов полностью обеспечивает общую потребность в них в плановом периоде, то в привлечении этих ресурсов за счет внешних источников нет необходимости.

Потребность в привлечении собственных финансовых ресурсов за счет внешних источников рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{СФР}_{\text{внеш}} = \text{П}_{\text{СФР}} - \text{СФР}_{\text{внут}}$$

где $\text{СФР}_{\text{внеш}}$ – потребность в привлечении собственных финансовых ресурсов за счет внешних источников; $\text{П}_{\text{СФР}}$ – общая потребность в собственных финансовых ресурсах предприятия в планируемом периоде; $\text{СФР}_{\text{внут}}$ – сумма собственных финансовых ресурсов, планируемых к привлечению за счет внутренних источников.

Обеспечение удовлетворения потребности в собственных финансовых ресурсах за счет внешних источников планируется за счет привлечения дополнительного паевого капитала (владельцев или других инвесторов), дополнительной эмиссии акций или за счет других источников.

6. Оптимизация соотношения внутренних и внешних источников формирования собственных финансовых ресурсов.

Процесс этой оптимизации основывается на следующих критериях:

а) обеспечении минимальной совокупной стоимости привлечения собственных финансовых ресурсов. Если стоимость привлечения собственных финансовых ресурсов за счет внешних источников превышает планируемую стоимость привлечения заемных средств, то от такого формирования собственных ресурсов следует отказаться;

б) обеспечении сохранения управления предприятием первоначальными его учредителями. Рост дополнительного паевого или акционерного капитала за счет сторонних инвесторов может привести к потере такой управляемости.

Эффективность разработанной политики формирования собственных финансовых ресурсов оценивается с помощью коэффициента самофинансирования развития предприятия в предстоящем периоде. Его уровень должен соответствовать поставленной цели.

Коэффициент самофинансирования развития предприятия рассчитывается по следующей формуле:

$$K_{\text{CF}} = \frac{\text{CFP}}{\Delta A},$$

где K_{CF} – коэффициент самофинансирования предстоящего развития предприятия; CFP – планируемый объем формирования собственных финансовых ресурсов; ΔA – планируемый прирост активов предприятия.

Успешная реализация разработанной политики формирования собственных финансовых ресурсов связана с решением следующих основных задач:

- проведение объективной оценки стоимости отдельных элементов собственного капитала;
- обеспечение максимизации формирования прибыли предприятия с учетом допустимого уровня финансового риска;

- формирование эффективной политики распределения прибыли (дивидендной политики) предприятия;
- формирование и эффективное осуществление политики дополнительной эмиссии акций (эмиссионной политики) или привлечения дополнительного паевого капитала.

5.2. Оценка стоимости отдельных элементов собственного капитала

Развитие предприятия требует прежде всего мобилизации и повышения эффективности использования собственного капитала, так как это обеспечивает рост его финансовой устойчивости и уровня платежеспособности. Поэтому первоочередное внимание должно быть уделено оценке стоимости собственного капитала в разрезе отдельных его элементов в целом.

Особенности оценки стоимости собственного капитала

- *Необходимость постоянной корректировки балансовой суммы собственного капитала в процессе осуществления оценки.* При этом корректировке подлежит только используемая часть собственного капитала, так как вновь привлекаемый собственный капитал оценен в текущей рыночной стоимости.
- *Оценка стоимости вновь привлекаемого собственного капитала носит вероятностный, а следовательно, в значительной мере условный характер.* Если привлечение заемного капитала основывается на определенных контрактных или иных фиксированных обязательствах предприятия, то привлечение основной суммы собственного капитала таких контрактных обязательств не содержит (за исключением эмиссии привилегированных акций).

Любые обязательства предприятия по выплате процентов на паевой капитал, дивидендов держателям простых акций и т. п. не носят характер контрактных обязательств и являются лишь расчетными плановыми величинами, которые

могут быть скорректированы по результатам предстоящей хозяйственной деятельности.

- *Суммы выплат собственникам капитала входят в состав налогооблагаемой прибыли, что увеличивает стоимость собственного капитала в сравнении с заемным.* Выплаты собственникам капитала в форме процентов и дивидендов осуществляются за счет чистой прибыли предприятия, в то время как выплаты процентов за используемый заемный капитал осуществляются за счет издержек (себестоимости), а следовательно, в состав налогооблагаемой базы по прибыли не входят. Это определяет более высокий уровень стоимости вновь привлекаемого собственного капитала в сравнении с заемным.

- *Привлечение собственного капитала связано с более высоким уровнем риска инвесторов, что увеличивает его стоимость на размер премии за риск.* Это связано с тем, что претензии собственников основной части этого капитала (за исключением владельцев привилегированных акций) подлежат удовлетворению при банкротстве предприятия в последнюю очередь.

- *Привлечение собственного капитала не связано, как правило, с возвратным денежным потоком по основной его сумме, что определяет выгодность использования этого источника предприятием несмотря на более высокую его стоимость.* Если по заемному капиталу возвратный денежный поток наряду с платежами по его обслуживанию включает и возврат суммы основного долга в установленные сроки, то по привлекаемому собственному капиталу возвратный денежный поток включает, как правило, только платежи процентов и дивидендов собственникам (за исключением отдельных случаев выкупа предприятием собственных акций или паев). Это определяет большую безопасность использования собственного капитала с позиций обеспечения платежеспособности и финансовой устойчивости предприятия, что стимулирует его готовность идти на более высокую стоимость привлечения этого капитала.

С учетом этих особенностей рассмотрим механизм оценки и управления стоимостью собственного капитала.

1. Стоимость функционирующего собственного капитала имеет наиболее надежный базис расчета в виде отчетных данных предприятия. В процессе такой оценки учитываются:

а) средняя сумма используемого собственного капитала в отчетном периоде по балансовой стоимости. Этот показатель служит исходной базой корректировки суммы собственного капитала с учетом текущей рыночной его оценки. Расчет этого показателя осуществляется по методу средней хронологической за ряд внутренних отчетных периодов;

б) средняя сумма используемого собственного капитала в текущей рыночной оценке;

в) сумма выплат собственникам капитала (в форме процентов, дивидендов и т. п.) за счет чистой прибыли предприятия. Эта сумма и представляет собой ту цену, которую предприятие платит за используемый капитал собственников. В большинстве случаев эту цену определяют сами собственники, устанавливая размер процентов или дивидендов на вложенный капитал в процессе распределения чистой прибыли.

Стоимость функционирующего собственного капитала предприятия в отчетном периоде определяется по формуле

$$СК_{\text{фо}} = \frac{ЧП_{\text{с}} \times 100}{СК},$$

где $СК_{\text{фо}}$ – стоимость функционирующего собственного капитала предприятия в отчетном периоде, %; $ЧП_{\text{с}}$ – сумма чистой прибыли, выплаченная собственникам предприятия в процессе ее распределения за отчетный период; $СК$ – средняя сумма собственного капитала предприятия в отчетном периоде.

Процесс управления стоимостью этого элемента собственного капитала определяется прежде всего сферой его использования – операционной деятельностью предприятия. Он связан с формированием операционной прибыли

предприятия и осуществляемой им политикой распределения прибыли.

Соответственно, стоимость функционирующего собственного капитала в плановом периоде определяется по формуле

$$СК_{\text{фп}} = СК\text{ф}_0 \times П\text{В}_T,$$

где $СК_{\text{фп}}$ – стоимость функционирующего собственного капитала предприятия в плановом периоде, %; $СК\text{ф}_0$ – стоимость функционирующего собственного капитала предприятия в отчетном периоде, %; $П\text{В}_T$ – планируемый темп роста выплат прибыли собственникам на единицу вложенного капитала, выраженный десятичной дробью.

2. Стоимость нераспределенной прибыли последнего отчетного периода оценивается с учетом определенных прогнозных расчетов. Так как нераспределенная прибыль представляет собой ту капитализированную часть прибыли, которая будет использована в предстоящем периоде, то ценой сформированной нераспределенной прибыли выступают планируемые на ее сумму выплаты собственникам, которым она принадлежит.

Такой подход к оценке нераспределенной прибыли основан на том, что если бы она была выплачена собственникам капитала при ее распределении по результатам отчетного периода, то они, инвестировав ее в любые объекты, получили бы определенную прибыль, которая являлась бы ценой этого инвестированного капитала. Но собственники предпочли инвестировать эту прибыль в собственное предприятие, следовательно, ее ценой выступает планируемая к распределению сумма чистой прибыли предстоящего периода на эту часть инвестируемого капитала.

С учетом такого подхода стоимость нераспределенной прибыли (СНП) приравнивается к стоимости функционирующего собственного капитала предприятия ($СК_{\text{фп}}$) в плановом периоде:

$$\text{СНП} = \text{СК}_{\text{фп}}.$$

Такой подход позволяет сделать следующий вывод: коль скоро стоимость функционирующего собственного капитала в плановом периоде и стоимость нераспределенной прибыли в этом же периоде равны, при оценке средневзвешенной стоимости капитала в плановом периоде эти элементы капитала могут рассматриваться как единый суммированный элемент, т. е. включаться в оценку с единым суммированным удельным весом.

Процесс управления стоимостью нераспределенной прибыли определяется прежде всего сферой ее использования – инвестиционной деятельностью. Поэтому цели управления этой частью капитала подчинены целям инвестиционной политики предприятия и, соответственно, норма инвестиционной прибыли (внутренняя ставка доходности) всегда должна соотноситься с уровнем стоимости нераспределенной прибыли.

3. Стоимость дополнительно привлекаемого акционерного (паевого) капитала рассчитывается в процессе оценки дифференцированно по привилегированным акциям и по простым акциям (или дополнительно привлекаемым паям).

Стоимость привлечения дополнительного капитала за счет эмиссии привилегированных акций определяется с учетом фиксированного размера дивидендов, который по ним заранее определен. Это значительно упрощает процесс определения стоимости данного элемента капитала, так как обслуживание обязательств по привилегированным акциям во многом совпадает с обслуживанием обязательств по заемному капиталу. Однако существенным различием в характере этого обслуживания с позиций оценки стоимости является то, что выплаты по обслуживанию заемного капитала относятся на издержки (себестоимость) и поэтому исключены из состава налогооблагаемой прибыли, а дивидендные выплаты по привилегированным акциям осуществляются за счет чистой прибыли предприятия, т. е. не имеют «налогового щита». Кроме выплаты дивидендов,

к расходам предприятия относятся также эмиссионные затраты по выпуску акций (так называемые *издержки размещения*), которые составляют ощутимую величину.

С учетом этих особенностей стоимость дополнительно привлекаемого капитала за счет эмиссии привилегированных акций рассчитывается по формуле

$$ССК_{\text{пр}} = \frac{Д_{\text{пр}} \times 100}{К_{\text{пр}} \times (1 - ЭЗ)},$$

где $ССК_{\text{пр}}$ – стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии привилегированных акций, %; $Д_{\text{пр}}$ – сумма дивидендов, предусмотренных к выплате в соответствии с контрактными обязательствами эмитента; $К_{\text{пр}}$ – сумма собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии привилегированных акций; $ЭЗ$ – затраты по эмиссии акций, выраженные в десятичной дроби по отношению к сумме эмиссии.

Стоимость привлечения дополнительного капитала за счет эмиссии простых акций (или дополнительно привлекаемых паев) требует учета следующих показателей:

а) суммы дополнительной эмиссии простых акций (или суммы дополнительно привлекаемых паев);

б) суммы дивидендов, выплаченных в отчетном периоде, на одну акцию (или суммы прибыли, выплаченной собственникам, на единицу капитала);

в) планируемого темпа роста выплат прибыли собственникам капитала в форме дивидендов (или процентов);

г) планируемых затрат по эмиссии акций (или привлечению дополнительного паевого капитала).

В процессе привлечения этого вида собственного капитала следует иметь в виду, что по стоимости он является наиболее дорогим, так как расходы по его обслуживанию не уменьшают базу налогообложения прибыли, а премия за риск – наиболее высокая, так как этот капитал при банкротстве предприятия защищен в наименьшей степени.

Расчет стоимости дополнительного капитала, привлекаемого за счет эмиссии простых акций (дополнительных паев), осуществляется по следующей формуле:

$$\text{ССК}_{\text{ПА}} = \frac{K_A \times D_{\text{ПА}} \times \text{ПВ}_T \times 100}{K_{\text{ПА}} \times (1 - \text{ЭЗ})},$$

где $\text{ССК}_{\text{ПА}}$ – стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии простых акций (дополнительных паев), %; K_A – количество дополнительно эмитируемых акций; $D_{\text{ПА}}$ – сумма дивидендов, выплаченных на одну простую акцию в отчетном периоде (или выплат на единицу паев), %; ПВ_T – планируемый темп выплат дивидендов (процентов по паям), выраженный десятичной дробью; $K_{\text{ПА}}$ – сумма собственного капитала, привлеченного за счет эмиссии простых акций (дополнительных паев); ЭЗ – затраты по эмиссии акций, выраженные в десятичной дроби по отношению к сумме эмиссии акций (дополнительных паев).

Процесс управления стоимостью привлечения собственного капитала за счет внешних источников характеризуется высоким уровнем сложности и требует, соответственно, высокой квалификации исполнителей. Это управление осуществляется путем разработки и реализации эмиссионной политики предприятия, а также его дивидендной политики (или политики распределения прибыли).

С учетом оценки стоимости отдельных составных элементов собственного капитала и удельного веса каждого из этих элементов в общей его сумме может быть рассчитан показатель средневзвешенной стоимости собственного капитала предприятия.

5.3. Дивидендная политика

Термин «дивидендная политика» связан с распределением прибыли в акционерных обществах. Однако рассматриваемые в этом разделе принципы и методы распределения

прибыли применимы не только к акционерным обществам, но и к предприятиям любой иной организационно-правовой формы деятельности (в этом случае меняться будет только терминология – вместо терминов акция и дивиденд будут использоваться термины пай, вклад и прибыль на вклад; механизм же выплаты доходов собственникам останется таким же). Распределение прибыли в акционерном обществе представляет собой наиболее сложный его вариант и поэтому избран для рассмотрения всех аспектов этого механизма. В более широком трактовании под термином «дивидендная политика» можно понимать механизм формирования доли прибыли, выплачиваемой собственнику, в соответствии с долей его вклада в общую сумму собственного капитала предприятия.

Основной целью разработки дивидендной политики является установление необходимой пропорциональности между текущим потреблением прибыли собственниками и будущим ее ростом, максимизирующим рыночную стоимость предприятия и обеспечивающим стратегическое его развитие.

Исходя из этой цели понятие дивидендной политики может быть сформулировано следующим образом: **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.**

Формированию оптимальной дивидендной политики в странах с развитой рыночной экономикой посвящены многочисленные теоретические исследования. Наиболее распространенными теориями, связанными с механизмом формирования дивидендной политики, являются:

1. Теория независимости дивидендов. Ее авторы – Ф. Модильяни и М. Миллер утверждают, что избранная дивидендная политика не оказывает никакого влияния ни на рыночную стоимость предприятия (цену акций), ни на благосостояние собственников в текущем или перспективном периоде,

так как эти показатели зависят от суммы формируемой, а не распределяемой прибыли. В соответствии с этой теорией дивидендной политике отводится пассивная роль в механизме управления прибылью. При этом свою теорию они сопроводили значительным количеством ограничений, которые в реальной практике управления прибылью обеспечить невозможно. Несмотря на свою уязвимость в плане практического использования, теория стала отправным пунктом поиска более оптимальных решений механизма формирования дивидендной политики.

2. Теория предпочтительности дивидендов (или «синица в руках»). Ее авторы – М. Гордон и Д. Линтнер утверждают, что каждая единица текущего дохода (выплаченного в форме дивидендов) в силу того, что она «очищена от риска», 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. Однако противники этой теории утверждают, что в большинстве случаев полученный в форме дивидендов доход все равно реинвестируется затем в акции своей или аналогичной акционерной компании, что не позволяет использовать фактор риска как аргумент в пользу той или иной дивидендной политики (фактор риска может быть учтен лишь менталитетом собственников; он определяется уровнем риска хозяйственной деятельности той или иной компании, а не характером дивидендной политики).

3. Теория минимизации дивидендов (или «теория налоговых предпочтений»). В соответствии с этой теорией эффективность дивидендной политики определяется критерием минимизации налоговых выплат по текущим и предстоящим доходам собственников. А так как налогообложение текущих доходов в форме получаемых дивидендов всегда выше, чем предстоящих (с учетом фактора стоимости денег во времени, налоговых льгот на капитализируемую прибыль и т. п.),

дивидендная политика должна обеспечивать минимизацию дивидендных выплат, а соответственно, максимизацию капитализации прибыли с тем, чтобы получить наивысшую налоговую защиту совокупного дохода собственников. Однако такой подход к дивидендной политике не устраивает многочисленных мелких акционеров с низким уровнем доходов, постоянно нуждающихся в текущих их поступлениях в форме дивидендных выплат (что снижает объем спроса на акции таких компаний, а соответственно, и котируемую рыночную цену этих акций).

4. Сигнальная теория дивидендов (или «теория сигнализации»). Эта теория построена на том, что основные модели оценки текущей реальной рыночной стоимости акций в качестве базисного элемента используют размер выплачиваемых по ней дивидендов. Таким образом, рост уровня дивидендных выплат определяет автоматическое возрастание реальной, а соответственно, и котируемой рыночной стоимости акций, что при их реализации приносит акционерам дополнительный доход. Кроме того, выплата высоких дивидендов «сигнализирует» о том, что компания находится на подъеме и ожидает существенный рост прибыли в предстоящем периоде. Эта теория неразрывно связана с высокой прозрачностью фондового рынка, на котором оперативно полученная информация оказывает существенное влияние на колебания рыночной стоимости акций.

5. Теория соответствия дивидендной политики составу акционеров (или «теория клиентуры»). В соответствии с этой теорией компания должна осуществлять такую дивидендную политику, которая соответствует ожиданиям большинства акционеров, их менталитету. Если основной состав акционеров («клиентура» акционерной компании) отдает предпочтение текущему доходу, то дивидендная политика должна исходить из преимущественного направления прибыли на цели текущего потребления. И наоборот, если основной состав акционеров отдает предпочтение увеличению своих предстоящих

доходов, то дивидендная политика должна исходить из преимущественной капитализации прибыли в процессе ее распределения. Та часть акционеров, которая с такой дивидендной политикой будет несогласна, реинвестирует свой капитал в акции других компаний, в результате чего состав «клиентуры» станет более однородным.

Практическое использование этих теорий позволило выработать три подхода к формированию дивидендной политики: *консервативный, умеренный (компромиссный) и агрессивный*. Каждому из этих подходов соответствует определенный *тип дивидендной политики*.

1. Остаточная политика дивидендных выплат предполагает, что фонд выплаты дивидендов образуется после того, как за счет прибыли удовлетворена потребность в формировании собственных финансовых ресурсов, обеспечивающих в полной мере реализацию инвестиционных возможностей предприятия. Если по имеющимся инвестиционным проектам уровень внутренней ставки доходности превышает средневзвешенную стоимость капитала (или другой избранный критерий, например, коэффициент финансовой рентабельности), то основная часть прибыли должна быть направлена на реализацию таких проектов, так как она обеспечит высокий темп роста капитала (отложенного дохода) собственников. Преимуществом политики этого типа является обеспечение высоких темпов развития предприятия, повышение его финансовой устойчивости. Недостаток же этой политики заключается в нестабильности размеров дивидендных выплат, полной непредсказуемости формируемых их размеров в предстоящем периоде и даже отказе от их выплат в период высоких инвестиционных возможностей, что отрицательно сказывается на формировании уровня рыночной цены акций. Такая дивидендная политика используется обычно лишь на ранних стадиях жизненного цикла предприятия, связанных с высоким уровнем его инвестиционной активности.

2. Политика стабильного размера дивидендных выплат предполагает выплату неизменной их суммы на протяжении продолжительного периода (при высоких темпах инфляции сумма дивидендных выплат корректируется на индекс инфляции). Преимуществом этой политики является ее надежность, которая создает чувство уверенности у акционеров в неизменности размера текущего дохода вне зависимости от различных обстоятельств, определяет стабильность котировки акций на фондовом рынке. Недостатком же этой политики является ее слабая связь с финансовыми результатами деятельности предприятия, в связи с чем в периоды неблагоприятной конъюнктуры и низкого размера формируемой прибыли инвестиционная деятельность может быть сведена к нулю. Для того чтобы избежать этих негативных последствий стабильный размер дивидендных выплат устанавливается обычно на относительно низком уровне, что и относит данный тип дивидендной политики к категории консервативной, минимизирующей риск снижения финансовой устойчивости предприятия из-за недостаточных темпов прироста собственного капитала.

3. Политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды (или политика «экстра-дивиденда») по весьма распространенному мнению представляет собой наиболее взвешенный ее тип. Ее преимуществом является стабильная гарантированная выплата 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. Такая дивидендная политика дает наибольший эффект на предприятиях с нестабильным в динамике размером формирования прибыли. Основным недостатком этой политики заключается в том, что при продолжительной выплате минимальных размеров дивидендов инвестиционная

привлекательность акций компании снижается и, соответственно, падает их рыночная стоимость.

4. Политика стабильного уровня дивидендов предусматривает установление долгосрочного нормативного коэффициента дивидендных выплат по отношению к сумме прибыли (или норматива распределения прибыли на потребляемую и капитализируемую ее части). Преимуществом этой политики является простота ее формирования и тесная связь с размером формируемой прибыли. В то же время основным ее недостатком является нестабильность размеров дивидендных выплат на акцию, определяемая нестабильностью суммы формируемой прибыли. Эта нестабильность вызывает резкие перепады в рыночной стоимости акций по отдельным периодам, что препятствует максимизации рыночной стоимости предприятия в процессе осуществления такой политики (она «сигнализирует» о высоком уровне риска хозяйственной деятельности данного предприятия). Даже при высоком уровне дивидендных выплат такая политика не привлекает обычно инвесторов (акционеров), избегающих риска. Только зрелые компании со стабильной прибылью могут позволить себе осуществление дивидендной политики этого типа; если размер прибыли существенно варьирует в динамике, эта политика генерирует высокую угрозу банкротства.

5. Политика постоянного возрастания размера дивидендов (осуществляемая под девизом «никогда не снижай годовой дивиденд») 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 (на этом принципе построена «*модель Гордона*», определяющая рыночную стоимость акций таких компаний). Преимуществом такой политики является обеспечение высокой рыночной стоимости акций компании и формирование положительного ее имиджа

у потенциальных инвесторов при дополнительных эмиссиях. Недостатком же этой политики является отсутствие гибкости в ее проведении и постоянное возрастание финансовой напряженности: если темп роста коэффициента дивидендных выплат возрастает (т. е. если фонд дивидендных выплат растет быстрее, чем сумма прибыли), то инвестиционная активность предприятия сокращается, а коэффициенты финансовой устойчивости снижаются (при прочих равных условиях). Поэтому осуществление такой дивидендной политики могут позволить себе лишь реально процветающие акционерные компании. Если же эта политика не подкреплена постоянным ростом прибыли компании, то она представляет собой верный путь к ее банкротству.

С учетом рассмотренных принципов дивидендная политика акционерного общества формируется по следующим основным этапам.

Первоначальным этапом формирования дивидендной политики является изучение и оценка факторов, определяющих эту политику. В практике финансового менеджмента эти факторы принято подразделять на четыре группы.

1. Факторы, характеризующие инвестиционные возможности предприятия:

а) стадия жизненного цикла компании (на ранних стадиях жизненного цикла акционерная компания вынуждена больше средств инвестировать в свое развитие, ограничивая выплату дивидендов);

б) необходимость расширения акционерной компанией своих инвестиционных программ (в периоды активизации инвестиционной деятельности, направленной на расширенное воспроизводство основных фондов и нематериальных активов, потребность в капитализации прибыли возрастает);

в) степень готовности отдельных инвестиционных проектов с высоким уровнем эффективности (отдельные подготовленные проекты требуют ускоренной реализации в целях

обеспечения эффективной их эксплуатации при благоприятной конъюнктуре рынка, что обуславливает необходимость концентрации собственных финансовых ресурсов в эти периоды).

2. Факторы, характеризующие возможности формирования финансовых ресурсов из альтернативных источников:

а) достаточность резервов собственного капитала, сформированных в предшествующем периоде;

б) стоимость привлечения дополнительного акционерного капитала;

в) стоимость привлечения дополнительного заемного капитала;

г) доступность кредитов на финансовом рынке;

д) уровень кредитоспособности акционерного общества, определяемый его текущим финансовым состоянием.

3. Факторы, связанные с объективными ограничениями:

а) уровень налогообложения дивидендов;

б) уровень налогообложения имущества предприятий;

в) достигнутый эффект финансового левериджа, обусловленный сложившимся соотношением используемого собственного и заемного капитала;

г) фактический размер получаемой прибыли и коэффициент рентабельности собственного капитала.

4. Прочие факторы:

а) конъюнктурный цикл товарного рынка, участником которого является акционерная компания (в период подъема конъюнктуры эффективность капитализации прибыли значительно возрастает);

б) уровень дивидендных выплат компаниями-конкурентами;

в) неотложность платежей по ранее полученным кредитам (поддержание платежеспособности является более приоритетной задачей в сравнении с ростом дивидендных выплат);

г) возможность утраты контроля над управлением компанией (низкий уровень дивидендных выплат может привести к снижению рыночной стоимости акций компании и их

массовому «сбросу» акционерами, что увеличивает риск финансового захвата акционерной компании конкурентами).

Оценка этих факторов позволяет определить выбор того или иного типа дивидендной политики на ближайший перспективный период.

Механизм распределения прибыли акционерного общества в соответствии с избранным типом дивидендной политики предусматривает такую последовательность действий:

На первом этапе из суммы чистой прибыли вычитаются формируемые за ее счет обязательные отчисления в резервный и другие обязательные фонды специального назначения, предусмотренные уставом общества. «Очищенная» сумма чистой прибыли представляет собой так называемый «дивидендный коридор», в рамках которого реализуется соответствующий тип дивидендной политики.

На втором этапе оставшаяся часть чистой прибыли распределяется на капитализируемую и потребляемую ее части. Если акционерное общество придерживается остаточного типа дивидендной политики, то в процессе этого этапа расчетов приоритетной задачей является формирование фонда производственного развития и наоборот.

На третьем этапе сформированный за счет прибыли фонд потребления распределяется на фонд дивидендных выплат и фонд потребления персонала акционерного общества (предусматривающий дополнительное материальное стимулирование работников и удовлетворение их социальных нужд). Основой такого распределения является избранный тип дивидендной политики и обязательства акционерного общества по коллективному договору.

Определение уровня дивидендных выплат на одну простую акцию осуществляется по формуле

$$\text{УДВ}_{\text{ПА}} = \frac{\text{ФДВ} - \text{ВП}}{K_{\text{ПА}}},$$

где $УДВ_{ПА}$ – уровень дивидендных выплат на одну акцию; $ФДВ$ – фонд дивидендных выплат, сформированный в соответствии с избранным типом дивидендной политики; $ВП$ – фонд выплат дивидендов владельцам привилегированных акций (по предусматриваемому их уровню); $К_{ПА}$ – количество простых акций, эмитированных акционерным обществом.

Важным этапом формирования дивидендной политики является выбор форм выплаты дивидендов.

Основные формы выплаты дивидендов

1. Выплата дивидендов наличными деньгами (чеками). Это наиболее простая и самая распространенная форма осуществления дивидендных выплат.

2. Выплата дивидендов акциями. Такая форма предусматривает предоставление акционерам вновь эмитированных акций на сумму дивидендных выплат. Она представляет интерес для акционеров, менталитет которых ориентирован на рост капитала в предстоящем периоде. Акционеры, предпочитающие текущий доход, могут продать в этих целях дополнительные акции на рынке.

3. Автоматическое реинвестирование. Эта форма выплаты предоставляет акционерам право индивидуального выбора: получить дивиденды наличными или реинвестировать их в дополнительные акции (в этом случае акционер заключает с компанией или обслуживающей ее брокерской конторой соответствующее соглашение).

4. Выкуп акций компанией. Он рассматривается как одна из форм реинвестирования дивидендов, в соответствии с которой на сумму дивидендного фонда компания скупает на фондовом рынке часть свободно обращающихся акций. Это позволяет автоматически увеличивать размер прибыли на одну оставшуюся акцию и повышать коэффициент дивидендных выплат в предстоящем периоде. Такая форма использования дивидендов требует согласия акционеров.

Для оценки эффективности дивидендной политики акционерного общества используют следующие показатели:

а) коэффициент дивидендных выплат. Он рассчитывается по формулам:

$$K_{дв} = \frac{\text{ФДВ}}{\text{ЧП}} \text{ или } K_{дв} = \frac{D_A}{\text{ЧП}_A},$$

где $K_{дв}$ – коэффициент дивидендных выплат; ФДВ – фонд дивидендных выплат, сформированный в соответствии с избранным типом дивидендной политики; ЧП – сумма чистой прибыли акционерного общества; D_A – сумма дивидендов, выплачиваемых на одну акцию; ЧП_A – сумма чистой прибыли, приходящейся на одну акцию;

б) коэффициент соотношения цены и дохода по акции. Он определяется по формуле

$$K_{ц/д} = \frac{PЦ_A}{D_A},$$

где $K_{ц/д}$ – коэффициент соотношения цены и дохода по акции; $PЦ_A$ – рыночная цена одной акции; D_A – сумма дивидендов, выплаченных на одну акцию.

При оценке эффективности дивидендной политики могут быть использованы также показатели динамики рыночной стоимости акций.

5.4. Эмиссионная политика

Эмиссионная деятельность предприятия охватывает широкий спектр проблем, выходящих за рамки финансового менеджмента. Поэтому, рассматривая вопросы эмиссионной политики предприятия как формы привлечения собственных финансовых ресурсов из внешних источников, мы введем ряд ограничений.

Во-первых, эмиссионная политика предприятия в рассматриваемом варианте будет ограничена вопросами эмиссии

только акций – основного источника формирования собственного капитала на фондовом рынке (вопросы эмиссии облигаций и других долговых ценных бумаг предприятия в этом разделе рассматриваться не будут).

Во-вторых, из перечня рассматриваемых вопросов будет исключено акционирование приватизируемых государственных предприятий.

В-третьих, мы ограничимся рассмотрением лишь финансовых аспектов эмиссионной политики, не затрагивая организационных и других ее вопросов (печатания бланков акций, регистрации выпуска, публикации эмиссионного проспекта и т. п.).

Привлечение собственного капитала из внешних источников путем дополнительной эмиссии акций является сложным и дорогостоящим процессом. Поэтому к данному источнику формирования собственных финансовых ресурсов следует прибегать лишь в крайне ограниченных случаях.

С позиции финансового менеджмента *основной целью* эмиссионной политики является привлечение на фондовом рынке необходимого объема собственных финансовых средств в минимально возможные сроки. С учетом сформулированной цели **эмиссионная политика предприятия представляет собой часть общей политики формирования собственных финансовых ресурсов, заключающейся в обеспечении привлечения необходимого их объема за счет выпуска и размещения на фондовом рынке собственных акций.**

Разработка эффективной эмиссионной политики предприятия охватывает следующие этапы.

1. Исследование возможностей эффективного размещения предполагаемой эмиссии акций. Решение о предполагаемой первичной (при преобразовании предприятия в акционерное общество) или дополнительной (если предприятие уже создано в форме акционерного общества и нуждается в дополнительном притоке собственного капитала) эмиссии акций

можно принять лишь на основе всестороннего предварительного анализа конъюнктуры фондового рынка и оценки инвестиционной привлекательности своих акций.

Анализ конъюнктуры фондового рынка (биржевого и внебиржевого) включает характеристику состояния спроса и предложения акций, динамику уровня цен, объемов продаж акций новых эмиссий и ряда других показателей. Результатом проведения такого анализа является определение уровня чувствительности реагирования фондового рынка на появление новой эмиссии и оценка его потенциала поглощения эмитируемых объемов акций.

Оценка инвестиционной привлекательности своих акций проводится с позиции учета перспективности развития отрасли (в сравнении с другими отраслями), конкурентоспособности производимой продукции, а также уровня показателей своего финансового состояния (в сравнении со среднеотраслевыми показателями). В процессе оценки определяется возможная степень инвестиционной предпочтительности акций своей компании в сравнении с обращающимися акциями других компаний.

2. Определение целей эмиссии. В связи с высокой стоимостью привлечения собственного капитала из внешних источников цели эмиссии должны быть достаточно весомыми с позиций стратегического развития предприятия и возможностей существенного повышения его рыночной стоимости в предстоящем периоде. Основными из таких целей, которыми предприятие руководствуется, прибегая к этому источнику формирования собственного капитала, являются:

а) реальное инвестирование, связанное с отраслевой (подотраслевой) и региональной диверсификацией производственной деятельности (создание сети новых филиалов, дочерних фирм, новых производств с большим объемом выпуска продукции и т. п.);

б) необходимость существенного улучшения структуры используемого капитала (повышение доли собственного

капитала с целью роста уровня финансовой устойчивости; обеспечение более высокого уровня собственной кредитоспособности и снижение за счет этого стоимости привлечения заемного капитала; повышение эффекта финансового левериджа и т. п.);

в) намечаемое поглощение других предприятий с целью получения эффекта синергизма (участие в приватизации сторонних государственных предприятий также может рассматриваться как вариант их поглощения, если при этом обеспечивается приобретение контрольного пакета акций или преимущественная доля в уставном фонде);

г) иные цели, требующие быстрой аккумуляции значительного объема собственного капитала.

3. Определение объема эмиссии. При определении объема эмиссии необходимо исходить из ранее рассчитанной потребности в привлечении собственных финансовых ресурсов за счет внешних источников.

4. Определение номинала, видов и количества эмитируемых акций. Номинал акций определяется с учетом основных категорий будущих их покупателей (наибольшие номиналы акций ориентированы на их приобретение институциональными инвесторами, а наименьшие — на приобретение населением). В процессе определения видов акций (простых и привилегированных) устанавливается целесообразность выпуска привилегированных акций; если такой выпуск признан целесообразным, то устанавливается соотношение простых и привилегированных акций (при этом следует иметь в виду, что в соответствии с действующим законодательством доля привилегированных акций не может превышать 10 % общего объема эмиссии). Количество эмитируемых акций определяется исходя из объема эмиссии и номинала одной акции (в процессе одной эмиссии может быть установлен лишь один вариант номинала акций).

5. Оценка стоимости привлекаемого акционерного капитала. Она осуществляется по двум параметрам:

а) предполагаемому уровню дивидендов (определяется по типу дивидендной политики); б) затратам на выпуск акций и размещение эмиссии (приведенным к среднегодовому размеру). Расчетная стоимость привлекаемого капитала сопоставляется с фактической средневзвешенной стоимостью капитала и средним уровнем ставки процента на рынке капитала. Лишь после этого принимается окончательное решение об осуществлении эмиссии акций.

6. Определение эффективных форм андеррайтинга. Для того чтобы быстро и эффективно провести открытое размещение эмитируемого объема акций, необходимо определить состав андеррайтеров, согласовать с ними цены начальной котировки акций и размер комиссионного вознаграждения, обеспечить регулирование объемов продажи акций в соответствии с потребностями в потоке поступления финансовых средств, обеспечивающих поддержание ликвидности уже размещенных акций на первоначальном этапе их обращения.

С учетом возросшего объема собственного капитала предприятие имеет возможность, используя неизменный коэффициент финансового левериджа, увеличить объем привлекаемых заемных средств, а следовательно, и повысить рентабельность собственного капитала.

Контрольные вопросы

1. Назовите основные формы собственного капитала предприятия.
2. Кому принадлежит основное место в составе внутренних источников формирования собственных финансовых ресурсов?
3. Определите основные этапы политики формирования собственных финансовых ресурсов предприятия.
4. Каковы особенности оценки стоимости собственного капитала?

5. Что является основной целью разработки дивидендной политики?
6. В чем заключается теория независимости дивидендов?
7. Назовите наиболее распространенные теории, связанные с механизмом формирования дивидендной политики.
8. Какие вы знаете типы дивидендной политики?
9. Какие этапы включает разработка эффективной эмиссионной политики предприятия?

Глава 6. УПРАВЛЕНИЕ ЗАЕМНЫМ КАПИТАЛОМ

6.1. Политика привлечения заемных средств

Эффективная финансовая деятельность предприятия невозможна без постоянного привлечения заемных средств. Использование заемного капитала позволяет существенно расширить объем хозяйственной деятельности предприятия, обеспечить более эффективное использование собственного капитала, ускорить формирование различных целевых финансовых фондов, а в конечном счете – повысить рыночную стоимость предприятия.

Хотя основу любого бизнеса составляет собственный капитал, на предприятиях ряда отраслей экономики объем используемых заемных средств значительно превосходит объем собственного капитала. В связи с этим управление привлечением и эффективным использованием заемных средств является одной из важнейших функций финансового менеджмента, направленной на обеспечение достижения высоких конечных результатов хозяйственной деятельности предприятия.

Заемный капитал, используемый предприятием, характеризует в совокупности объем его финансовых обязательств (общую сумму долга). Эти финансовые обязательства в современной хозяйственной практике дифференцируются следующим образом.

1. Долгосрочные финансовые обязательства. К ним относятся все формы функционирующего на предприятии заемного капитала со сроком его использования более одного года. Основными формами этих обязательств являются долгосрочные кредиты банков и долгосрочные заемные средства (задолженность по налоговому кредиту; задолженность по эмитированным облигациям; задолженность по финансовой

помощи, предоставленной на возвратной основе и т. п.), срок погашения которых еще не наступил или не погашенные в предусмотренный срок.

2. Краткосрочные финансовые обязательства. К ним относятся все формы привлеченного заемного капитала со сроком его использования до одного года. Основными формами этих обязательств являются краткосрочные кредиты банков и краткосрочные заемные средства (как предусмотренные к погашению в предстоящем периоде, так и не погашенные в установленный срок), различные формы кредиторской задолженности предприятия (по товарам, работам и услугам; выданным векселям; полученным авансам; расчетам с бюджетом и внебюджетными фондами; оплате труда и другие краткосрочные финансовые обязательства.

В процессе развития предприятия по мере погашения его финансовых обязательств возникает потребность в привлечении новых заемных средств. Источники и формы привлечения заемных средств предприятием весьма многообразны.

С учетом изложенной классификации организуется управление привлечением заемных средств, которое представляет собой целенаправленный процесс их формирования из различных источников и в разных формах в соответствии с потребностями предприятия в заемном капитале на различных этапах его развития. Многообразие задач, решаемых в процессе этого управления, определяет необходимость разработки специальной финансовой политики в этой области на предприятиях, использующих значительный объем заемного капитала.

Политика привлечения заемных средств представляет собой часть общей финансовой стратегии, заключающейся в обеспечении наиболее эффективных форм и условий привлечения заемного капитала из различных источников в соответствии с потребностями развития предприятия.

Процесс формирования политики привлечения предприятием заемных средств включает следующие основные этапы.

1. Анализ привлечения и использования заемных средств в предшествующем периоде. Целью такого анализа является выявление объема, состава и форм привлечения заемных средств предприятием, а также оценка эффективности их использования.

На первом этапе анализа изучается динамика общего объема привлечения заемных средств в рассматриваемом периоде; темпы этой динамики сопоставляются с темпами прироста суммы собственных финансовых ресурсов, объемов операционной и инвестиционной деятельности, общей суммы активов предприятия.

На втором этапе анализа определяются основные формы привлечения заемных средств, анализируются в динамике удельный вес сформированных финансового кредита, товарного кредита и внутренней кредиторской задолженности в общей сумме заемных средств, используемых предприятием.

На третьем этапе анализа определяется соотношение объемов используемых предприятием заемных средств по периоду их привлечения. В этих целях проводится соответствующая группировка используемого заемного капитала по этому признаку, изучается динамика соотношения кратко- и долгосрочных заемных средств предприятия и их соответствие объему используемых оборотных и внеоборотных активов.

На четвертой стадии анализа изучается состав конкретных кредиторов предприятия и условия предоставления ими различных форм финансового и товарного (коммерческого) кредитов. Эти условия анализируются с позиций их соответствующей конъюнктуры финансового и товарного рынков.

На пятой стадии анализа изучается эффективность использования заемных средств в целом и отдельных их форм на предприятии. В этих целях используются показатели оборачиваемости и рентабельности заемного капитала, рассмотренные ранее. Первая группа этих показателей сопоставляется в процессе анализа со средним периодом оборота собственного капитала.

Результаты проведенного анализа служат основой оценки целесообразности использования заемных средств на предприятии в сложившихся объемах и формах.

2. Определение целей привлечения заемных средств в предстоящем периоде. Эти средства привлекаются предприятием на строго целевой основе, что является одним из условий последующего эффективного их использования. Основными целями привлечения заемных средств предприятиями являются:

а) пополнение необходимого объема постоянной части оборотных активов. В настоящее время большинство предприятий, осуществляющих производственную деятельность, не имеют возможности финансировать полностью эту часть оборотных активов за счет собственного капитала. Значительная часть этого финансирования осуществляется за счет заемных средств;

б) обеспечение формирования переменной части оборотных активов. Какую бы модель финансирования активов не использовало предприятие, во всех случаях переменная часть оборотных активов частично или полностью финансируется за счет заемных средств;

в) формирование недостающего объема инвестиционных ресурсов. Целями привлечения заемных средств в этом случае выступают необходимость ускорения реализации отдельных реальных проектов предприятия (новое строительство, реконструкция, модернизация), обновление основных средств (финансовый лизинг) и т. п.;

г) обеспечение социально-бытовых потребностей своих работников. В этих случаях заемные средства привлекаются для выдачи ссуд своим работникам на индивидуальное жилищное строительство, обустройство садовых и огородных участков и на другие аналогичные цели;

д) другие временные нужды. Принцип целевого привлечения заемных средств обеспечивается и в этом случае, хотя такое их привлечение осуществляется обычно на короткие сроки и в небольших объемах.

3. Определение предельного объема привлечения заемных средств. Максимальный объем этого привлечения диктуется двумя основными условиями.

- *Предельный эффект финансового левериджа.* Так как объем собственных финансовых ресурсов формируется на предшествующем этапе, общая сумма используемого собственного капитала может быть определена заранее. По отношению к ней рассчитывается коэффициент финансового левериджа (коэффициент финансирования), при котором его эффект будет максимальным. С учетом суммы собственного капитала в предстоящем периоде и рассчитанного коэффициента финансового левериджа вычисляется предельный объем заемных средств, обеспечивающий эффективное использование собственного капитала.

- *Обеспечение достаточной финансовой устойчивости предприятия.* Она должна оцениваться не только с позиций самого предприятия, но и с позиций возможных его кредиторов, что обеспечит впоследствии снижение стоимости привлечения заемных средств.

С учетом этих требований предприятие устанавливает *лимит использования заемных средств в своей хозяйственной деятельности.*

4. Оценка стоимости привлечения заемного капитала из различных источников. Такая оценка проводится в разрезе различных форм заемного капитала, привлекаемого предприятием из внешних и внутренних источников. Результаты такой оценки служат основой разработки управленческих решений относительно выбора альтернативных источников привлечения заемных средств, обеспечивающих удовлетворение потребностей предприятия в заемном капитале.

5. Определение соотношения объема заемных средств, привлекаемых на кратко- и долгосрочной основе. Расчет потребности в объемах кратко- и долгосрочных заемных средств основывается на целях их использования в предстоящем периоде.

На долгосрочный период (свыше одного года) заемные средства привлекаются, как правило, для расширения объема собственных основных средств и формирования недостающего объема инвестиционных ресурсов (хотя при консервативном подходе к финансированию активов заемные средства на долгосрочной основе привлекаются и для обеспечения формирования оборотного капитала). *На краткосрочный период* заемные средства привлекаются для всех остальных целей их использования.

Расчет необходимого размера заемных средств в рамках каждого периода осуществляется в разрезе отдельных целевых направлений их предстоящего использования. Целью этих расчетов является установление сроков использования привлекаемых заемных средств для оптимизации соотношения долго- и краткосрочных их видов. В процессе этих расчетов определяются полный и средний срок использования заемных средств.

Полный срок использования заемных средств представляет собой период времени с начала их поступления до окончательного погашения всей суммы долга. Он включает три временных периода:

- 1) срок полезного использования;
- 2) льготный (грационный) период;
- 3) срок погашения.

Срок полезного использования — это период времени, в течение которого предприятие непосредственно использует предоставленные заемные средства в своей хозяйственной деятельности.

Льготный (грационный) период — это период времени с момента окончания полезного использования заемных средств до начала погашения долга. Он служит резервом времени для аккумуляции необходимых финансовых средств.

Срок погашения — это период времени, в течение которого происходит полная выплата основного долга и процентов

по используемым заемным средствам. Этот показатель используется в тех случаях, когда выплата основного долга и процентов осуществляется не одномоментно после окончания срока использования заемных средств, а частями в течение определенного периода времени по предусмотренному графику.

Расчет полного срока использования заемных средств осуществляется в разрезе перечисленных элементов исходя из целей их использования и сложившейся на финансовом рынке практики установления льготного периода и срока погашения.

Средний срок использования заемных средств представляет собой средний расчетный период, в течение которого они находятся в использовании на предприятии.

Он определяется по формуле

$$CC_3 = \frac{СП_3}{2} + ЛП + \frac{ПП}{2},$$

где CC_3 – средний срок использования заемных средств; $СП_3$ – срок полезного использования заемных средств; ЛП – льготный (грационный) период; ПП – срок погашения.

Средний срок использования заемных средств определяется по каждому целевому направлению привлечения этих средств; по объему их привлечения на кратко- и долгосрочной основе; по привлекаемой сумме заемных средств в целом.

Соотношение заемных средств, привлекаемых на кратко- и долгосрочной основе, может быть оптимизировано также с учетом стоимости их привлечения.

6. Определение форм привлечения заемных средств. Эти формы дифференцируются в разрезе финансового кредита; товарного (коммерческого) кредита; прочих форм. Выбор форм привлечения заемных средств предприятие осуществляет исходя из целей и специфики своей хозяйственной деятельности.

7. Определение состава основных кредиторов. Этот состав определяется формами привлечения заемных средств.

Основными кредиторами предприятия являются обычно его постоянные поставщики, с которыми установлены длительные коммерческие связи, а также коммерческий банк, осуществляющий его расчетно-кассовое обслуживание.

8. Формирование эффективных условий привлечения кредитов. К числу важнейших из этих условий относятся: а) срок предоставления кредита; б) ставка процента за кредит; в) условия выплаты суммы процента; г) условия выплаты основной суммы долга; д) прочие условия, связанные с получением кредита.

Срок предоставления кредита является одним из определяющих условий его привлечения. Оптимальным считается срок предоставления кредита, в течение которого полностью реализуется цель его привлечения (например, ипотечный кредит – на срок реализации инвестиционного проекта; товарный кредит – на период полной реализации закупленных товаров и т. п.).

Ставка процента за кредит характеризуется тремя основными параметрами: ее формой, видом и размером.

По применяемым формам различают процентную ставку (для наращивания суммы долга) и учетную ставку (для дисконтирования суммы долга). Если размер этих ставок одинаков, то предпочтение должно быть отдано процентной ставке, так как в этом случае расходы по обслуживанию долга будут меньшими.

По применяемым видам различают фиксированную ставку процента (устанавливаемую на весь срок кредита) и плавающую ставку процента (с периодическим пересмотром ее размера в зависимости от изменения учетной ставки центрального банка, темпов инфляции и конъюнктуры финансового рынка). Время, в течение которого ставка процента остается неизменной, называется процентным периодом. В условиях инфляции для предприятия предпочтительной является фиксированная ставка или плавающая ставка с высоким процентным периодом.

Размер ставки процента за кредит является определяющим условием при оценке его стоимости. По товарному кредиту он принимается при оценке в размере ценовой скидки продавца за осуществление немедленного расчета за поставленные товары, выраженной в годовом исчислении.

Условия выплаты суммы процента характеризуются порядком выплаты его суммы. Этот порядок сводится к трем принципиальным вариантам: выплате всей суммы процента в момент предоставления кредита; выплате суммы процента равномерными частями; выплате всей суммы процента в момент уплаты основной суммы долга (при погашении кредита). При прочих равных условиях предпочтительным является третий вариант.

Условия выплаты основной суммы долга характеризуются предусматриваемыми периодами его возврата. Эти условия сводятся к трем принципиальным вариантам: частично-му возврату основной суммы долга в течение общего периода функционирования кредита; полному возврату всей суммы долга по истечении срока использования кредита; возврату основной суммы долга или ее части с предоставлением льготного периода по истечении срока полезного использования кредита. При прочих равных условиях третий вариант для предприятия предпочтительней.

Прочие условия, связанные с получением кредита, могут предусматривать необходимость его страхования, выплаты дополнительного комиссионного вознаграждения банку, разный уровень размера кредита по отношению к сумме залога или залога и т. п.

9. Обеспечение эффективного использования кредитов. Критерием такой эффективности выступают показатели оборачиваемости и рентабельности заемного капитала.

10. Обеспечение своевременных расчетов по полученным кредитам. С целью этого обеспечения по наиболее крупным кредитам может заранее резервироваться специальный возвратный фонд. Платежи по обслуживанию кредитов

включаются в платежный календарь и контролируются в процессе мониторинга текущей финансовой деятельности.

На предприятиях, привлекающих большой объем заемных средств в форме финансового и товарного (коммерческого) кредита, общая политика привлечения заемных средств может быть детализирована затем в разрезе указанных форм кредита.

6.2. Оценка стоимости отдельных элементов заемного капитала

Многообразие источников и условий предложения заемного капитала определяет необходимость осуществления сравнительной оценки эффективности формирования заемного капитала в разрезе отдельных его видов и форм. Основу такой оценки составляет определение стоимости привлекаемого заемного капитала в разрезе отдельных его элементов.

Особенности оценки стоимости заемного капитала

- *Относительная простота формирования базового показателя оценки стоимости.* Таким базовым показателем, подлежащим последующей корректировке, является стоимость обслуживания долга в форме процента за кредит, купонной ставки по облигации и т. п. Этот показатель прямо оговорен условиями кредитного договора, условиями эмиссии или другими формами контрактных обязательств предприятия.

- *Учет в процессе оценки стоимости заемных средств налогового корректора.* Так как выплаты по обслуживанию долга (процентов за кредит и других форм этого обслуживания) относятся на издержки (себестоимость) продукции, они уменьшают размер налогооблагаемой базы предприятия, а соответственно, снижают размер стоимости заемного капитала на ставку налога на прибыль. Как и в формуле расчета эффекта финансового леввериджа, налоговый корректор представляет собой следующий множитель: $(1 - C_{\text{нп}})$, где $C_{\text{нп}}$ – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью.

- *Стоимость привлечения заемного капитала имеет высокую степень связи с уровнем кредитоспособности предприятия, оцениваемым кредитором. Чем выше уровень кредитоспособности предприятия по оценке кредитора (т. е. чем выше его кредитный рейтинг на финансовом рынке), тем ниже стоимость привлекаемого этим предприятием заемного капитала (наименьшая ставка процента за кредит в любой его форме – ставка «прайм райт» – устанавливается кредиторами для так называемых первоклассных заемщиков).*

- *Привлечение заемного капитала всегда связано с возвратным денежным потоком не только по обслуживанию долга, но и по погашению обязательства по основной сумме этого долга. Это генерирует особые виды финансовых рисков, наиболее опасных по своим последствиям (приводящим иногда к банкротству предприятия). Такие риски проявляются вне зависимости от форм и условий привлечения заемного капитала. Вместе с тем снижение уровня этих рисков вызывает, как правило, повышение стоимости заемного капитала. Так, ставка процента по долгосрочному кредиту во всех его формах, позволяющая предприятию снизить риск неплатежеспособности в текущем периоде, всегда выше, чем по краткосрочному. Рассмотрим особенности оценки и управления стоимостью заемного капитала в разрезе базовых его элементов.*

1. Стоимость финансового кредита оценивается в разрезе двух основных источников его предоставления на современном этапе – банковского кредита и финансового лизинга (принципиальные положения такой оценки могут быть использованы и при привлечении предприятием финансового кредита из других источников).

- *Стоимость банковского кредита, несмотря на многообразие его видов, форм и условий, определяется на основе ставки процента за кредит, которая формирует основные затраты по его обслуживанию. Эта ставка в процессе оценки требует внесения двух уточнений: она должна быть увеличена*

на размер других затрат предприятия, обусловленных условиями кредитного соглашения (например, страхования кредита за счет заемщика), и уменьшена на ставку налога на прибыль с целью отражения реальных затрат предприятия.

С учетом этих положений стоимость заемного капитала в форме банковского кредита оценивается по следующей формуле:

$$СБК = \frac{ПК_{\text{Б}} \times (1 - C_{\text{НП}})}{1 - ЗП_{\text{Б}}},$$

где СБК – стоимость заемного капитала, привлекаемого в форме банковского кредита, %; $ПК_{\text{Б}}$ – ставка процента за банковский кредит, %; $C_{\text{НП}}$ – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; $ЗП_{\text{Б}}$ – уровень расходов по привлечению банковского кредита к его сумме, выраженный десятичной дробью.

Если предприятие не несет дополнительных затрат по привлечению банковского кредита или если эти расходы незначительны по отношению к сумме привлекаемых средств, то приведенная формула оценки используется без ее знаменателя (базовый ее вариант).

Управление стоимостью банковского кредита сводится к выявлению таких его предложений на финансовом рынке, которые эту стоимость минимизируют как по ставке процента за кредит, так и по другим условиям его привлечения (при неизменности привлекаемой суммы кредита и срока его использования).

- *Стоимость финансового лизинга* – одной из современных форм привлечения финансового кредита – определяется на основе ставки лизинговых платежей (лизинговой ставки). При этом следует учитывать, что эта ставка включает две составляющие: а) постепенный возврат суммы основного долга (он представляет собой годовую норму амортизации актива, привлеченного на условиях финансового лизинга, в соответствии

с которым после его оплаты он передается в собственность арендатору); б) стоимость непосредственного обслуживания лизингового долга. С учетом этих особенностей стоимость финансового лизинга оценивается по следующей формуле:

$$СФЛ = \frac{(ЛС - НА) \times (1 - С_{НП})}{1 - ЗП_{ФЛ}},$$

где СФЛ – стоимость заемного капитала, привлекаемого на условиях финансового лизинга, %; ЛС – годовая лизинговая ставка, %; НА – годовая норма амортизации актива, привлеченного на условиях финансового лизинга, %; С_{НП} – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; ЗП_{ФЛ} – уровень расходов по привлечению актива на условиях финансового лизинга к стоимости этого актива, выраженный десятичной дробью.

Управление стоимостью финансового лизинга основывается на двух критериях: а) стоимость финансового лизинга не должна превышать стоимости банковского кредита, предоставляемого на аналогичный период (иначе предприятию выгодней получить долгосрочный банковский кредит для покупки актива в собственность); б) в процессе использования финансового лизинга должны быть выявлены такие предложения, которые минимизируют его стоимость.

2. Стоимость заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии облигаций, оценивается на базе ставки купонного процента по ней, формирующего сумму периодических купонных выплат. Если облигация продается на иных условиях, то базой оценки выступает общая сумма дисконта по ней, выплачиваемая при погашении. В первом случае оценка осуществляется по формуле

$$СОЗ_{к} = \frac{СК \times (1 - С_{НП})}{1 - ЭЗ_{о}},$$

где СОЗ_к – стоимость заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии облигаций, %; СК – ставка купонного процента

по облигации, %; $C_{\text{НП}}$ – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; ЭЗ_0 – уровень эмиссионных затрат по отношению к объему эмиссии, выраженный десятичной дробью.

Во втором случае расчет стоимости производится по следующей формуле:

$$\text{СОЗ}_d = \frac{D_r \times (1 - C_{\text{НП}}) \times 100}{(H_0 - D_r) \times (1 - \text{ЭЗ}_0)},$$

где СОЗ_d – стоимость заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии облигаций, %; D_r – среднегодовая сумма дисконта по облигации; H_0 – номинал облигации, подлежащей погашению; $C_{\text{НП}}$ – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; ЭЗ_0 – уровень эмиссионных затрат по отношению к сумме привлеченных за счет эмиссии средств, выраженный десятичной дробью.

Управление стоимостью привлекаемого капитала в этом случае сводится к разработке соответствующей эмиссионной политики, обеспечивающей полную реализацию эмитируемых облигаций на условиях, не выше среднерыночных.

3. Стоимость товарного (коммерческого) кредита оценивается в разрезе двух форм его предоставления: а) краткосрочной отсрочки платежа; б) долгосрочной отсрочки платежа, оформленной векселем.

- *Стоимость товарного (коммерческого) кредита, предоставляемого в форме краткосрочной отсрочки платежа*, на первый взгляд представляется нулевой, так как в соответствии со сложившейся коммерческой практикой отсрочка расчетов за поставленную продукцию в пределах обусловленного срока (как правило, до одного месяца) дополнительной платой не облагается. Иными словами, внешне эта форма кредита выглядит как бесплатно предоставляемая поставщиком финансовая услуга.

Однако в реальности это не так. Стоимость каждого такого кредита оценивается размером скидки с цены продукции,

при осуществлении наличного платежа за нее. Если по условиям контракта отсрочка платежа допускается в пределах месяца со дня поставки (получения) продукции, а размер ценовой скидки за наличный платеж составляет 5 %, это и будет составлять месячную стоимость привлеченного товарного кредита, а в расчете на год эта стоимость будет составлять 60 %. Таким образом, на первый взгляд бесплатное предоставление такого товарного кредита может оказаться самым дорогим по стоимости привлечения источником заемного капитала.

Расчет стоимости товарного кредита, предоставляемого в форме краткосрочной отсрочки платежа, осуществляется по следующей формуле:

$$\text{СТК}_к = \frac{(\text{ЦС} \cdot 360) \cdot (1 - \text{С}_{\text{нп}})}{\text{ПО}},$$

где $\text{СТК}_к$ – стоимость товарного (коммерческого) кредита, предоставляемого на условиях краткосрочной отсрочки платежа, %; ЦС – размер ценовой скидки при осуществлении наличного платежа за продукцию («платежа против документов»), %; $\text{С}_{\text{нп}}$ – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; ПО – период предоставления отсрочки платежа за продукцию, в днях.

Учитывая, что стоимость привлечения этого вида заемного капитала носит скрытый характер, основу управления этой стоимостью составляет обязательная оценка ее в годовой ставке по каждому предоставляемому товарному (коммерческому) кредиту и ее сравнение со стоимостью привлечения аналогичного банковского кредита. Практика показывает, что во многих случаях выгодней взять банковский кредит для постоянной немедленной оплаты продукции и получения соответствующей ценовой скидки, чем пользоваться такой формой товарного (коммерческого) кредита.

- *Стоимость товарного (коммерческого) кредита в форме долгосрочной отсрочки платежа с оформлением векселем формируется на тех же условиях, что и банковского, однако*

должна учитывать при этом потерю ценовой скидки за наличный платеж за продукцию. Расчет стоимости этой формы товарного (коммерческого) кредита осуществляется по формуле

$$\text{СТК}_B = \frac{\text{ПК}_B \times (1 - C_{\text{НП}})}{1 - ЦС},$$

где СТК_B – стоимость товарного (коммерческого) кредита в форме долгосрочной отсрочки платежа с оформлением векселем, %; ПК_B – ставка процента за вексельный кредит, %; $C_{\text{НП}}$ – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; $ЦС$ – размер ценовой скидки, предоставляемой поставщиком при осуществлении наличного платежа за продукцию, выраженный десятичной дробью.

Управление стоимостью этой формы товарного кредита, как и банковской, сводится к поиску вариантов поставок аналогичной продукции, минимизирующих размеры этой стоимости.

4. Стоимость внутренней кредиторской задолженности предприятия при определении средневзвешенной стоимости капитала учитывается по нулевой ставке, так как представляет собой бесплатное финансирование предприятия за счет этого вида заемного капитала. Сумма этой задолженности условно приравнивается к собственному капиталу только при расчете норматива обеспеченности предприятия собственными оборотными средствами; во всех остальных случаях эта часть так называемых «устойчивых пассивов» рассматривается как краткосрочно привлеченный заемный капитал (в пределах одного месяца). Так как сроки выплат этой начисленной задолженности (по заработной плате, налогам, страхованию и т. п.) не зависят от предприятия, она не относится к управляемому финансированию с позиций оценки стоимости капитала.

С учетом оценки стоимости отдельных составных элементов заемного капитала и удельного веса каждого из этих элементов в общей его сумме может быть определена средневзвешенная стоимость заемного капитала предприятия.

6.3. Управление привлечением банковского кредита

В составе финансового кредита, привлекаемого предприятиями для расширения хозяйственной деятельности, приоритетная роль принадлежит банковскому кредиту. Этот кредит имеет широкую целевую направленность и привлекается в самых разнообразных видах. В последние годы в кредитовании предприятий принимают участие не только отечественные, но и зарубежные банки (особенно в кредитовании совместных предприятий с участием иностранного капитала).

Под банковским кредитом понимаются денежные средства, предоставляемые банком займы клиенту для целевого использования на установленный срок под определенный процент.

Банковский кредит предоставляется предприятиям на современном этапе в следующих основных видах.

1. Бланковый (необеспеченный) кредит под осуществление отдельных хозяйственных операций. Как правило, он предоставляется коммерческим банком, осуществляющим расчетно-кассовое обслуживание предприятия. Хотя формально он носит необеспеченный характер, но фактически обеспечивается размером дебиторской задолженности предприятия и его средствами на расчетном и других счетах в этом же банке. Кроме того, этот вид кредита является обычно «самоликвидирующимся», так как осуществленная при его посредстве хозяйственная операция генерирует при ее завершении денежный поток, достаточный для его полного погашения. Этот вид кредита предоставляется, как правило, только на краткосрочный период.

2. Контокоррентный кредит (овердрафт). Этот вид кредита предоставляется банком обычно под обеспечение, но это требование не является обязательным. При предоставлении этого кредита банк открывает предприятию контокоррентный счет, на котором учитываются как кредитные, так и расчетные его операции. Контокоррентный счет используется в качестве источника кредита в объеме, не превышающем установленное

в кредитном договоре максимальное отрицательное сальдо (контокоррентный лимит). По отрицательному остатку контокоррентного счета предприятие уплачивает банку установленный кредитный процент; при этом договором может быть определено, что по положительному остатку этого счета банк начисляет предприятию депозитный процент. Сальдирование поступлений и выплат по контокоррентному счету предприятия происходит через установленные договором промежутки времени с расчетами кредитных платежей.

3. Сезонный кредит с ежемесячной амортизацией долга. Этот вид кредита предоставляется обычно на формирование переменной части оборотных активов на период их возрастания в связи с сезонными потребностями предприятия. Его особенность заключается в том, что наряду с ежемесячным обслуживанием этого кредита (ежемесячной выплатой процента по нему) кредитным договором предусматривается и ежемесячная амортизация (погашение) основной суммы долга. График такой амортизации долга по размерам увязан с объемом снижения сезонной потребности предприятия в денежных средствах. Преимущество данного вида кредита заключается в эффективном использовании полученных финансовых ресурсов в размерах, обусловленных реальными потребностями предприятия.

4. Открытие кредитной линии. Так как потребность в краткосрочном банковском кредите не всегда может быть предусмотрена с привязкой к конкретным срокам его использования, договор о нем предприятие может оформить с банком предварительно в форме открытия кредитной линии. В этом договоре обуславливаются сроки, условия и предельная сумма предоставления банковского кредита, когда в нем возникает реальная потребность. Как правило, банк устанавливает размер комиссионного вознаграждения (комиссионный процент) за свои финансовые обязательства по предоставлению кредита в объеме неиспользуемого лимита

кредитной линии. Для предприятия преимущество данного вида кредита заключается в том, что оно использует заемные средства в строгом соответствии со своими реальными потребностями в них. Обычно кредитная линия открывается на срок до одного года. Особенностью этого вида банковского кредита является то, что он не носит характер безусловного контрактного обязательства и может быть аннулирован банком при ухудшении финансового состояния предприятия-клиента.

5. Револьверный (автоматически возобновляемый) кредит. Он характеризует один из видов банковского кредита, предоставляемого на определенный период, в течение которого разрешается как поэтапная «выборка» кредитных средств, так и поэтапное частичное или полное погашение обязательств по нему (амортизация суммы основного долга). Внесенные в счет погашения обязательств средства могут вновь заимствоваться предприятием в течение периода действия кредитного договора (в пределах установленного кредитного лимита). Выплата оставшейся непогашенной суммы основного долга и оставшихся процентов по нему производится по истечении срока действия кредитного договора. Преимуществом этого вида кредита в сравнении с открытием кредитной линии являются минимальные ограничения, накладываемые банком, хотя уровень процентной ставки по нему обычно выше.

6. Онкольный кредит. Особенностью этого вида кредита является то, что он предоставляется заемщику без указания срока его использования (в рамках краткосрочного кредитования) с обязательством последнего погасить его по первому требованию кредитора. При погашении этого кредита обычно предоставляется льготный период (по действующей практике — до трех дней).

7. Ломбардный кредит. Такой кредит может быть получен предприятием под заклад высоколиквидных активов (векселей, государственных краткосрочных облигаций и т. п.), которые на период кредитования передаются банку. Размер

кредита в этом случае соответствует определенной (но не всей) части стоимости переданных в залог активов. Как правило, этот вид кредита носит краткосрочный характер.

8. Ипотечный кредит. Такой кредит может быть получен от банков, специализирующихся на выдаче долгосрочных займов под залог основных средств или имущественного комплекса предприятий в целом («ипотечных банков»). Предприятие, передающее в залог свое имущество, обязано застраховать его в полном объеме в пользу банка. При этом заложенное в банке имущество продолжает использоваться предприятием. В условиях резкого сокращения выдачи предприятиям необеспеченных банковских займов ипотечный кредит становится основной формой долгосрочного банковского кредитования.

9. Ролloverный кредит. Он представляет собой один из видов долгосрочного кредита с периодически пересматриваемой процентной ставкой (т. е. с перманентным «перекредитованием» в связи с изменением конъюнктуры финансового рынка). В европейской практике предоставления ролloverных кредитов пересмотр процентной ставки осуществляется один раз в квартал или полугодие (в условиях высокой инфляции и частой смены учетной ставки центрального банка периодичность пересмотра процентных ставок за кредит может быть более частой).

10. Консорциумный (консорциальный) кредит. Кредитная политика банка, система установленных нормативов кредитования или высокий уровень риска иногда не позволяют ему в полной мере удовлетворить высокую потребность предприятия-клиента в кредите. В этом случае банк, обслуживающий предприятие, может привлечь к кредитованию своего клиента другие банки (союз банков для осуществления таких кредитных операций носит название «консорциум»). После заключения с предприятием-клиентом кредитного договора банк аккумулирует средства других банков и передает

их заемщику, соответственно распределяя сумму процентов при обслуживании долга. За организацию консорциумного кредита ведущий (обслуживающий клиента) банк получает определенное комиссионное вознаграждение.

Многообразие видов и условий привлечения банковского кредита определяют необходимость эффективного управления этим процессом на предприятиях с высоким объемом потребности в этом виде заемных финансовых средств. В этом случае цели и политика привлечения заемного капитала конкретизируются с учетом особенностей банковского кредитования, выделяясь при необходимости в самостоятельный вид финансовой политики предприятия.

Политика привлечения банковского кредита представляет собой часть общей политики привлечения заемных средств, конкретизирующей условия привлечения, использования и обслуживания банковского кредита.

Разработка политики привлечения банковского кредита осуществляется по следующим основным этапам.

1. Определение целей использования привлекаемого банковского кредита. Так как различные виды банковского кредита в полной мере могут удовлетворить весь спектр потребностей предприятия в заемных средствах (в этом проявляется универсальность банковского кредита), цели его использования вытекают из общих целей привлечения заемного капитала, рассмотренных ранее.

2. Оценка собственной кредитоспособности. Разрабатываемая предприятием политика привлечения банковского кредита должна корреспондировать по основным своим параметрам с соответствующими параметрами кредитной политики банков. В составе параметров кредитной политики банков одно из основных мест принадлежит оценке уровня кредитоспособности заемщиков, определяющего дифференциацию условий кредитования клиентов. Для того чтобы предприятие могло определить базу переговоров с банками об условиях

кредитования, оно должно предварительно оценить уровень своей кредитоспособности.

В современной банковской практике оценка уровня кредитоспособности заемщиков при дифференциации условий их кредитования исходит из двух основных критериев:

- 1) уровня финансового состояния предприятия;
- 2) характера погашения предприятием ранее полученных им кредитов – как процентов по ним, так и основного долга.

Уровень финансового состояния предприятия оценивается системой ранее рассмотренных финансовых коэффициентов, среди которых основное внимание уделяется коэффициентам платежеспособности, финансовой устойчивости и рентабельности.

Характер погашения заемщиком ранее полученных кредитов предусматривает три уровня оценки:

1) *хороший*, если задолженность по кредиту и проценты по нему выплачиваются в установленные сроки, а также при пролонгации кредита не более одного раза на срок не выше 90 дней;

2) *слабый*, если просроченная задолженность по кредиту и процентов по нему составляет не более 90 дней, а также при пролонгации кредита на срок более 90 дней, но с обязательным текущим его обслуживанием (выплатой процентов по нему);

3) *недостаточный*, если просроченная задолженность по кредиту и процентов по нему составляет более 90 дней, а также при пролонгации кредита на срок свыше 90 дней без выплаты процентов по нему.

С этих позиций предприятие должно оценивать уровень своей кредитоспособности при необходимости получения кредита в отечественных банках.

Зарубежные банки оценивают кредитоспособность заемщиков по более сложной системе характеристик и показателей. Используемые в этих целях системы «6С» и «COMPARI»

основаны на оценках репутации заемщика; размера и состава используемого им капитала; суммы и цели привлечения кредита; уровня обеспеченности кредита; срока использования заемных средств, условий конъюнктуры рынка, на котором заемщик осуществляет свою хозяйственную деятельность, и других характеристиках, излагаемых в составе кредитного меморандума конкретного банка.

Результаты оценки кредитоспособности получают свое отражение в присвоении заемщику соответствующего кредитного рейтинга (группы кредитного риска), в соответствии с которым дифференцируются условия кредитования. Уровень этого кредитного рейтинга предприятие может предварительно определить самостоятельно, руководствуясь соответствующими методами его оценки коммерческими банками.

3. Выбор необходимых видов привлекаемого банковского кредита. Этот выбор определяется в основном следующими условиями:

- целями использования кредита;
- периодом намечаемого использования заемных средств;
- определенностью сроков начала и окончания использования привлекаемых средств;
- возможностями обеспечения привлекаемого кредита.

В соответствии с установленным перечнем видов привлекаемого кредита предприятие проводит изучение и оценку коммерческих банков, которые могут предоставить ему эти виды кредитов. Оценка таких банков проводится лишь по привлекательности их кредитной политики; рейтинг банка, рассчитанный по другим показателям его деятельности, в данном случае не является определяющим и может служить лишь вспомогательным ориентиром при его оценке.

4. Изучение и оценка условий осуществления банковского кредитования в разрезе видов кредитов. Этот этап формирования политики привлечения банковских кредитов является наиболее

трудоемким и ответственным в силу многообразия оцениваемых условий и осуществления многочисленных расчетов.

Предельный размер кредита коммерческие банки устанавливают в соответствии с кредитным рейтингом клиента и действующей системой обязательных экономических нормативов, утверждаемых центральным банком. При осуществлении кредитной политики коммерческие банки руководствуются в этом вопросе следующими видами обязательных экономических нормативов:

- максимальный размер риска на одного заемщика (или группу связанных заемщиков);
- максимальный размер крупных кредитных рисков;
- максимальный размер кредитов, предоставляемых банком своим акционерам или пайщикам;
- максимальный размер кредитов, предоставляемых банком своим инсайдерам.

Кроме этих обязательных экономических нормативов кредитной деятельности каждый коммерческий банк устанавливает обычно собственную систему лимитов суммы отдельных видов кредита.

Предельный срок кредита каждый коммерческий банк устанавливает в соответствии со своей кредитной политикой в форме лимитных периодов предоставления отдельных видов кредита.

Валюта кредита имеет для предприятия-заемщика значимость только в том случае, если оно ведет внешнеэкономические операции. При осуществлении таких операций предприятие может нуждаться в кредитах в иностранной валюте. Мультивалютные формы кредита (его предоставление одновременно в нескольких видах иностранных валют) в практике кредитования предприятий встречаются крайне редко.

Уровень кредитной ставки является определяющим условием при оценке кредитной привлекательности коммерческих банков. В его основе лежит стоимость межбанковского

кредита, формируемая на базе учетной ставки центрального банка страны и средней маржи коммерческих банков (в зарубежной практике в этих целях используется ставка LIBOR, которая ежедневно фиксируется в одиннадцать часов по Гринвичу участниками Лондонского межбанковского рынка), прогнозируемого темпа инфляции, вида кредита и его срока, уровня премии за риск с учетом финансового состояния заемщика и предоставляемого им обеспечения ссуды.

Форма кредитной ставки отражает уровень ее динамики на протяжении кредитного периода. Так, банковский кредит может предоставляться на условиях фиксированной или плавающей кредитной ставки. Фиксированная кредитная ставка используется обычно при краткосрочном кредитовании предприятий; она позволяет более точно определять стоимость банковского кредита, прогнозировать поток платежей по его обслуживанию.

Вид кредитной ставки играет существенную роль в определении стоимости банковского кредита. По применяемым видам различают процентную (для наращивания суммы долга) и учетную (для дисконтирования суммы долга) кредитные ставки. Если размер этих ставок одинаков, то предпочтение должно быть отдано предприятием процентной ставке, так как в этом случае его платежи по обслуживанию долга (а соответственно, и стоимость кредита) будут меньшими.

Условия выплаты процента характеризуются сроками его уплаты. Эти условия сводятся к трем принципиальным вариантам: 1) выплате всей суммы процента в момент предоставления кредита; 2) выплате суммы процента по кредиту равными частями (обычно в форме аннуитета); 3) выплате всей суммы процента в момент погашения основной суммы долга. При прочих равных условиях наиболее предпочтительным для предприятия является третий вариант.

Условия погашения (амортизации) основного долга также оказывают существенное влияние как на стоимость, так и

на размер реально используемых кредитных средств. Существуют три принципиальных варианта амортизации основного долга: 1) определенными частями в процессе кредитного периода; 2) сразу же после окончания кредитного периода; 3) после окончания срока кредитования с предоставлением льготного периода для погашения долга. Естественно, при прочих равных условиях наиболее предпочтительным для предприятия является последний вариант.

Формы обеспечения кредита определяют в основном его стоимость: чем надежнее обеспечение кредита, тем ниже уровень его стоимости при прочих равных условиях за счет дифференциации размера премии за риск. Вместе с тем одна из форм обеспечения кредита определяет и реальный размер используемых кредитных средств. Речь идет о требовании банка держать без использования определенную часть полученного кредита (обычно в размере 10 %) в виде компенсационного остатка денежных активов на расчетном счете предприятия. В этом случае не только возрастает реальная стоимость банковского кредита (так как процент выплачивается по всей его сумме), но и соответственно уменьшается на размер компенсационного остатка сумма используемых предприятием кредитных средств.

Таким образом, основными условиями, повышающими стоимость банковского кредита и снижающими реальный размер используемых предприятием кредитных средств, являются:

- применение в расчетах кредитного процента учетной (дисконтной) ставки;
- авансовый платеж суммы процента по кредиту;
- частичная амортизация суммы основного долга на протяжении кредитного периода;
- хранение определенной суммы привлеченных кредитных средств в форме компенсационного остатка денежных активов.

Эти неблагоприятные для предприятия условия банковского кредитования должны быть компенсированы ему путем снижения уровня используемой кредитной ставки по сравнению со среднерыночным ее уровнем (по аналогичным видам кредитов).

В этих целях в процессе оценки условий осуществления банковского кредитования в разрезе видов кредитов используется специальный показатель – «*грант-элемент*», позволяющий сравнивать стоимость привлечения финансового кредита на условиях отдельных коммерческих банков со средними условиями на финансовом рынке (соответственно, на рынке денег или рынке капитала в зависимости от продолжительности кредитного периода). Расчет этого показателя осуществляется по следующей формуле:

$$\Gamma \text{Э} = 100 - \sum_{i=1}^n \frac{\text{ПР} + \text{ОД}}{\text{БК}(1+i)^n} \times 100,$$

где $\Gamma \text{Э}$ – показатель грант-элемента, характеризующий размер отклонений стоимости конкретного финансового кредита на условиях, предложенных коммерческим банком, от среднерыночной стоимости аналогичных кредитных инструментов, в процентах; ПР – сумма уплачиваемого процента в конкретном интервале (i) кредитного периода; ОД – сумма амортизируемого основного долга в конкретном интервале (i) кредитного периода; БК – общая сумма банковского кредита, привлекаемого предприятием; i – средняя ставка процента за кредит, сложившаяся на финансовом рынке по аналогичным кредитным инструментам, выраженная десятичной дробью; n – конкретный интервал кредитного периода, по которому осуществляется платеж средств коммерческому банку; t – общая продолжительность кредитного периода, выраженная числом входящих в него интервалов.

Так как грант-элемент сравнивает отклонение стоимости привлечения конкретного кредита от среднерыночной

(выраженное в процентах к сумме кредита), его значения могут характеризоваться как положительной, так и отрицательной величинами. Ранжируя значения грант-элемента, можно оценить уровень эффективности условий привлечения предприятием финансового кредита в соответствии с предложениями отдельных коммерческих банков.

5. Выравнивание кредитных условий в процессе заключения кредитного договора. Термин «выравнивание» характеризует процесс приведения условий конкретного кредитного договора в соответствие со средними условиями покупки-продажи кредитных инструментов на финансовом рынке. «Выравнивание» кредитных условий осуществляется в процессе переговоров с представителями конкретных коммерческих банков при подготовке проекта кредитного договора. В качестве основного критерия при проведении процесса «выравнивания» кредитных условий используются показатель «грант-элемент» и эффективная ставка процента на кредитном рынке.

6. Обеспечение условий эффективного использования банковского кредита. Так как банковский кредит представляет в современных условиях один из наиболее дорогих видов привлекаемого заемного капитала, обеспечению условий эффективного его использования на предприятии должно уделяться первостепенное внимание. Критерием такой эффективности выступают следующие условия:

- уровень кредитной ставки по краткосрочному банковскому кредиту должен быть ниже уровня рентабельности хозяйственных операций, для осуществления которых он привлекается;
- уровень кредитной ставки по долгосрочному банковскому кредиту должен быть ниже коэффициента рентабельности активов, иначе эффект финансового левериджа будет иметь отрицательное значение.

7. Организация контроля за текущим обслуживанием банковского кредита. Текущее обслуживание банковского кредита

заключается в своевременной уплате процентов по нему в соответствии с условиями заключенных кредитных договоров. Эти платежи включаются в разрабатываемый предприятием платежный календарь и контролируются в процессе мониторинга его текущей финансовой деятельности.

8. Обеспечение своевременной и полной амортизации суммы основного долга по банковским кредитам. Способы амортизации суммы основного долга зависят от предусмотренных кредитным договором условий его погашения. По требованиям этого договора (или по инициативе заемщика) на предприятиях может заблаговременно создаваться специальный фонд погашения кредита, платежи в который осуществляются по разработанному графику. На средства этого фонда, хранимые в коммерческом банке, начисляется депозитный процент.

Инвестиционная деятельность характеризует процесс обоснования и реализации наиболее эффективных форм вложения капитала, направленных на расширение экономического потенциала предприятия.

Инвестиционная деятельность предприятия имеет свои особенности.

1. Она является главной формой реализации экономической стратегии предприятия, обеспечения роста его операционной деятельности. Практически все задачи экономического развития предприятия требуют расширения объема или обновления состава его операционных активов. Этот прирост активов и их обновление осуществляются в процессе различных форм инвестиционной деятельности предприятия. Инвестиционная политика предприятия является неотъемлемой составной частью общей стратегии его экономического развития.

2. Объемы инвестиционной деятельности предприятия являются главным измерителем темпов экономического его развития. Для характеристики этих объемов используются два показателя: 1) сумма валовых инвестиций; 2) сумма чистых инвестиций предприятия. *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 периоде:

$$\text{ЧИ} = \text{ВИ} - \text{АО},$$

где ЧИ – сумма чистых инвестиций предприятия в определенном периоде; ВИ – сумма валовых инвестиций предприятия в рассматриваемом периоде; АО – сумма амортизационных отчислений предприятия в рассматриваемом периоде.

Динамика показателя чистых инвестиций отражает характер экономического развития предприятия, потенциал формирования его прибыли. Если сумма чистых инвестиций предприятия составляет отрицательную величину (т. е. если объем валовых инвестиций меньше суммы амортизационных отчислений), это свидетельствует о снижении производственного его потенциала и экономической базы формирования его прибыли (такая ситуация характеризует предприятие, «проедающее свой капитал»). Если сумма чистых инвестиций равна нулю (т. е. если объем валовых инвестиций равен сумме амортизационных отчислений), это означает отсутствие экономического роста предприятия и базы возрастания его прибыли, так как его производственный потенциал остается при этом неизменным (такая ситуация характеризует предприятие, «топчущееся на месте»). И наконец, если сумма чистых инвестиций составляет положительную величину (т. е. объем валовых инвестиций превышает сумму амортизационных отчислений), это означает, что обеспечивается расширенное воспроизводство внеоборотных операционных активов предприятия и возрастание экономической базы

формирования его прибыли (такая ситуация характеризует «растущее предприятие»).

3. Инвестиционная деятельность носит подчиненный характер по отношению к целям и задачам операционной деятельности предприятия. Несмотря на то что отдельные формы инвестиций предприятия могут генерировать на отдельных этапах его развития большую прибыль, чем операционная деятельность, главной стратегической задачей предприятия является развитие операционной деятельности и обеспечение условий возрастания формируемой им операционной прибыли. Инвестиционная деятельность предприятия призвана обеспечивать рост формирования его операционной прибыли в перспективном периоде по двум направлениям: 1) *путем обеспечения возрастания операционных доходов* за счет увеличения объема производственно-коммерческой деятельности (строительство новых филиалов, расширение объема реализации продукции за счет инвестирования в новые производства и т. п.); 2) *путем обеспечения снижения удельных операционных затрат* (своевременная замена физически изношенного оборудования; обновление морально устаревших видов производственных основных средств и нематериальных активов и т. п.).

4. Объемы инвестиционной деятельности предприятия характеризуются существенной неравномерностью по отдельным периодам. Цикличность масштабов этой деятельности определяется рядом условий: необходимостью предварительного накопления финансовых средств (инвестиционных ресурсов) для начала реализации отдельных крупных инвестиционных проектов; использованием благоприятных внешних условий осуществления инвестиционной деятельности (на отдельных этапах экономического развития страны «инвестиционный климат» резко снижает эффективность этой деятельности); постепенностью формирования внутренних условий для существенных «инвестиционных рывков»

(сформированный предприятием потенциал внеоборотных операционных активов имеет обычно достаточный «запас прочности», т. е. обладает резервами повышения его производственного использования до определенных пределов; лишь при достижении таких пределов прирост объемов операционной деятельности вызывает необходимость возрастания этих активов).

5. Формы и методы инвестиционной деятельности в гораздо меньшей степени зависят от отраслевых особенностей предприятия, чем операционная его деятельность.

Эта связь опосредствуется только объектами инвестирования. Механизм же этой деятельности практически идентичен на предприятиях любой отраслевой направленности. Это определяется тем, что инвестиционная деятельность предприятия осуществляется преимущественно в тесной связи с финансовым рынком (рынком капитала и рынком денег), в то время как операционная деятельность осуществляется преимущественно в конкретных сегментах товарного рынка.

6. Инвестиционной деятельности предприятия присущи свои специфические виды рисков, объединяемые понятием «инвестиционный риск». Уровень инвестиционного риска обычно значительно превышает уровень операционного (коммерческого) риска. Это связано с тем, что в процессе инвестиционной деятельности риск потери капитала (т. е. «катастрофический риск») имеет большую вероятность возникновения, чем в процессе операционной деятельности. Механизм формирования уровня инвестиционной прибыли строится в тесной связи с уровнем инвестиционного риска.

7. Инвестиционная прибыль предприятия в процессе его инвестиционной деятельности формируется обычно со значительным «лагом запаздывания». Это означает, что между затратами инвестиционных ресурсов (инвестиционными затратами) и получением инвестиционной прибыли проходит обычно достаточно большой период времени, что определяет

долговременный характер этих затрат. Дифференциация размера «лага запаздывания» зависит от форм протекания инвестиционного процесса.

При *последовательном* протекании инвестиционного процесса инвестиционная прибыль формируется сразу же после завершения инвестирования средств; при *параллельном* его протекании формирование инвестиционной прибыли возможно еще до полного завершения процесса инвестирования средств; при *интервальном* его протекании между периодом завершения инвестирования средств и формированием инвестиционной прибыли проходит определенное время.

8. В процессе инвестиционной деятельности денежные потоки существенно различаются в отдельные периоды по своей направленности.

Контрольные вопросы

1. Выделите основные этапы процесса формирования политики привлечения предприятием заемных средств.
2. Каковы особенности оценки стоимости заемного капитала?
3. Как определяется стоимость финансового кредита?
4. Что такое банковский кредит и какие виды кредита вы знаете?
5. Опишите этапы политики привлечения банковского кредита.

Глава 7. УПРАВЛЕНИЕ РЕАЛЬНЫМИ ИНВЕСТИЦИЯМИ

7.1. Формы реальных инвестиций и особенности управления ими

Основу инвестиционной деятельности предприятия составляет реальное инвестирование. На большинстве предприятий это инвестирование является в современных условиях единственным направлением инвестиционной деятельности. Это определяет высокую роль управления реальными инвестициями в системе инвестиционной деятельности предприятия.

Особенности осуществления реальных инвестиций

1. Реальное инвестирование является главной формой реализации стратегии экономического развития предприятия. Основная цель этого развития обеспечивается осуществлением высокоэффективных реальных инвестиционных проектов, а сам процесс стратегического развития предприятия представляет собой не что иное, как совокупность реализуемых во времени этих инвестиционных проектов. Именно эта форма инвестирования позволяет предприятию успешно проникать на новые товарные и региональные рынки, обеспечивать постоянное возрастание своей рыночной стоимости.

2. Реальное инвестирование находится в тесной взаимосвязи с операционной деятельностью предприятия. Задачи увеличения объема производства и реализации продукции, расширения ассортимента производимых изделий и повышения их качества, снижения текущих операционных затрат решаются, как правило, в результате реального инвестирования. В свою очередь, от реализованных предприятием реальных инвестиционных проектов во многом зависят параметры будущего операционного процесса, потенциал возрастания объемов его операционной деятельности.

3. Реальные инвестиции обеспечивают, как правило, более высокий уровень рентабельности в сравнении с финансовыми инвестициями. Эта способность генерировать большую норму прибыли является одним из побудительных мотивов к предпринимательской деятельности в реальном секторе экономики.

4. Реализованные реальные инвестиции обеспечивают предприятию устойчивый чистый денежный поток. Этот чистый денежный поток формируется за счет амортизационных отчислений от основных средств и нематериальных активов даже в те периоды, когда эксплуатация реализованных инвестиционных проектов не приносит предприятию прибыль.

5. Реальные инвестиции подвержены высокому уровню риска морального старения. Этот риск сопровождает инвестиционную деятельность как на стадии реализации реальных инвестиционных проектов, так и на стадии постинвестиционной их эксплуатации. Стремительный технологический прогресс сформировал тенденцию к увеличению уровня этого риска в процессе реального инвестирования.

6. Реальные инвестиции имеют высокую степень противоинфляционной защиты. Опыт показывает, что в условиях инфляционной экономики темпы роста цен на многие объекты реального инвестирования не только соответствуют, но во многих случаях даже обгоняют темпы роста инфляции, реализуя ажиотажный инфляционный спрос предпринимателей на материализованные объекты предпринимательской деятельности.

7. Реальные инвестиции являются наименее ликвидными. Это связано с узкоцелевой направленностью большинства форм этих инвестиций, практически не имеющих в незавершенном виде альтернативного хозяйственного применения. В связи с этим компенсировать в финансовом отношении неверные управленческие решения, связанные с началом осуществления реальных инвестиций, крайне сложно.

Основные формы инвестиций, осуществляемые предприятиями

1. Приобретение целостных имущественных комплексов.

Оно представляет собой инвестиционную операцию крупных предприятий, обеспечивающую отраслевую, товарную или региональную диверсификацию их деятельности. Эта форма реальных инвестиций обеспечивает обычно «эффект синергизма», который заключается в возрастании совокупной стоимости активов обоих предприятий (в сравнении с их балансовой стоимостью) за счет возможностей более эффективного использования их общего финансового потенциала, взаимодополнения технологий и номенклатуры выпускаемой продукции, возможностей снижения уровня операционных затрат, совместного использования сбытовой сети на различных региональных рынках и других аналогичных факторов.

2. Новое строительство. Оно представляет собой инвестиционную операцию, связанную со строительством нового объекта с законченным технологическим циклом по индивидуально разработанному или типовому проекту на специально отводимых территориях. К новому строительству предприятие прибегает при кардинальном увеличении объемов своей операционной деятельности в предстоящем периоде, ее отраслевой, товарной или региональной диверсификации (создании филиалов, дочерних предприятий и т. п.).

3. Реконструкция. Она представляет собой инвестиционную операцию, связанную с существенным преобразованием всего производственного процесса на основе современных научно-технических достижений. Ее осуществляют в соответствии с комплексным планом реконструкции предприятия в целях радикального увеличения его производственного потенциала, существенного повышения качества выпускаемой продукции, внедрения ресурсосберегающих технологий и т. п. В процессе реконструкции может осуществляться расширение отдельных производственных зданий и помещений (если новое технологическое оборудование не может

быть размещено в действующих помещениях); строительство новых зданий и сооружений того же назначения вместо ликвидируемых на территории действующего предприятия, дальнейшая эксплуатация которых по технологическим или экономическим причинам признана нецелесообразной.

4. Модернизация. Она представляет собой инвестиционную операцию, связанную с совершенствованием и приведением активной части производственных основных средств в состояние, соответствующее современному уровню осуществления технологических процессов, путем конструктивных изменений основного парка машин, механизмов и оборудования, используемых предприятием в процессе операционной деятельности.

5. Обновление отдельных видов оборудования. Оно представляет собой инвестиционную операцию, связанную с заменой (в связи с физическим износом) или дополнением (в связи с ростом объемов деятельности или необходимостью повышения производительности труда) имеющегося парка оборудования отдельными новыми их видами, не меняющими общей схемы осуществления технологического процесса. Обновление отдельных видов оборудования характеризует в основном процесс простого воспроизводства активной части производственных основных средств.

6. Инновационное инвестирование в нематериальные активы. Оно представляет собой инвестиционную операцию, направленную на использование в операционной и других видах деятельности предприятия новых научных и технологических знаний в целях достижения коммерческого успеха. Инновационные инвестиции в нематериальные активы осуществляются в двух основных формах: а) приобретение готовой научно-технической продукции и др. (патентов на научные открытия, изобретения, промышленные образцы и товарные знаки; ноу-хау; лицензий на франчайзинг и т. п.); б) разработка новой научно-технической продукции (как в рамках самого

предприятия, так и по его заказу соответствующими инжиниринговыми фирмами). Осуществление инновационного инвестирования в нематериальные активы позволяет существенно повысить технологический потенциал предприятия во всех сферах его хозяйственной деятельности.

7. Инвестирование прироста запасов материальных оборотных активов. Оно представляет собой инвестиционную операцию, направленную на расширение объема используемых операционных оборотных активов предприятия, обеспечивающую тем самым необходимую пропорциональность (сбалансированность) в развитии внеоборотных и оборотных операционных активов в результате осуществления инвестиционной деятельности. Необходимость этой формы инвестирования связана с тем, что любое расширение производственного потенциала, обеспечиваемое ранее рассмотренными формами реального инвестирования, определяет возможность выпуска дополнительного объема продукции. Однако эта возможность может быть реализована только при соответствующем расширении объема использования материальных оборотных активов отдельных видов (запасов сырья, материалов, полуфабрикатов, малоценных и быстроизнашивающихся предметов и т. п.).

Все перечисленные формы реального инвестирования могут быть сведены к трем основным его направлениям: *капитальному инвестированию*, или *капитальным вложениям* (первые пять форм), *инновационному инвестированию* (шестая форма) и *инвестированию прироста оборотных активов* (седьмая форма).

Выбор конкретных форм реального инвестирования предприятия определяется задачами отраслевой, товарной и региональной диверсификации его деятельности (направленными на расширение объема операционного дохода), возможностями внедрения новых ресурсо- и трудосберегающих технологий (направленными на снижение уровня

операционных затрат), а также потенциалом формирования инвестиционных ресурсов (денежных и иных активов, привлекаемых для осуществления вложений в объекты реального инвестирования).

Специфический характер реального инвестирования и его форм предопределяют некоторые особенности его осуществления на предприятии. При высокой инвестиционной активности предприятия с целью повышения эффективности управления реальными инвестициями разрабатывается специальная политика такого управления.

Политика управления реальными инвестициями представляет собой часть общей инвестиционной политики предприятия, обеспечивающая подготовку, оценку и реализацию наиболее эффективных реальных инвестиционных проектов.

Процесс формирования политики управления реальными инвестициями предприятия осуществляется в разрезе следующих основных этапов.

1. Анализ состояния реального инвестирования в предшествующем периоде. В процессе этого анализа оценивается уровень инвестиционной активности предприятия в предшествующем периоде и степень завершенности начатых ранее реальных инвестиционных проектов и программ.

На первой стадии анализа изучается динамика общего объема инвестирования капитала в прирост реальных активов, удельный вес реального инвестирования в общем объеме инвестиций предприятия в предплановом периоде.

На второй стадии анализа рассматривается степень реализации отдельных инвестиционных проектов и программ, уровень освоения инвестиционных ресурсов, предусмотренных на эти цели, в разрезе объектов реального инвестирования.

На третьей стадии анализа определяется уровень завершенности начатых ранее реальных инвестиционных проектов и программ, уточняется необходимый объем инвестиционных ресурсов для полного их завершения.

2. Определение общего объема реального инвестирования в предстоящем периоде. Основой определения этого показателя является планируемый объем прироста основных средств предприятия в разрезе отдельных их видов, а также нематериальных и оборотных активов, обеспечивающий прирост объемов его производственно-коммерческой деятельности. Объем этого прироста уточняется с учетом динамики объема ранее неоконченного капитального строительства (незавершенных капитальных вложений).

3. Определение форм реального инвестирования. Эти формы определяются исходя из конкретных направлений инвестиционной деятельности предприятия, обеспечивающих воспроизводство его основных средств и нематериальных активов, а также расширение объема собственных оборотных активов.

4. Подготовка бизнес-планов реальных инвестиционных проектов. Все формы крупнообъемных реальных инвестиций (кроме обновления отдельных видов механизмов и оборудования в связи с их износом) рассматриваются как реальные инвестиционные проекты. Подготовка таких инвестиционных проектов требует разработки их бизнес-планов. Для небольших реальных инвестиционных проектов допускается разработка краткого варианта бизнес-плана (с изложением только тех разделов, которые прямо определяют целесообразность их осуществления).

5. Оценка эффективности отдельных реальных инвестиционных проектов. Такая оценка осуществляется на основе использования специальной системы показателей: чистого приведенного дохода, периода окупаемости и других, которые следует рассматривать в комплексе. Реальные инвестиционные проекты, уровень эффективности которых не отвечает критериям разработанной инвестиционной политики предприятия, должны быть отклонены.

6. Формирование портфеля реальных инвестиций. Отобранные в процессе оценки эффективности реальные инвестиционные проекты подлежат дальнейшему рассмотрению с позиций уровня рисков их реализации и других показателей, связанных с целями их осуществления. На основе такой всесторонней оценки с учетом планового объема инвестиционных ресурсов предприятие формирует свой портфель реальных инвестиций на предстоящий период. Если этот портфель сформирован по определяющей приоритетной цели (максимизация доходности, минимизация инвестиционного риска и т. п.), то необходимости в дальнейшей оптимизации портфеля реальных инвестиций не возникает. Если же предусматривается сбалансированность отдельных целей, то портфель оптимизируется по различным целевым критериям для достижения их сбалансированности, после чего принимается к непосредственной реализации.

7. Обеспечение реализации отдельных инвестиционных проектов и инвестиционных программ. Основными документами, обеспечивающими реализацию каждого конкретного реального инвестиционного проекта, являются капитальный бюджет и календарный график реализации инвестиционного проекта.

Капитальный бюджет разрабатывается, обычно, на период до одного года и отражает все расходы и поступления средств, связанные с реализацией реального проекта.

Календарный график реализации инвестиционного проекта (программы) определяет базовые периоды времени выполнения отдельных видов работ и возложение ответственности исполнения (а соответственно, и рисков невыполнения отдельных этапов работ) на конкретных представителей заказчика (предприятия) или подрядчика в соответствии с их функциональными обязанностями, изложенными в контракте на выполнение работ.

7.2. Виды инвестиционных проектов и требования к их разработке

Все формы реального инвестирования проходят три основные стадии (фазы), составляющие в совокупности цикл этого инвестирования:

1) *предынвестиционная стадия*, в процессе которой разрабатываются варианты альтернативных инвестиционных решений, проводится их оценка и принимается к реализации конкретный их вариант;

2) *инвестиционная стадия*, в процессе которой осуществляется непосредственная реализация принятого инвестиционного решения;

3) *постинвестиционная стадия*, в процессе которой обеспечивается контроль за достижением предусмотренных параметров инвестиционных решений в процессе эксплуатации объекта инвестирования.

Основу предынвестиционной стадии цикла реального инвестирования составляет подготовка инвестиционного проекта (аналогом этого термина выступают «бизнес-план», «техничко-экономическое обоснование» и др.).

Инвестиционный проект представляет собой основной документ, определяющий необходимость осуществления реального инвестирования, в котором в общепринятой последовательности излагаются основные характеристики проекта и финансовые показатели, связанные с его реализацией.

Для таких форм реального инвестирования, как обновление отдельных видов оборудования, приобретение отдельных видов нематериальных активов, увеличение запасов материальных оборотных активов, которые, как правило, не требуют высоких инвестиционных затрат, обоснование инвестиционных проектов носит форму внутреннего служебного документа (докладной записки, заявки и т. п.), в котором излагаются мотивация, объектная направленность, необходимый объем инвестирования, а также ожидаемая его эффективность.

При осуществлении таких форм реального инвестирования, как приобретение целостных имущественных комплексов, новое строительство, реконструкция и широкомасштабная модернизация предприятия, требования к подготовке инвестиционного проекта существенно возрастают. Это связано с тем, что в современных экономических условиях предприятия не могут обеспечить свое стратегическое развитие только за счет внутренних финансовых ресурсов и привлекают на инвестиционные цели значительный объем средств за счет внешних источников финансирования. В то же время любой крупный сторонний инвестор или кредитор должен иметь четкое представление о стратегической концепции проекта; его масштабах; важнейших показателях маркетинговой, экономической и финансовой его результативности; объеме необходимых инвестиционных затрат, сроках их возврата и других его характеристиках. Разработанный реальный инвестиционный проект позволяет сначала собственникам и менеджерам предприятия, а затем и сторонним инвесторам всесторонне оценить целесообразность его реализации и ожидаемую эффективность.

Разрабатываемые в разрезе отдельных форм реального инвестирования предприятия инвестиционные проекты классифицируются по ряду признаков.

В зависимости от видов инвестиционных проектов, изложенных в рассматриваемой их классификации, дифференцируются требования к их разработке.

Для небольших инвестиционных проектов, финансируемых предприятием за счет внутренних источников, обоснование осуществляется по сокращенному кругу разделов и показателей. Такое обоснование может содержать лишь цель осуществления инвестиционного проекта, его основные параметры, объем необходимых финансовых средств, показатели эффективности осуществляемых инвестиций, а также схему (календарный план) реализации инвестиционного проекта.

Для средних и крупных инвестиционных проектов, финансирование реализации которых намечается за счет внешних источников, необходимо полномасштабное обоснование по соответствующим национальным и международным стандартам. Такое обоснование инвестиционных проектов подчинено определенной логической структуре, которая носит унифицированный характер в большинстве стран с развитой рыночной экономикой (отклонения от этой общепринятой структуры вызываются лишь отраслевыми особенностями и формами осуществления реальных инвестиций).

При разработке схемы финансирования инвестиционного проекта рассматриваются обычно пять основных ее вариантов.

1. *Полное самофинансирование* предусматривает финансирование инвестиционного проекта исключительно за счет собственных финансовых ресурсов, формируемых из внутренних источников. Этот метод финансирования используется в основном для реализации небольших реальных инвестиционных проектов.

2. *Акционирование* как метод финансирования используется обычно для реализации крупномасштабных реальных инвестиционных проектов при отраслевой или региональной диверсификации инвестиционной деятельности.

3. *Кредитное финансирование* применяется, как правило, для реализации небольших краткосрочных инвестиционных проектов с высокой нормой рентабельности инвестиций. Эта схема финансирования применяется в отдельных случаях и для реализации среднесрочных инвестиционных проектов при условии, что уровень рентабельности по ним существенно превышает ставку процента по долгосрочному финансовому кредиту.

4. *Лизинг, или селенг*, используется при недостатке собственных финансовых средств или высокой стоимости

финансового кредита для реализации инвестиционных проектов, связанных с модернизацией или реконструкцией предприятия (особенно инвестиционных проектов с высокой степенью изменяемости технологий).

б. *Смешанное (долевое) финансирование* основывается на различных комбинациях вышеперечисленных схем и может быть использовано для реализации всех видов инвестиционных проектов по всем формам реального инвестирования.

С учетом перечисленных схем финансирования отдельных инвестиционных проектов определяются пропорции в структуре источников инвестиционных ресурсов.

Разработка инвестиционных проектов предприятия может быть осуществлена с помощью специальных компьютерных программ – COMFAR, PROJECT EXPERT и др.

7.3. Управление реализацией инвестиционных проектов

Управление реализацией инвестиционных проектов направлено на их осуществление в предусмотренные сроки с целью обеспечения своевременного возврата вложенных средств в виде чистого денежного потока (прежде всего – получения предусмотренной инвестиционной прибыли). Это управление осуществляется в разрезе каждого реального проекта, включенного в инвестиционную программу предприятия. По каждому намеченному к реализации инвестиционному проекту обычно назначается его руководитель, который организует подготовку всех необходимых плановых документов и обеспечивает реализацию основных показателей планов его осуществления. По крупным инвестиционным проектам, выполняемым подрядным способом (с привлечением подрядчика и субподрядчиков), руководитель проекта должен распределить функции управления в разрезе отдельных участников проекта.

Этапы управления реализацией инвестиционного проекта

1. Разработка календарного плана реализации проекта

Этот план разрабатывается с учетом обеспечения основных принципов.

- *Принцип временной дифференциации календарного плана.* Он предусматривает различную степень его детализации во времени и по формам разработки.

- *Принцип функциональной дифференциации календарного плана.* Он предусматривает планирование сроков выполнения отдельных видов работ по отдельным функциональным блокам, состав которых зависит от стадии реализации и размера инвестиционного проекта. По крупным инвестиционным проектам календарный план их реализации дифференцируется обычно по шести функциональным блокам.

- *Принцип формирования резерва календарного плана.* Он состоит в определении предельно допустимого размера нарушения сроков отдельных включенных в него работ и распределении этого резерва между участниками реализуемого инвестиционного проекта (заказчиком, подрядчиком, субподрядчиками). Предусматриваемый резерв должен составлять обычно не более 10–12 % всего объема времени календарного плана. Порядок распределения этого резерва времени между участниками проекта должен быть оговорен в контракте. Если такое условие в контракте отсутствует, то обычно резерв времени используется в необходимом объеме той стороной, которая первой заявит о потребности в этом.

- *Принцип планирования ответственности и распределения рисков.* Он определяет возложение ответственности исполнения и рисков невыполнения отдельных этапов работ на конкретных представителей заказчика или подрядчика в соответствии с их функциональными обязанностями, изложенными в контракте. При этом возложение исполнения отдельных мероприятий на одну из сторон, как правило, автоматически возлагает на нее и конкретные инвестиционные риски

(с соответствующими формами возмещения их негативных последствий).

Разработанный с учетом этих принципов и согласованный со сторонами календарный план (в табличной или графической форме) рассматривается и утверждается руководителем соответствующего центра инвестиций.

2. Разработка капитального бюджета. Исходными предпосылками разработки этого бюджета по реальному инвестиционному проекту являются:

- а) календарный план реализации инвестиционного проекта;
- б) бюджетные заявки на выполнение отдельных видов работ и приобретение сырья, материалов, механизмов и оборудования, разработанные исполнителями отдельных функциональных блоков проекта;
- в) общая стратегия (схема) финансирования инвестиционного проекта;
- г) предварительный график потока инвестиционных затрат, составленный на этапе разработки бизнес-плана проекта;
- д) финансовое состояние инвесторов проекта.

Так как объем и структура инвестиционных затрат предварительно определяются еще на стадии обоснования бизнес-плана инвестиционного проекта, то процесс разработки раздела «*Капитальные затраты*» бюджета сводится обычно к четырем процедурам:

- 1) вычленение из общего объема инвестиционных затрат, определенных бизнес-планом, той их доли, которая относится к рассматриваемому текущему периоду (если продолжительность реализации инвестиционного проекта превышает один год);
- 2) уточнение объема инвестиционных затрат текущего периода с учетом корректив, внесенных подрядчиком в технологию работ;
- 3) выявление объема и структуры инвестиционных затрат в связи с изменением индекса цен после утверждения показателей бизнес-плана проекта;

4) определение первоначального объема инвестиционных затрат с учетом резерва финансовых средств, предусмотренного в контракте с подрядчиком на покрытие непредвиденных расходов (в порядке внутреннего страхования инвестиционных рисков). Объем этого резерва при разработке капитального бюджета должен определяться с учетом только тех категорий затрат, которые вошли в первоначальную оценку инвестиционных рисков.

Процесс разработки раздела «*Поступление средств*» бюджета предусматривает обычно следующие процедуры:

1) установление общего объема поступления средств – этот показатель должен корреспондировать с показателем общего объема инвестиционных затрат по первому разделу бюджета;

2) формирование структуры источников поступления средств (если меняется показатель общего их объема);

3) обеспечение стыковки объема поступления средств по отдельным периодам формирования приходной части бюджета с объемом инвестиционных затрат, предусмотренных в отдельных периодах в соответствии с календарным планом осуществления работ.

Так же как и календарный план, капитальный бюджет разрабатывается первоначально на предстоящий год в разрезе кварталов, а затем в рамках предстоящего квартала детализируется в разрезе месяцев.

3. Построение системы контроллинга реализации отдельных инвестиционных проектов. Такой контроллинг строится в разрезе ранее рассмотренных его принципов. *Основной целью* разработки системы этого контроллинга является своевременное обнаружение отклонений от календарного плана и капитального бюджета отдельных показателей каждого инвестиционного проекта, замедляющих его реализацию; анализ причин, вызвавших эти отклонения, и разработка предложений по соответствующей корректировке отдельных направлений инвестиционной деятельности с целью ее нормализации и повышения эффективности.

4. Обоснование и принятие решений о выходе отдельных инвестиционных проектов из инвестиционной программы предприятия. Такие решения относятся к числу наиболее болезненных процедур в инвестиционной деятельности предприятия, так как вызываются обычно недостаточно обоснованной подготовкой бизнес-планов проектов, некорректным отбором таких проектов к реализации (прежде всего по критерию эффективности) или существенными просчетами в прогнозировании факторов внешней среды.

Обоснование управленческих решений о выходе проекта из инвестиционной программы представляет собой очень ответственный и сложный процесс. Повышенная ответственность принятия таких инвестиционных решений связана с тем, что они влекут за собой во многих случаях потерю не только ожидаемой инвестиционной прибыли, но и части инвестированного капитала. Сложность же принятия таких решений состоит в том, что они должны базироваться на глубоком анализе обширной системы внешних и внутренних факторов, определяющих эффективность реального инвестирования.

В процессе подготовки таких решений необходимо прежде всего по реальным инвестиционным проектам с регрессирующими во времени показателями эффективности их реализации выявить причины, вызывающие это снижение.

Основные причины снижения эффективности

- *Значительное увеличение продолжительности строительства.* Оно приводит, как правило, к перерасходу инвестиционных затрат, подвергает проект дополнительным рискам негативного воздействия факторов внешней среды, отодвигает сроки получения инвестиционной прибыли.

- *Существенное возрастание уровня цен на основные строительные материалы.* В отдельные периоды (строительного сезона, снижения объема предложения на рынке и т. п.) рост цен на основные виды строительных материалов может существенно обгонять общий индекс инфляции. Если такой

период совпадает с пиком строительного цикла осуществления инвестиционного проекта, эффективность его реализации существенно снизится ввиду возрастания объема инвестиционных затрат (при неизменности показателей ожидаемой инвестиционной прибыли).

- *Значительное возрастание стоимости выполнения строительно-монтажных работ.* Оно влечет за собой те же негативные последствия для эффективности реализуемого инвестиционного проекта, что и в предыдущем случае.

- *Ощутимое возрастание уровня конкуренции на рынке.* Оно может произойти за счет появления новых отечественных производителей аналогичной продукции или ее импорта. Это может вызвать снижение уровня цен на продукцию, прирост которой предприятие обеспечивает за счет реализации инвестиционного проекта. При неизменном уровне инвестиционных затрат это повлечет за собой снижение суммы и уровня расчетной инвестиционной прибыли в процессе последующей эксплуатации проекта.

- *Значительное возрастание ставки процента за кредит в связи с изменением конъюнктуры финансового рынка.* Оно вызывает негативные экономические последствия по тем инвестиционным проектам, в составе инвестиционных ресурсов которых заемные источники финансирования занимают высокий удельный вес. Увеличивая рост инвестиционных затрат, оно приводит одновременно к возрастанию риска неплатежеспособности предприятия.

- *Недостаточно обоснованный подбор подрядчика (субподрядчиков) для реализации проекта.* Строительный опыт, технология осуществления строительно-монтажных работ, парк используемых механизмов подрядчика (субподрядчиков) могут не соответствовать особенностям реализации конкретного инвестиционного проекта. Это влечет за собой, как правило, увеличение продолжительности строительства, низкое качество работ (которое впоследствии отразится

на эффективности эксплуатации объекта) и незапланированный перерасход планового объема инвестиционных затрат.

- *Существенное ужесточение системы налогообложения.* Оно приводит не только к снижению суммы чистой инвестиционной прибыли, но и вообще может спровоцировать прекращение соответствующей инвестиционной деятельности.

Если по реализуемым инвестиционным проектам в силу отрицательного воздействия отдельных из вышеперечисленных (или других) факторов следует ожидать дальнейшее существенное снижение эффективности реального инвестирования, то должна быть рассмотрена возможность выхода отдельных таких проектов из инвестиционной программы предприятия и обоснованы наиболее эффективные формы такого выхода. Основными из этих форм являются:

- отказ от реализации проекта до начала строительно-монтажных работ;
- продажа частично реализованного инвестиционного проекта в форме объекта незавершенного строительства;
- продажа инвестиционного объекта на стадии начала его эксплуатации в форме целостного имущественного комплекса;
- привлечение на любой стадии реализации инвестиционного проекта дополнительного стороннего паевого капитала с минимизацией своей доли паевого участия в инвестировании;
- акционирование инвестиционного проекта на любой стадии его реализации с минимизацией своей доли акционерного капитала в нем (если проект структурно может быть выделен в целостный имущественный комплекс);
- раздельная продажа основных видов активов закрываемого инвестиционного проекта.

Возможности и формы быстрого выхода проекта из инвестиционной программы предприятия должны рассматриваться еще на стадии его разработки (при оценке и страховании инвестиционных рисков). В процессе выбора конкретных форм такого

выхода следует исходить из экономических критериев и прежде всего — из минимизации потерь инвестированного капитала.

В целях обеспечения формирования запланированной инвестиционной прибыли параллельно с обоснованием решения о выходе проекта из инвестиционной программы должно готовиться решение о возможных формах наиболее эффективного реинвестирования капитала.

Контрольные вопросы

1. Каковы особенности осуществления реальных инвестиций?
2. Этапы процесса формирования политики управления реальными инвестициями.
3. Выделите основные стадии реального инвестирования.
4. Какие этапы предусматривает управление реализацией инвестиционного проекта?

Глава 8. УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСОВЫМИ ИНВЕСТИЦИЯМИ

8.1. Формы финансовых инвестиций и особенности управления ими

Финансовые инвестиции рассматриваются как активная форма эффективного использования временно свободного капитала или как инструмент реализации стратегических целей, связанных с диверсификацией операционной деятельности предприятия.

Специфика финансовых инвестиций

1. Финансовые инвестиции являются независимым видом хозяйственной деятельности для предприятий реального сектора экономики. Эта независимость проявляется как по отношению к операционной деятельности таких предприятий, так и по отношению к процессу их реального инвестирования. Стратегические операционные задачи развития таких предприятий финансовые инвестиции, как правило, не решают.

2. Финансовые инвестиции используются предприятиями реального сектора экономики в основном в двух целях: получение дополнительного инвестиционного дохода в процессе использования свободных денежных активов и их противоинфляционной защиты. Целенаправленное формирование инвестиционных ресурсов для осуществления финансовых инвестиций такие предприятия, как правило, не производят. И хотя обычно финансовые инвестиции обеспечивают более низкий уровень прибыли, чем функционирующие операционные активы предприятия, они формируют дополнительный ее приток в периоды, когда временно свободный капитал не может быть эффективно использован для расширения операционной деятельности.

3. Финансовые инвестиции предоставляют предприятию наиболее широкий диапазон выбора инструментов инвестирования по шкале «доходность — риск». В сравнении с реальным инвестированием эта шкала значительно шире: она включает группу как безрисковых, так и высокорисковых (спекулятивных) инструментов инвестирования, позволяя инвестору осуществлять свою инвестиционную политику в широком диапазоне: от крайне консервативной до крайне агрессивной.

4. Финансовые инвестиции предоставляют предприятию достаточно широкий диапазон выбора инструментов инвестирования и по шкале «доходность — ликвидность». Хотя в сравнении с реальными инвестициями они характеризуются более высоким уровнем ликвидности, этот уровень варьирует в очень широких пределах.

5. Процесс обоснования управленческих решений, связанных с осуществлением финансовых инвестиций, является более простым и менее трудоемким. Он не связан с существенными прединвестиционными затратами финансовых средств, аналогичными подготовке реальных инвестиционных проектов; алгоритмы оценки эффективности финансовых инвестиций носят более дифференцированный характер по отношению к объектам инвестирования, что повышает надежность осуществления такой оценки; реализация принятых управленческих решений в сфере финансового инвестирования занимает минимум времени.

6. Высокая колеблемость конъюнктуры финансового рынка в сравнении с товарным определяет необходимость осуществления более активного мониторинга в процессе финансового инвестирования. Соответственно, и управленческие решения, связанные с осуществлением финансового инвестирования, носят более оперативный характер.

Основные формы финансового инвестирования

1. Вложение капитала в уставные фонды совместных предприятий. Эта форма финансового инвестирования имеет

наиболее тесную связь с операционной деятельностью предприятия. Она обеспечивает упрочение стратегических хозяйственных связей с поставщиками сырья и материалов (при участии в их уставном капитале); развитие своей производственной инфраструктуры (при вложении капитала в транспортные и другие аналогичные предприятия); расширение возможностей сбыта продукции или проникновение на другие региональные рынки (путем вложения капитала в уставные фонды предприятий торговли); различные формы отраслевой и товарной диверсификации операционной деятельности и другие стратегические направления развития предприятия. По своему содержанию эта форма финансового инвестирования во многом подменяет реальное инвестирование, являясь при этом менее капиталоемкой и более оперативной. Приоритетной целью этой формы инвестирования является не столько получение высокой инвестиционной прибыли (хотя минимально необходимый ее уровень должен быть обеспечен), сколько установление форм финансового влияния на предприятия для обеспечения стабильного формирования своей операционной прибыли.

2. Вложение капитала в доходные виды денежных инструментов. Эта форма финансового инвестирования направлена прежде всего на эффективное использование временно свободных денежных активов предприятия. Основным видом денежных инструментов инвестирования является депозитный вклад в коммерческих банках. Как правило, эта форма используется для краткосрочного инвестирования капитала и ее главной целью является генерирование инвестиционной прибыли.

3. Вложение капитала в доходные виды фондовых инструментов. Эта форма финансовых инвестиций является наиболее массовой и перспективной. Она характеризуется вложением капитала в различные виды ценных бумаг, свободно обращающихся на фондовом рынке (так называемые

«рыночные ценные бумаги»). Использование этой формы финансового инвестирования связано с широким выбором альтернативных инвестиционных решений как по инструментам инвестирования, так и по его срокам; более высоким уровнем государственного регулирования и защищенности инвестиций; развитой инфраструктурой фондового рынка; наличием оперативно предоставляемой информации о состоянии и конъюнктуре фондового рынка в разрезе отдельных его сегментов и другими факторами. Основной целью этой формы финансового инвестирования также является генерирование инвестиционной прибыли, хотя в отдельных случаях она может быть использована для установления форм финансового влияния на отдельные компании при решении стратегических задач (путем приобретения контрольного или достаточно весомого пакета акций).

С учетом особенностей и форм финансового инвестирования организуется управление ими на предприятии. При достаточно высокой периодичности осуществления финансовых инвестиций на предприятии разрабатывается специальная политика такого управления.

Политика управления финансовыми инвестициями представляет собой часть общей инвестиционной политики предприятия, обеспечивающей выбор наиболее эффективных финансовых инструментов вложения капитала и своевременное его реинвестирование.

Формирование политики управления финансовыми инвестициями осуществляется по следующим основным этапам.

1. Анализ состояния финансового инвестирования в предшествующем периоде. В процессе этого анализа изучаются объемы, формы и эффективность финансового инвестирования на предприятии.

На первой стадии анализа изучается общий объем инвестирования капитала в финансовые активы, определяются темпы изменения этого объема и удельного веса финансово-

го инвестирования в общем объеме инвестиций предприятия в предплановом периоде.

На второй стадии анализа изучается состав конкретных финансовых инструментов инвестирования, их динамика и удельный вес в общем объеме финансового инвестирования.

На третьей стадии анализа оценивается уровень доходности отдельных финансовых инструментов и финансовых инвестиций в целом. Он определяется как отношение суммы доходов, полученных в разных формах по отдельным финансовым инструментам (с ее корректировкой на индекс инфляции), к сумме инвестированных в них средств. Уровень доходности финансовых инвестиций предприятия сопоставляется со средним уровнем доходности на финансовом рынке и уровнем рентабельности собственного капитала.

Проведенный анализ позволяет оценить объем и эффективность портфеля финансовых инвестиций предприятия в предшествующем периоде.

2. Определение объема финансового инвестирования в предстоящем периоде. Этот объем на предприятиях, которые не являются институциональными инвесторами, обычно небольшой и определяется размером свободных финансовых средств, заранее накапливаемых для осуществления предстоящих реальных инвестиций или других расходов будущего периода. Заемные средства к финансовому инвестированию предприятия обычно не привлекаются (за исключением отдельных периодов, когда уровень доходности ценных бумаг существенно превосходит уровень ставки процента за кредит).

3. Выбор форм финансового инвестирования. В рамках планируемого объема финансовых средств, выделяемых на эти цели, определяются конкретные формы этого инвестирования, рассмотренные выше.

4. Оценка инвестиционных качеств отдельных финансовых инструментов. Методы такой оценки дифференцируются в зависимости от видов этих инструментов; основным показателем оценки выступает уровень их доходности.

5. Формирование портфеля финансовых инвестиций.

Это формирование осуществляется с учетом оценки инвестиционных качеств отдельных финансовых инструментов. В процессе их отбора в формируемый портфель учитываются следующие основные факторы: тип портфеля финансовых инвестиций, формируемый в соответствии с его приоритетной целью; необходимость диверсификации финансовых инструментов портфеля; необходимость обеспечения высокой ликвидности портфеля и др.

Сформированный с учетом изложенных факторов портфель финансовых инвестиций должен быть оценен по соотношению уровня доходности, риска и ликвидности с тем, чтобы убедиться в том, что по своим параметрам он соответствует тому типу портфеля, который определен целями его формирования. При необходимости усиления целенаправленности портфеля в него вносятся необходимые коррективы.

6. Обеспечение эффективного оперативного управления портфелем финансовых инвестиций. При существенных изменениях конъюнктуры финансового рынка инвестиционные качества отдельных финансовых инструментов снижаются. В процессе оперативного управления портфелем финансовых инвестиций обеспечивается своевременная его реструктуризация с целью поддержания целевых параметров его первоначального формирования.

8.2. Факторы, определяющие инвестиционные качества финансовых инструментов

В процессе осуществления финансового инвестирования во всех его формах одной из важнейших задач является оценка инвестиционных качеств отдельных финансовых инструментов, обращающихся на рынке.

Оценка инвестиционных качеств финансовых инструментов представляет собой интегральную характеристику отдельных

их видов, осуществляемую инвестором с учетом целей формирования инвестиционного портфеля.

Направленность финансовых инвестиций предприятий в последнее время все больше ориентируется на фондовые инструменты. Различные инструменты фондового рынка составляют сейчас до 80 % общего объема финансовых инвестиций предприятия. Это определяет необходимость более подробной характеристики инвестиционных качеств отдельных фондовых инструментов инвестирования.

С позиций особенностей присущих им инвестиционных качеств фондовые инструменты классифицируются по следующим основным признакам.

1. По степени предсказуемости инвестиционного дохода разделяют долговые и долевыми ценные бумаги.

Долговые ценные бумаги характеризуются четкой предсказуемостью инвестиционного дохода, размер которого можно определить в любой момент их обращения. Предсказуемость уровня инвестиционного дохода позволяет без особых проблем сопоставлять инвестиционные качества долговых ценных бумаг как по шкале «доходность – риск», так и по шкале «доходность – ликвидность». Кроме того, долговые ценные бумаги имеют приоритетные права погашения обязательств при банкротстве эмитента, что значительно снижает уровень несистематического их риска.

Долевые ценные бумаги характеризуются низким уровнем предсказуемости их инвестиционного дохода, который оценивается по двум параметрам: уровню предстоящих выплат дивидендов и приросту курсовой стоимости фондового инструмента. По этим ценным бумагам при эффективной хозяйственной деятельности эмитента возможно получение более высокого уровня инвестиционного дохода в сравнении с долговыми ценными бумагами того же эмитента. При этом для долевыми ценными бумагами характерна более высокая степень корреляции доходов с темпами инфляции. Вместе с тем

нестабильность инвестиционного дохода делает их более рисковыми инструментами инвестирования, так как они не защищены ни от систематического, ни от несистематического видов рисков. Низкая эффективность хозяйственной деятельности эмитента может привести не только к потере инвестиционного дохода по долевым ценным бумагам, но и к частичной (а в случае банкротства – и полной) потере вложенного в них капитала.

2. По уровню риска, связанного с характером эмитента, выделяют следующие виды фондовых инструментов инвестирования.

Государственные ценные бумаги. Они представлены в основном долговыми обязательствами и имеют наименьший уровень инвестиционного риска. Отдельные виды государственных ценных бумаг рассматриваются даже в качестве эталона безрисковых инвестиций. Вместе с тем уровень инвестиционного дохода по таким ценным бумагам, как правило, наиболее низкий. При этом путем изменения ставки рефинансирования (учетной ставки центрального банка) государство имеет возможность влиять на реальный уровень инвестиционного дохода по своим ценным бумагам в периоды резких колебаний конъюнктуры финансового рынка.

Ценные бумаги муниципальных органов. Уровень инвестиционных качеств таких ценных бумаг (как правило, долговых) в значительной степени определяется уровнем инвестиционной привлекательности соответствующих регионов. Хотя ценные бумаги такого вида трудно отнести к безрисковым, уровень инвестиционного риска по ним обычно невысокий. Соответственно, невысоок и уровень инвестиционного дохода по ним.

Ценные бумаги, эмитированные банками. Инвестиционные качества этих фондовых инструментов считаются достаточно высокими, так как уровень доходности по ним обычно выше, чем по государственным и муниципальным ценным бумагам.

Кроме того, система экономических нормативов банковской деятельности и высокий уровень государственного контроля за их деятельностью снижают потенциальный уровень риска инвестирования в ценные бумаги этих эмитентов (хотя случаи финансовой несостоятельности банков не такие редкие).

Ценные бумаги предприятий. Этот вид финансовых инструментов инвестирования в нашей стране обладает низкими инвестиционными качествами. Это вызвано низкой эффективностью хозяйственной деятельности большинства предприятий на современном этапе (особенно корпоративизированных государственных предприятий), вследствие чего по акциям многих из них не выплачиваются даже дивиденды. Уровень инвестиционного риска по ценным бумагам предприятий (особенно относящихся к категории «венчурных») наиболее высокий. Кроме того, этот тип ценных бумаг в целом характеризуется самым низким уровнем ликвидности на фондовом рынке.

3. По уровням риска и ликвидности, связанным с периодом обращения, выделяют следующие фондовые инструменты инвестирования.

Краткосрочные ценные бумаги. Период их обращения определяет достаточно высокий уровень их ликвидности на фондовом рынке. Кроме того, короткий период их обращения в значительной степени снижает уровень инвестиционного риска, связанного с изменением конъюнктуры финансового рынка и финансового состояния их эмитентов. В то же время, относительно низкий уровень риска и достаточно высокий уровень их ликвидности определяют сравнительно невысокий уровень инвестиционного дохода по таким фондовым инструментам.

Долгосрочные ценные бумаги. Уровень инвестиционных качеств таких фондовых инструментов определяется противоположными характеристиками: низким уровнем ликвидности (при прочих равных условиях) и, соответственно, более

высоким уровнем инвестиционного риска. Следовательно, по таким фондовым инструментам предполагается и более высокий уровень инвестиционного дохода.

4. По уровню ликвидности, связанному с характером выпуска и обращения, фондовые инструменты инвестирования подразделяются на следующие виды.

Именные ценные бумаги. В связи со сложной процедурой их оформления и более глубоким контролем эмитента за их обращением эти ценные бумаги обладают очень низкой ликвидностью.

Ценные бумаги на предъявителя. Указанная особенность выпуска таких фондовых инструментов не препятствует процессу их свободного обращения, а соответственно, и повышает потенциальный уровень их ликвидности.

Выше были рассмотрены общие особенности фондовых инструментов, определяющие их инвестиционные качества в соответствии с приведенной классификацией. Вместе с тем главной задачей в процессе финансового инвестирования является оценка инвестиционных качеств конкретных видов ценных бумаг, обращающихся на фондовом рынке. Такая оценка дифференцируется по основным видам ценных бумаг: акциям, облигациям, депозитным (сберегательным) сертификатам и т. п. Рассмотрим основные параметры оценки инвестиционных качеств важнейших видов этих ценных бумаг.

Интегральная оценка инвестиционных качеств акций осуществляется по следующим основным параметрам:

а) характеристика вида акций в соответствии с вышеприведенной схемой классификации ценных бумаг;

б) оценка отрасли, в которой осуществляет свою деятельность эмитент. Такая оценка проводится на основе ранее рассмотренной методики определения инвестиционной привлекательности отраслей экономики;

в) оценка основных показателей хозяйственной деятельности и финансового состояния эмитента. Эта оценка дифференцируется в зависимости от того, предлагается ли акция

на первичном или вторичном фондовом рынке. В первом случае основу оценки составляют показатели, характеризующие финансовое состояние эмитента и основные объемные показатели его хозяйственной деятельности. Во втором случае эта оценка дополняется показателями динамики обеспеченности акций чистыми активами акционерного общества, осуществляемой им дивидендной политики и некоторыми другими;

г) *оценка характера обращения акций на фондовом рынке.* Такая оценка проводится по акциям, обращающимся на вторичном фондовом рынке, и связана прежде всего с показателями их рыночной котировки и ликвидности. Для характеристики рыночной котировки акции используются коэффициенты соотношения котироваемых цен предложения и спроса по ней. Важную роль в процессе этой оценки играет и факт допуска акции к торгам на фондовой бирже, т. е. ее *листинг* (с присвоением определенного разряда);

д) *оценка условий эмиссии акции.* Предметом такой оценки являются: цели эмиссии; условия и периодичность выплаты дивидендов; степень участия некоторых держателей акций в управлении акционерной компанией и другие интересующие инвестора данные, содержащиеся в эмиссионном проспекте. Необходимо при этом иметь в виду, что часто декларируемый предполагаемый размер дивидендов по простым акциям не носит характера не только юридических, но и контрактных обязательств эмитента, поэтому ориентироваться на этот показатель не следует.

Основные параметры интегральной оценки инвестиционных качеств облигаций

- *Характеристика вида облигации* в соответствии с вышеприведенной схемой классификации ценных бумаг.
- *Оценка инвестиционной привлекательности региона* (такая оценка проводится только по облигациям внутреннего местного займа). Необходимость в такой оценке возникает потому, что часть регионов, получающих от государства

значительные объемы субсидий и субвенций, может испытывать серьезные финансовые затруднения при погашении облигаций. Поэтому, рассматривая инвестиционные качества отдельных облигаций внутренних местных займов, следует по меньшей мере изучить динамику сальдо их бюджетов и структуру источников формирования их доходной части.

- *Оценка финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия-эмитента* (такая оценка проводится только по облигациям предприятий). Главной задачей такой оценки является выявление кредитного рейтинга предприятия, степени его финансовой устойчивости и ее прогноз на период погашения облигации, а также наличие частично сформированного выкупного фонда по обращающимся краткосрочным обязательствам.

- *Оценка характера обращения облигации на фондовом рынке.* Основу такой оценки составляет изучение коэффициента соотношения ее рыночной цены и реальной стоимости. Этот показатель существенно зависит от ставки процента на финансовом рынке: если ставка процента возрастает, то цена облигации падает (в силу фиксированной величины дохода по ней), и наоборот. Кроме того, реальная рыночная стоимость облигации зависит также от срока, остающегося до ее погашения эмитентом (чем выше этот срок, тем больше уровень ее риска и ниже настоящая стоимость, что определяет и более низкий уровень рыночной цены).

- *Оценка условий эмиссии облигации.* Предметом оценки являются: цель и условия эмиссии; периодичность выплаты процента и ее размер; условия погашения основной суммы (принципала) и другие показатели. При оценке следует иметь в виду, что более частая периодичность выплат может перекрыть выгоды для инвестора, получаемые от более высокого размера процента.

Интегральная оценка инвестиционных качеств сберегательных (депозитных) сертификатов осуществляется по таким параметрам:

а) характеристика вида сберегательного (депозитного) сертификата в соответствии с вышеприведенной схемой классификации ценных бумаг;

б) оценка надежности банка-эмитента. Такая оценка включает характеристики основных объемных показателей (сумма активов, размер собственного капитала, сумма принятых депозитов и выданных кредитов, сумма прибыли и др.) и отдельных коэффициентов (коэффициент Кука, сводный коэффициент банковского риска). В зарубежной практике оценка надежности банков осуществляется по так называемой системе *КЭМЕЛ [CAMEL]*, представляющей аббревиатуру из начальных букв следующих показателей: *С* – достаточность капитала банка; *А* – качественная структура активов банка; *М* – качество (эффективность) управления; *Е* – уровень доходности (рентабельности); *Л* – уровень ликвидности.

По результатам этой оценки банк характеризуется по уровню своей надежности как «хороший», «удовлетворительный», «достаточно надежный», «критический» (неудовлетворительный). Рейтинговая оценка надежности банков (характерная для нашей страны) в зарубежной практике не используется.

С учетом своих целей и менталитета каждый инвестор избирает конкретные формы и виды инструментов финансового инвестирования.

8.3. Принципы и методы оценки эффективности отдельных финансовых инструментов инвестирования

Оценка эффективности отдельных финансовых инструментов инвестирования, как и реальных инвестиций, осуществляется на основе сопоставления объема инвестиционных затрат, с одной стороны, и сумм возвратного денежного потока по ним – с другой. Вместе с тем формирование этих показателей в условиях финансового инвестирования имеет существенные особенности.

Прежде всего, в сумме возвратного денежного потока при финансовом инвестировании отсутствует показатель амортизационных отчислений, так как финансовые инструменты, в отличие от реальных инвестиций, не содержат в своем составе амортизируемых активов. Поэтому основу текущего возвратного денежного потока по финансовым инструментам инвестирования составляют суммы периодически выплачиваемых по ним *процентов* (на вклады в уставные фонды; на депозитные вклады в банках; по облигациям и другим долговым ценным бумагам) и *дивидендов* (по акциям и другим долевым ценным бумагам).

Кроме того, если финансовые активы предприятия (каковыми являются финансовые инструменты инвестирования) не амортизируются, они продаются (погашаются) в конце срока их использования предприятием (или в конце обусловленного фиксированного срока их обращения) по той цене, которая сложилась на них на момент продажи на финансовом рынке (или по заранее обусловленной фиксированной их сумме). Следовательно, в состав возвратного денежного потока по финансовым инструментам инвестирования входит стоимость их реализации по окончании срока их использования (фиксированной стоимости по долговым финансовым активам и текущей курсовой стоимости по долевым финансовым активам).

Определенные отличия складываются и в формировании нормы прибыли на инвестированный капитал. Если по реальным инвестициям этот показатель опосредствуется уровнем предстоящей операционной прибыли, которая складывается в условиях объективно существующих отраслевых ограничений, то по финансовым инвестициям инвестор сам выбирает ожидаемую норму прибыли с учетом уровня риска вложений в различные финансовые инструменты. Осторожный (консервативный) инвестор предпочтет выбрать финансовые инструменты с невысоким уровнем риска (а соответственно, и с невысокой нормой инвестиционной прибыли), в то время

как рисковый (агрессивный) инвестор предпочтет выбрать финансовые инструменты с высокой нормой инвестиционной прибыли (невзирая на высокий уровень риска по ним).

Так как ожидаемая норма инвестиционной прибыли задается самим инвестором, этот показатель формирует и сумму инвестиционных затрат в тот или иной инструмент финансового инвестирования, которая должна обеспечить ему ожидаемую сумму прибыли. Эта расчетная сумма инвестиционных затрат представляет собой *реальную стоимость финансового инструмента инвестирования*, которая складывается в условиях ожидаемой нормы прибыли по нему с учетом соответствующего уровня риска.

Если фактическая сумма инвестиционных затрат по финансовому инструменту будет превышать его реальную стоимость, то эффективность финансового инвестирования снизится (т. е. инвестор не получит ожидаемую сумму инвестиционной прибыли). И наоборот, если фактическая сумма инвестиционных затрат будет ниже реальной стоимости финансового инструмента, то эффективность финансового инвестирования возрастет (т. е. инвестор получит инвестиционную прибыль в сумме, большей чем ожидаемая).

С учетом изложенного *оценка эффективности того или иного финансового инструмента инвестирования сводится к оценке реальной его стоимости, обеспечивающей получение ожидаемой нормы инвестиционной прибыли по нему*. Принципиальная модель оценки стоимости финансового инструмента инвестирования имеет следующий вид:

$$C_{\text{фи}} = \sum_{i=1}^n \frac{\text{ВДП}}{(1 + \text{нп})^i},$$

где $C_{\text{фи}}$ – реальная стоимость финансового инструмента инвестирования; ВДП – ожидаемый возвратный денежный поток за период использования финансового инструмента; нп – ожидаемая норма прибыли по финансовому инструменту,

выраженная десятичной дробью (формируемая инвестором самостоятельно с учетом уровня риска); n – число периодов формирования возвратных потоков (по всем их формам).

Особенности формирования возвратного денежного потока по отдельным видам финансовых инструментов определяют разнообразие вариаций используемых моделей оценки их реальной стоимости.

Рассмотрим содержание этих моделей применительно к долговым и долевым финансовым инструментам инвестирования на примере облигаций и акций.

Модели оценки стоимости облигаций построены на следующих исходных показателях: а) номинал облигации; б) сумма процента, выплачиваемая по облигации; в) ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (норма доходности) по облигации; г) количество периодов до срока погашения облигации.

Базисная модель оценки стоимости облигации [Basis Bond Valuation Model] или облигации с периодической выплатой процентов, имеет следующий вид:

$$CO_6 = \sum_{i=1}^n \left(\frac{П_0}{(1 + нп)^i} \right) + \frac{H_0}{(1 + нп)^n},$$

где CO_6 – реальная стоимость облигации с периодической выплатой процентов; $П_0$ – сумма процента, выплачиваемая в каждом периоде (представляющая собой произведение ее номинала на объявленную ставку процента); H_0 – номинал облигации, подлежащий погашению в конце срока ее обращения; $нп$ – ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по облигации, выраженная десятичной дробью; n – число периодов, остающихся до срока погашения облигации.

Экономическое содержание Базисной модели оценки стоимости облигации (облигации с периодической выплатой процентов) заключается в том, что ее текущая реальная стоимость равна сумме всех процентных поступлений по ней за

оставшийся период ее обращения и номинала, приведенных к настоящей стоимости по дисконтной ставке, равной ожидаемой норме валовой инвестиционной прибыли (доходности).

Модель оценки стоимости облигации с выплатой всей суммы процентов при ее погашении имеет следующий вид:

$$CO_{\Pi} = \frac{H_o + \Pi_k}{(1 + \text{нп})^n},$$

где CO_{Π} – реальная стоимость облигации с выплатой всей суммы процентов при ее погашении; H_o – номинал облигации, подлежащий погашению в конце срока ее обращения; Π_k – сумма процента по облигации, подлежащая выплате в конце срока ее обращения; нп – ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по облигации, выраженная десятичной дробью; n – число периодов, остающихся до срока погашения облигации (по которым установлена норма прибыли).

Экономическое содержание данной модели состоит в том, что текущая реальная стоимость облигации с выплатой всей суммы процентов при ее погашении равна совокупным выплатам номинала и суммы процента по ней, приведенным к настоящей стоимости по дисконтной ставке, равной ожидаемой норме валовой инвестиционной прибыли (доходности).

Модель оценки стоимости облигации, реализуемой с дисконтом без выплаты процентов, имеет следующий вид:

$$CO_{\text{д}} = \frac{H_o}{(1 + \text{нп})^n},$$

где $CO_{\text{д}}$ – реальная стоимость облигации, реализуемой с дисконтом без выплаты процентов по ней; H_o – номинал облигации, подлежащий погашению в конце срока ее обращения; нп – ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по облигации, выраженная десятичной дробью; n – число периодов, остающихся до срока погашения облигации (по которым установлена норма прибыли).

Экономическое содержание данной модели состоит в том, что текущая реальная стоимость облигации, реализуемой с дисконтом без выплаты процентов по ней, представляет собой ее номинал, приведенный к настоящей стоимости по дисконтной ставке, равной ожидаемой норме валовой инвестиционной прибыли (доходности).

Трансформируя соответствующим образом указанные модели (т. е. меняя искомый расчетный показатель), можно по каждому виду облигаций рассчитать *ожидаемую норму валовой инвестиционной прибыли (доходности)*, если показатель реальной стоимости облигации заменить на фактическую цену ее реализации на фондовом рынке (комплекс таких моделей широко представлен в специальной литературе по вопросам обращения фондовых инструментов).

Для оценки текущего уровня валовой инвестиционной прибыли по облигациям используется коэффициент ее текущей доходности, который рассчитывается по формуле

$$K_{\text{тдо}} = \frac{H_0 \times \text{СП}}{\text{СО}},$$

где $K_{\text{тдо}}$ – коэффициент текущей доходности облигации; H_0 – номинал облигации; СП – объявленная ставка процента (так называемая «купонная ставка»), выраженная десятичной дробью; СО – реальная текущая стоимость облигации (текущая ее цена).

Модели оценки стоимости акций построены на следующих исходных показателях: а) сумма дивидендов, предполагаемая к получению в конкретном периоде; б) ожидаемая курсовая стоимость акции в конце периода ее реализации (при использовании акции в течение заранее определенного периода; в) ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (норма доходности) по акциям; г) число периодов использования акции.

Модель оценки стоимости акции при ее использовании в течение неопределенного продолжительного периода времени имеет следующий вид:

$$CA_H = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_A}{(1 + np)^n},$$

где CA_H – реальная стоимость акции, используемой в течение неопределенного продолжительного периода времени; D_A – сумма дивидендов, предполагаемая к получению в каждом n -м периоде; np – ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по акциям, выраженная десятичной дробью; n – число периодов, включенных в расчет.

Экономическое содержание данной модели состоит в том, что текущая реальная стоимость акции, используемой в течение неопределенного продолжительного периода времени (неопределенное число лет), представляет собой сумму предполагаемых к получению дивидендов по отдельным предстоящим периодам, приведенную к настоящей стоимости по дисконтной ставке, равной ожидаемой норме валовой инвестиционной прибыли (доходности).

Модель оценки стоимости акции, используемой в течение заранее определенного срока, имеет следующий вид:

$$CA_0 = \sum_{i=1}^n \left(\frac{D_A}{(1 + np)^n} \right) + \frac{KC_A}{(1 + np)^n},$$

где CA_0 – реальная стоимость акции, используемой в течение заранее определенного срока; D_A – сумма дивидендов, предполагаемая к получению в каждом n -м периоде; KC_A – ожидаемая курсовая стоимость акции в конце периода ее реализации; np – ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по акциям, выраженная десятичной дробью; n – число периодов, включенных в расчет.

Экономическое содержание данной модели состоит в том, что текущая реальная стоимость акции, используемой в течение заранее определенного срока, равна сумме предполагаемых к получению дивидендов в используемых периодах и ожидаемой курсовой стоимости акции в момент ее реализации,

приведенной к настоящей стоимости по дисконтной ставке, равной ожидаемой норме валовой инвестиционной прибыли (доходности).

Первая из рассмотренных моделей оценки стоимости акций (т. е. акций, постоянно находящихся в портфеле инвестора) имеет ряд вариантов.

Модель оценки стоимости акций со стабильным уровнем дивидендов имеет следующий вид:

$$CA_{\Pi} = \frac{D_A}{\text{нп}},$$

где CA_{Π} – реальная стоимость акций со стабильным уровнем дивидендов; D_A – годовая сумма постоянного дивиденда; нп – ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по акции, выраженная десятичной дробью.

Модель оценки стоимости акций с постоянно возрастающим уровнем дивидендов (известна как «модель Гордона») имеет следующий вид:

$$CA_B = \frac{D_{\Pi} \times (1 + T_d)}{\text{нп} - T_d},$$

где CA_B – реальная стоимость акции с постоянно возрастающим уровнем дивидендов; D_{Π} – сумма последнего выплаченного дивиденда; T_d – темп прироста дивидендов, выраженный десятичной дробью; нп – ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по акции, выраженная десятичной дробью.

Модель оценки стоимости акций с колеблющимся уровнем дивидендов по отдельным периодам имеет следующий вид:

$$CA_{\Pi} = \frac{D_1}{1 + \text{нп}} + \frac{D_2}{1 + \text{нп}} + \dots + \frac{D_n}{1 + \text{нп}},$$

где CA_{Π} – реальная стоимость акции с изменяющимся уровнем дивидендов по отдельным периодам; $D_1 - D_n$ – сумма

дивидендов, прогнозируемая к получению в каждом n -м периоде; np — ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по акциям, выраженная десятичной дробью.

Для оценки текущего уровня валовой инвестиционной прибыли по акции используется ряд показателей, основным из которых является *коэффициент соотношения цены и дохода по акции*.

Оценка реальной стоимости финансового инструмента в сопоставлении с ценой его текущей рыночной котировки или рассчитанная ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по нему являются основным критерием принятия управленческих решений по осуществлению тех или иных финансовых инвестиций. Вместе с тем в процессе принятия таких управленческих решений могут быть учтены и иные факторы: условия эмиссии ценных бумаг, отраслевая или региональная принадлежность эмитента, уровень активности обращения тех или иных инструментов финансового инвестирования на рынке и др.

8.4. Формирование портфеля финансовых инвестиций

Современное финансовое инвестирование непосредственно связано с формированием «инвестиционного портфеля». Оно базируется на том, что большинство инвесторов избирают для осуществления финансового инвестирования более чем один финансовый инструмент, т. е. формируют определенную их совокупность. Целенаправленный подбор таких инструментов представляет собой процесс формирования инвестиционного портфеля.

Инвестиционный портфель представляет собой целенаправленно сформированную совокупность финансовых инструментов, предназначенных для осуществления финансового инвестирования в соответствии с разработанной инвестиционной политикой. Так как на подавляющем большинстве предприятий

единственным видом финансовых инструментов инвестирования являются ценные бумаги, для таких предприятий понятие «инвестиционный портфель» отождествляется с понятием «фондовый портфель» (или «портфель ценных бумаг»).

Главной целью формирования инвестиционного портфеля является обеспечение реализации основных направлений политики финансового инвестирования предприятия путем подбора наиболее доходных и безопасных финансовых инструментов. С учетом сформулированной главной цели строится система конкретных локальных целей формирования инвестиционного портфеля, основными из которых являются:

- 1) высокий уровень формирования инвестиционного дохода в текущем периоде;
- 2) высокие темпы прироста инвестируемого капитала в предстоящей долгосрочной перспективе;
- 3) минимизация уровня инвестиционных рисков, связанных с финансовым инвестированием;
- 4) необходимая ликвидность инвестиционного портфеля;
- 5) максимальный эффект «налогового щита» в процессе финансового инвестирования.

Перечисленные конкретные цели формирования инвестиционного портфеля в значительной степени являются альтернативными. Так, обеспечение высоких темпов прироста инвестируемого капитала в долгосрочной перспективе в определенной степени достигается за счет существенного снижения уровня формирования инвестиционного дохода в текущем периоде (и наоборот). Темпы прироста инвестируемого капитала и уровень формирования текущего инвестиционного дохода находятся в прямой связи с уровнем инвестиционных рисков. Обеспечение необходимой ликвидности портфеля может препятствовать включению в него как высокодоходных, так и низкорисковых финансовых инструментов инвестирования.

Альтернативность целей формирования инвестиционного портфеля определяет различия политики финансового

инвестирования предприятия, которая в свою очередь предопределяет конкретный тип формируемого инвестиционного портфеля.

Рассмотрим современные подходы к типизации инвестиционных портфелей предприятия, обеспечивающих реализацию конкретных форм его политики финансового инвестирования.

По целям формирования инвестиционного дохода различают два основных типа инвестиционного портфеля: портфель дохода и портфель роста.

Портфель дохода представляет собой инвестиционный портфель, сформированный по критерию максимизации уровня инвестиционной прибыли в текущем периоде вне зависимости от темпов прироста инвестируемого капитала в долгосрочной перспективе. Иными словами, этот портфель ориентирован на высокую текущую отдачу инвестиционных затрат, невзирая на то, что в будущем периоде эти затраты могли бы обеспечить получение более высокой нормы инвестиционной прибыли на вложенный капитал.

Портфель роста представляет собой инвестиционный портфель, сформированный по критерию максимизации темпов прироста инвестируемого капитала в предстоящей долгосрочной перспективе вне зависимости от уровня формирования инвестиционной прибыли в текущем периоде. Иными словами, этот портфель ориентирован на обеспечение высоких темпов роста рыночной стоимости предприятия (за счет прироста капитала в процессе финансового инвестирования), так как норма прибыли при долгосрочном финансовом инвестировании всегда выше, чем при краткосрочном. Формирование такого инвестиционного портфеля могут позволить себе лишь достаточно устойчивые в финансовом отношении предприятия.

По отношению к инвестиционным рискам различают три основных типа инвестиционного портфеля: агрессивный

(спекулятивный), умеренный (компромиссный) и консервативный. Такая типизация портфелей основана на дифференциации уровня инвестиционного риска (а значит, и уровня инвестиционной прибыли), на который согласен идти конкретный инвестор в процессе финансового инвестирования.

Агрессивный (спекулятивный) портфель представляет собой инвестиционный портфель, сформированный по критерию максимизации текущего дохода или прироста инвестированного капитала вне зависимости от сопутствующего ему уровня инвестиционного риска. Он позволяет получить максимальную норму инвестиционной прибыли на вложенный капитал, однако этому сопутствует наивысший уровень инвестиционного риска, при котором инвестированный капитал может быть потерян полностью или в значительной мере.

Умеренный (компромиссный) портфель представляет собой сформированную совокупность финансовых инструментов инвестирования, по которому общий уровень портфельного риска приближен к среднерыночному. Естественно, что по такому инвестиционному портфелю и норма инвестиционной прибыли на вложенный капитал будет также приближена к среднерыночной.

Консервативный портфель представляет собой инвестиционный портфель, сформированный по критерию минимизации уровня инвестиционного риска. Такой портфель, формируемый наиболее осторожными инвесторами, практически исключает использование финансовых инструментов, уровень инвестиционного риска по которым превышает среднерыночный. Консервативный инвестиционный портфель обеспечивает наиболее высокий уровень безопасности финансового инвестирования.

Исходя из этих основных типов инвестиционных портфелей формируются различные их варианты, которые используются при реализации политики финансового инвестирования предприятия. Такими основными вариантами типов инвестиционных портфелей являются:

- 1) агрессивный портфель дохода;
- 2) агрессивный портфель роста;
- 3) умеренный портфель дохода;
- 4) умеренный портфель роста;
- 5) консервативный портфель дохода;
- 6) консервативный портфель роста.

Диапазон типов инвестиционных портфелей может быть расширен в еще большей степени за счет их вариантов, имеющих промежуточное значение целей финансового инвестирования.

Определение целей финансового инвестирования и типа инвестиционного портфеля, реализующего избранную политику, позволяет перейти к непосредственному формированию инвестиционного портфеля путем включения в него соответствующих финансовых инструментов. Эффективность этого формирования связана с использованием *«современной портфельной теории»*, за разработку отдельных положений которой ряд авторов (Г. Марковиц, Д. Тобин, В. Шарп и др.) удостоены Нобелевской премии.

«Портфельная теория» представляет собой основанный на статистических методах механизм оптимизации формируемого инвестиционного портфеля по задаваемым критериям соотношения уровня его прибыльности и риска.

В основе современной портфельной теории лежит концепция *«эффективного портфеля»*, формирование которого призвано обеспечить наивысший уровень его доходности при заданном уровне риска или наименьший уровень его риска при заданном уровне доходности. Иными словами, при любом из заданных основных параметров формирования портфеля инвестор должен стремиться обеспечить наиболее эффективное сочетание по нему уровней риска и доходности.

Алгоритм реализации современной портфельной теории состоит из следующих этапов.

Рассмотрим основное содержание отдельных этапов и методы портфельной теории, позволяющей оптимизировать формируемый портфель финансовых инвестиций.

1. Оценка инвестиционных качеств отдельных видов финансовых инструментов инвестирования является предварительным этапом формирования портфеля. Она представляет собой процесс рассмотрения преимуществ и недостатков различных видов финансовых инструментов инвестирования с позиций конкретного инвестора исходя из целей сформированной им политики финансового инвестирования. *Результатом этого этапа формирования портфеля является определение соотношения долевых и долговых финансовых инструментов инвестирования в портфеле, а в разрезе каждой из этих групп – доли отдельных видов финансовых инструментов (акций, облигаций и т. п.).*

2. Формирование инвестиционных решений относительно включения в портфель индивидуальных финансовых инструментов инвестирования базируется на избранном типе портфеля, реализующем политику финансового инвестирования; наличии предложения отдельных финансовых инструментов на рынке; оценки стоимости и уровня прибыльности отдельных финансовых инструментов; оценки уровня систематического (рыночного) риска по каждому рассматриваемому финансовому инструменту. *Результатом этого этапа формирования портфеля является ранжированный по соотношению уровня прибыльности и риска перечень отобранных для включения в портфель конкретных финансовых инструментов.*

3. Оптимизация портфеля, направленная на снижение уровня его риска при заданном уровне доходности, основывается на оценке ковариации и соответствующей диверсификации инструментов портфеля.

Ковариация представляет собой статистическую характеристику, иллюстрирующую меру сходства (или различий) двух рассматриваемых величин в динамике, амплитуде и направлении

изменений. В процессе оптимизации инвестиционного портфеля изучается ковариация изменения (колебания) уровня инвестиционного дохода по различным сопоставимым видам финансовых инструментов.

Плотность ковариации между уровнями доходности по двум видам финансовых инструментов инвестирования может быть определена на основе коэффициента корреляции, который рассчитывается по следующей формуле:

$$KK_{\Phi} = \sum P_{1,2} \left(\frac{D_1 - \bar{D}_1}{\sigma_1} \right) \times \left(\frac{D_2 - \bar{D}_2}{\sigma_2} \right),$$

где KK_{Φ} – коэффициент корреляции доходности двух финансовых инструментов инвестирования; $P_{1,2}$ – вероятность возникновения возможных вариантов отклонений доходности по каждому из сравниваемых финансовых инструментов; D_1 – варианты уровня доходности первого финансового инструмента в процессе его колеблемости; \bar{D}_1 – средний уровень доходности по первому финансовому инструмента; D_2 – варианты уровня доходности второго финансового инструмента в процессе его колеблемости; \bar{D}_2 – средний уровень доходности по второму финансовому инструмента; σ_1 , σ_2 – среднеквадратическое (стандартное) отклонение доходности соответственно по первому и второму финансовому инструмента.

Коэффициент корреляции доходности по двум финансовым инструментам инвестирования может принимать значения от +1 (означает полную и положительную корреляцию между рассматриваемыми величинами) до –1 (означает полную и отрицательную корреляцию между рассматриваемыми величинами). Используя различия в ковариации инвестиционного дохода, можно подобрать в формируемый портфель такие виды финансовых инструментов, которые, не меняя уровня средней прибыльности портфеля, позволяют существенно снизить уровень его риска.

Диверсификация финансовых инструментов инвестирования позволяет уменьшить уровень несистематического (специфического) риска портфеля, а соответственно, и общий уровень портфельного риска. Чем выше количество финансовых инструментов, включенных в портфель, тем ниже при неизменном уровне инвестиционной прибыли будет уровень портфельного риска.

Результатом этого этапа формирования портфеля является обеспечение минимально возможного уровня его риска при заданном уровне инвестиционной прибыли.

4. Совокупная оценка сформированного портфеля по соотношению уровня доходности и риска позволяет оценить эффективность всей работы по его формированию.

Уровень доходности портфеля рассчитывается по следующей формуле:

$$УД_{\Pi} = \sum_{i=1}^n УП_i \times У_i ,$$

где $УД_{\Pi}$ – уровень доходности инвестиционного портфеля; $УД_i$ – уровень доходности отдельных финансовых инструментов в портфеле; $У_i$ – удельный вес отдельных финансовых инструментов в совокупной стоимости инвестиционного портфеля, выраженный десятичной дробью.

Уровень риска портфеля рассчитывается по следующей формуле:

$$УР_{\Pi} = \sum УСР_i \times У_i + УНР_{\Pi} ,$$

где $УР_{\Pi}$ – уровень риска инвестиционного портфеля; $УСР_i$ – уровень систематического риска отдельных финансовых инструментов (измеряемый с помощью бета-коэффициента); $У_i$ – удельный вес отдельных финансовых инструментов в совокупной стоимости инвестиционного портфеля, выраженный десятичной дробью; $УНР_{\Pi}$ – уровень несистематического риска портфеля, достигнутый в процессе его диверсификации.

Результатом этого этапа оценки портфеля является определение того, насколько удалось снизить уровень портфельного риска по отношению к среднерыночному его уровню, сформированному при заданном уровне прибыльности инвестиционного портфеля. В условиях функционирования нашего фондового рынка эта оценка должна быть дополнена и показателем уровня ликвидности сформированного портфеля.

Инвестиционный портфель, который полностью отвечает целям его формирования как по типу, так и по составу включенных в него финансовых инструментов, представляет собой *сбалансированный инвестиционный портфель.*

8.5. Оперативное управление портфелем финансовых инвестиций

Процесс формирования портфеля после его завершения уступает место процессу оперативного управления портфелем финансовых инвестиций.

Под оперативным управлением портфелем финансовых инвестиций понимается обоснование и реализация управленческих решений, обеспечивающих поддержание целевой инвестиционной направленности сформированного портфеля по параметрам его доходности, риска и ликвидности.

Изменение целей инвестора и объема инвестиционных ресурсов, значительные колебания конъюнктуры финансового рынка, изменение ставки ссудного процента, расширение предложения финансовых инструментов и ряд других условий вызывают необходимость текущей корректировки сформированного инвестиционного портфеля. Такая корректировка носит название «реструктуризации портфеля» и является основным содержанием процесса оперативного управления им на предприятии.

Процесс оперативного управления портфелем финансовых инвестиций осуществляется на предприятии по следующим основным этапам.

I. Организация постоянного мониторинга условий экономического развития страны и конъюнктуры финансового рынка в разрезе отдельных его сегментов

Такой мониторинг должен носить непрерывный характер в силу высокой динамики текущей конъюнктуры финансового рынка. В процессе мониторинга основное внимание должно быть уделено выявлению динамики факторов, влияющих на снижение уровня доходности, риска и ликвидности финансовых инструментов, входящих в состав портфеля предприятия. Система таких факторов наблюдается и анализируется отдельно по долевым и долговым видам финансовых инструментов.

Основные факторы, негативно влияющие на уровень доходности долевого и долговых финансовых инструментов инвестирования

1. *Снижение уровня выплачиваемых дивидендов вследствие уменьшения суммы прибыли эмитента.* Изменение уровня дивидендных выплат является первым тревожным симптомом предстоящего снижения рыночной стоимости конкретного вида акций. В какой бы убедительной форме не было преподнесено решение акционерной компании, это дает инвестору повод к детальной оценке эффективности инвестиций в эти акции.

2. *Снижение темпов прироста стоимости чистых активов эмитента (или уменьшение их суммы).* Хотя такое снижение может носить временный характер, оно неизбежно ведет к соответствующему уменьшению котировки акций на рынке.

3. *Конъюнктурный спад в отрасли, в которой эмитент осуществляет свою операционную деятельность.* Этот спад сказывается прежде всего на размере чистой прибыли эмитента от операционной деятельности, а следовательно, и на размере будущих дивидендов. Снижение уровня выплаты дивидендов в свою очередь вызывает снижение рыночной котировки акций данного эмитента.

4. *Существенное превышение рыночной цены финансового инструмента над реальной его стоимостью в момент приобретения инвестором.* Такая переоцененность стоимости долевых ценных бумаг вызывается, как правило, искусственно завышаемой ее котировкой самим эмитентом или соответствующей спекулятивной игрой участников фондового рынка. Повышение эффективности фондового рынка вызывает снижение цены таких переоцененных финансовых инструментов до уровня реальной их стоимости. Если в портфеле предприятия есть такие переоцененные финансовые активы, от них лучше избавиться заранее.

5. *Общий спад конъюнктуры фондового рынка.* Каков бы ни был уровень бета-коэффициента по фондовому портфелю в целом или отдельным его активам, спад конъюнктуры (снижение индекса) фондового рынка отрицательно сказывается на эффективности обращаемых ценных бумаг.

6. *Спекулятивная игра участников фондового рынка, характеризующаяся переходом от «рынка быков» к «рынку медведей».* Перелом в линии рынка по данному виду ценных бумаг является той пиковой точкой, в которой продажа этих долевых ценных бумаг является наиболее выгодной с позиций поддержания целевого уровня эффективности портфеля. Однако следует иметь в виду, что такая игра носит, как правило, краткосрочный характер и при формировании портфеля роста обычно может не учитываться инвестором.

7. *Повышение уровня налогообложения инвестиционного дохода по долевым финансовым инструментам.* Уменьшение уровня чистой инвестиционной прибыли может привести к снижению эффективности финансового инвестирования, даже несмотря на рост дивидендных выплат (если фактический прирост суммы дивидендов будет ниже суммы дополнительной уплаты налогов).

Основные факторы, негативно влияющие на уровень доходности долговых финансовых инструментов инвестирования

1. *Увеличение средней ставки процента за кредит на финансовом рынке.* Рост ссудного процента является основным фактором снижения уровня эффективности этих видов финансовых инструментов. Если этот рост прогнозируется и в дальнейшем, желательно, заменить долгосрочные финансовые инструменты данного вида на краткосрочные, которые более устойчивы к негативному влиянию этого фактора.

2. *Повышение темпов инфляции в сравнении с предшествующим периодом.* Рост темпа (индекса) инфляции в более высоких размерах, чем в предшествующем периоде, приводит к обесцениванию номинальной стоимости этих финансовых инструментов инвестирования и выплачиваемых по ним процентов. При прогнозируемой стабильности указанной тенденции без дополнительного размера инфляционной премии, устанавливаемой эмитентом, от таких финансовых инструментов в портфеле следует отказаться.

3. *Снижение уровня платежеспособности (кредитного рейтинга) эмитента долговых финансовых инструментов.* Следствием такого снижения является возрастание уровня риска и проблемы с ликвидностью таких финансовых инструментов, что, соответственно, снижает и уровень их эффективности.

4. *Непредусмотренное снижение размера выкупного фонда (фонда погашения) эмитента по данному финансовому обязательству.* Такое снижение вызывает негативные последствия для котировки таких видов финансовых инструментов инвестирования при приближающихся сроках их погашения.

5. *Снижение уровня премии за ликвидность по долгосрочным долговым финансовым инструментам.* При существенном снижении уровня ликвидности таких активов портфеля ранее установленный размер премии за ликвидность уже не соответствует новым реалиям рынка, что вызывает понижение их котировки и реально выплачиваемой суммы процента по ним.

6. *Повышение уровня налогообложения инвестиционного дохода по долговым финансовым инструментам.* Снижение

уровня чистого дохода сказывается на их инвестиционных качествах и эффективности портфеля финансовых инвестиций в целом.

Результаты мониторинга финансового рынка и условий экономического развития страны в разрезе рассмотренных факторов позволяют повысить обоснованность управленческих решений, принимаемых в процессе дальнейших этапов оперативного управления портфелем финансовых инвестиций предприятия.

II. Оперативная оценка уровня доходности, риска и ликвидности по сформированному портфелю финансовых инвестиций в динамике

В процессе такой оценки, которая должна носить регулярный характер, соответствующий периодичности осуществления мониторинга, выявляются тенденции уровня доходности, риска и ликвидности по портфелю в целом; их соответствие целевым параметрам формирования портфеля (типу портфеля); соответствие рассматриваемых параметров рыночной шкале «доходность – риск» и «доходность – ликвидность». Оценка аналогичных показателей проводится с установленной периодичностью по отдельным видам финансовых инструментов портфеля, а также в разрезе конкретных их разновидностей.

Результаты оценки служат основой принятия управленческих решений о необходимости и направлениях реструктуризации портфеля финансовых инвестиций.

III. Выбор принципиальных подходов к оперативной реструктуризации портфеля финансовых инвестиций предприятия

Теория оперативного управления портфелем финансовых инструментов инвестирования выделяет два принципиальных подхода к осуществлению этого управления – пассивный и активный. Эти подходы различаются как задачами, так и методами оперативного управления портфелем.

Пассивный подход к управлению портфелем основан на принципе «следования в фарватере рынка». Практическая

реализация этого принципа означает, что реструктуризация портфеля финансовых инвестиций должна четко отражать тенденции конъюнктуры фондового рынка как по общему объему (на основе общерыночных индексов динамики), так и по составу обращающихся на нем ценных бумаг. Иными словами, это динамика портфеля финансовых инвестиций предприятия в миниатюре. Основное внимание при пассивном подходе к управлению портфелем уделяется обеспечению его реструктуризации по видам ценных бумаг и глубокой диверсификации с целью снижения уровня портфельного риска. Приверженцы этого подхода считают, что эффективность портфеля на 90 % обеспечивается структурой видов финансовых инструментов и лишь на 10 % – конкретными их разновидностями в рамках отдельных видов. В наибольшей степени пассивный подход отражает менталитет формирования консервативного типа портфеля.

Активный подход к управлению портфелем основан на принципе «опережения рынка». Практическая реализация этого принципа означает, что реструктуризация портфеля финансовых инвестиций должна основываться на прогнозных расчетах рыночной конъюнктуры, а не отражать текущую ее динамику. Для этого подхода характерна индивидуализированная оценка предстоящей рыночной стоимости финансовых инструментов инвестирования с последующим включением в состав реструктурируемого портфеля недооцененных в текущем периоде ценных бумаг. Активный подход предполагает также глубокую индивидуализацию методов прогнозирования конъюнктуры фондового рынка, основанного преимущественно на фундаментальном его анализе. В наибольшей степени активный подход к управлению портфелем отражает менталитет агрессивного его формирования.

Выбор принципиального подхода к оперативной реструктуризации портфеля финансовых инвестиций определяет систему методов ее осуществления на предприятии.

IV. Реструктуризация портфеля по основным видам финансовых инструментов инвестирования

Такая реструктуризация осуществляется двумя различными методами в зависимости от избранного принципиального подхода к оперативному управлению портфелем. Основу этих методов составляет установление постоянного или переменного соотношения спекулятивной и консервативной частей портфеля финансовых инвестиций.

При постоянном соотношении спекулятивной и консервативной частей портфеля его реструктуризация по основным видам финансовых инструментов всегда должна быть направлена на обеспечение первоначальных целевых параметров его формирования. В зависимости от типа формируемого портфеля инвестор устанавливает постоянное соотношение спекулятивной и консервативной его частей, характеризуемое определенными видами финансовых инструментов инвестирования. Эти значения могут варьировать лишь в небольшом диапазоне в пределах установленных лимитов. При достижении этих лимитов проводятся операции по реструктуризации видов финансовых инструментов. Так, если сверх лимита возросла стоимость спекулятивных видов ценных бумаг, часть из них реализуется с параллельным приобретением ценных бумаг консервативных видов. Реструктуризация портфеля на основе метода постоянного соотношения отдельных видов финансовых инструментов отражает идеологию пассивного подхода к его управлению.

При переменном соотношении спекулятивной и консервативной частей портфеля инвестор постоянно варьирует состав видов ценных бумаг с учетом прогнозируемой динамики их рыночной стоимости. Если результаты прогноза показывают более благоприятную динамику рыночной стоимости финансовых инструментов спекулятивной части портфеля, их доля увеличивается при соответствующем снижении удельного веса финансовых инструментов консервативной его

части. И наоборот: при прогнозируемой неблагоприятной динамике рыночной стоимости финансовых инструментов спекулятивной части портфеля их доля соответственно снижается. Подчинение реструктуризации портфеля прогнозируемой динамике рыночной стоимости спекулятивных видов финансовых инструментов отражает идеологию активного подхода к его управлению.

V. Реструктуризация портфеля по конкретным разновидностям финансовых инструментов инвестирования

Методы такой реструктуризации портфеля определяются принципиальными подходами к его управлению.

При пассивном подходе к оперативному управлению портфелем основное внимание в осуществлении этого этапа реструктуризации портфеля уделяется обеспечению глубокой его *диверсификации* в рамках отдельных видов финансовых инструментов. Одним из методов, характерных для этого подхода к управлению, является также *иммунизация портфеля*, направленная на уменьшение процентного риска по долговым ценным бумагам. Суть этого метода состоит в подборе в портфель (в процессе ротации отдельных его финансовых инструментов) долговых ценных бумаг с периодом обращения, в рамках которого процентная ставка на финансовом рынке прогнозируется неизменной.

При активном подходе к оперативному управлению портфелем основное внимание на этом этапе реструктуризации портфеля уделяется поиску и приобретению недооцененных финансовых инструментов инвестирования. Этот подход использует так называемый «метод Грэхема»: инвестиционную теорию, утверждающую, что наиболее эффективной стратегией управления является формирование портфеля за счет таких фондовых инструментов, рыночные цены на которые ниже их реальной внутренней стоимости (исчисленной на основе оценки стоимости чистых активов компании). Этот метод характеризуют как идеологию активного управления портфелем, ориентированную на стоимость.

VI. Определение времени совершения сделок по реструктуризации портфеля финансовых инвестиций

Любая реструктуризация портфеля сопровождается продажей одних финансовых его инструментов и приобретением других. Принцип определения времени совершения таких сделок (известный как «золотое правило инвестирования») заключен в формуле «покупай дешево, продавай дорого». Реализация этого принципа на практике связана с прогнозированием краткосрочных конъюнктурных циклов (на основе методов технического анализа) и определением точки перелома конъюнктурной тенденции (переход от «рынка быков» к «рынку медведей» и наоборот).

VII. Обоснование альтернативных приказов брокеру на совершение сделок, обеспечивающих реструктуризацию портфеля

Одной из задач, стоящих перед оперативным управлением портфелем финансовых инструментов, является обеспечение минимизации текущих затрат по осуществлению его реструктуризации. Основу затрат по реализации принятых в этой области управленческих решений составляют издержки по брокерскому обслуживанию намечаемых сделок. От вида приказов брокеру во многом зависят сроки и объемы текущих затрат по совершению таких сделок, а в конечном итоге – эффективность оперативного управления сформированным портфелем финансовых инвестиций.

Различают два основных типа приказов брокеру на совершение сделок, обеспечивающих реструктуризацию портфеля, – «рыночный» и «лимитный».

Рыночный приказ определяет задание брокеру купить или продать соответствующий финансовый инструмент по наилучшей цене, определяемой текущей конъюнктурой фондового рынка. В реальной практике это означает, что приобретение соответствующего финансового инструмента должно быть осуществлено по наименьшей цене предложения, а продажа – по наивысшей цене спроса. Одним из вариантов

рыночного приказа является так называемый «стоп-приказ», который устанавливает пороговые значения рыночного приказа на покупку или продажу финансового инструмента. Рыночный приказ обеспечивает оперативную реструктуризацию портфеля в тех случаях, когда инвестор ожидает перелом конъюнктурной тенденции.

Лимитный приказ определяет задание брокеру купить или продать соответствующий финансовый инструмент по строго лимитированной цене (минимальной цене продажи или максимальной цене покупки) и в лимитированный промежуток времени. Приказ, действующий в течение продолжительного периода («открытый приказ») позволяет осуществлять реструктуризацию портфеля с более высоким уровнем эффективности. Лимитный приказ используется в тех случаях, когда принципиальное решение о покупке или продаже финансового инструмента не сопровождается ожидаемым в ближайшем периоде переломом конъюнктурной тенденции.

Сложность оперативного управления портфелем финансовых инвестиций определяет необходимость широкого использования в этом процессе современных компьютерных технологий. Программные продукты, связанные с использованием таких технологий, должны обеспечивать мониторинг основных параметров отдельных финансовых инструментов и портфеля финансовых инвестиций в целом, определять направления и сроки реструктуризации портфеля по основным видам и разновидностям финансовых инструментов, формировать наиболее эффективные альтернативные проекты приказов брокеру на совершение необходимых сделок. Программное оперативное управление портфелем финансовых инвестиций (известное под термином «программная торговля») получило широкое распространение в странах с развитой рыночной экономикой, где в этих целях разработаны многочисленные виды специальных управляющих программ.

Контрольные вопросы

1. Назовите особенности финансовых инвестиций.
2. Приведите этапы формирования политики управления финансовыми инвестициями.
3. Как классифицируются фондовые инструменты с позиций особенностей присущих им инвестиционных качеств?
4. Какие модели оценки стоимости облигаций существуют?
5. Какие существуют модели оценки стоимости акций?
6. Какие типы инвестиционных портфелей вы знаете?
7. Перечислите этапы формирования портфеля финансовых инвестиций.
8. Каковы этапы процесса оперативного управления портфелем финансовых инвестиций?
9. Какие факторы негативно влияют на уровень доходности долговых финансовых инструментов инвестирования?

Глава 9. УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ

9.1. Понятие денежного потока и характеристика его видов

Осуществление практически всех видов финансовых операций предприятия генерирует определенное движение денежных средств в форме их поступления или расходования. Это движение денежных средств функционирующего предприятия во времени представляет собой непрерывный процесс и определяется понятием «денежный поток».

Денежный поток предприятия представляет собой совокупность распределенных во времени поступлений и выплат денежных средств, генерируемых его хозяйственной деятельностью.

Концепция денежного потока предприятия как самостоятельного объекта финансового управления еще не получила достаточного отражения не только в отечественной, но и в зарубежной литературе по вопросам финансового менеджмента. Прикладные аспекты этой концепции рассматриваются обычно лишь в составе вопросов управления остатками денежных активов, управления формированием финансовых ресурсов и антикризисного управления предприятием при угрозе банкротства. Даже финансовая отчетность, характеризующая движение денежных средств предприятия в динамике, относительно недавно введена в систему международных стандартов бухгалтерского учета (в нашей стране такая отчетность находится в стадии становления).

Вместе с тем денежные потоки предприятия во всех их формах и видах, а соответственно, и совокупный его денежный поток, несомненно, являются важнейшим самостоятельным объектом финансового менеджмента, требующим углубления теоретических основ и расширения практических

рекомендаций. Это определяется той ролью, которую управление денежными потоками играет в развитии предприятия и формировании конечных результатов его финансовой деятельности.

Основные положения, определяющие высокую роль эффективного управления денежными потоками предприятия

1. Денежные потоки обслуживают осуществление хозяйственной деятельности предприятия практически во всех ее аспектах. Образно денежный поток можно представить как систему «финансового кровообращения» хозяйственного организма предприятия. Эффективно организованные денежные потоки предприятия являются важнейшим симптомом его «финансового здоровья», предпосылкой достижения высоких конечных результатов его хозяйственной деятельности в целом.

2. Эффективное управление денежными потоками обеспечивает финансовое равновесие предприятия в процессе его стратегического развития. Темпы этого развития, финансовая устойчивость предприятия в значительной мере определяются тем, насколько различные виды потоков денежных средств синхронизированы между собой по объемам и во времени. Высокий уровень такой синхронизации обеспечивает существенное ускорение реализации стратегических целей развития предприятия.

3. Рациональное формирование денежных потоков способствует повышению ритмичности осуществления операционного процесса предприятия. Любой сбой в осуществлении платежей отрицательно сказывается на формировании производственных запасов сырья и материалов, уровне производительности труда, реализации готовой продукции и т. п. В то же время эффективно организованные денежные потоки предприятия, повышая ритмичность осуществления операционного процесса, обеспечивают рост объема производства и реализации его продукции.

4. Эффективное управление денежными потоками позволяет сократить потребность предприятия в заемном капитале. Активно управляя денежными потоками, 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 потоками 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, обслуживающем хозяйственную деятельность предприятия. Ускоряя за счет эффективного управления денежными потоками оборот капитала, предприятие обеспечивает рост суммы генерируемой во времени прибыли.

6. Эффективное управление денежными потоками 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 неплатежеспособности.

7. Активные формы управления денежными потоками позволяют предприятию получать дополнительную прибыль, генерируемую непосредственно его денежными активами.

Речь идет в первую очередь об эффективном использовании временно свободных остатков денежных средств в составе оборотных активов, а также накапливаемых инвестиционных ресурсов в осуществлении финансовых инвестиций. Высокий уровень синхронизации по объему и во времени поступлений и выплат денежных средств позволяет снижать реальную потребность предприятия в текущем и страховом остатках денежных средств, обслуживающих операционный процесс, а также резерв инвестиционных ресурсов, формируемый в процессе осуществления реального инвестирования. Таким образом, эффективное управление денежными потоками предприятия способствует формированию дополнительных инвестиционных ресурсов для осуществления финансовых инвестиций, являющихся источником прибыли.

Понятие «денежный поток предприятия» является агрегированным, включающим в свой состав многочисленные виды этих потоков, обслуживающих хозяйственную деятельность. В целях обеспечения эффективного целенаправленного управления денежными потоками они требуют определенной классификации.

Классификация денежных потоков

1. По масштабам обслуживания хозяйственного процесса выделяются следующие виды денежных потоков:

- *денежный поток по предприятию в целом* — наиболее агрегированный вид денежного потока, который аккумулирует все виды денежных потоков, обслуживающих хозяйственный процесс предприятия в целом;
- *денежный поток по отдельным видам хозяйственной деятельности предприятия* — характеризует результат дифференциации совокупного денежного потока предприятия в разрезе отдельных видов его хозяйственной деятельности;
- *денежный поток по отдельным структурным подразделениям (центрам ответственности) предприятия* (такая дифференциация денежного потока предприятия определяет

его как самостоятельный объект управления в системе организационно-хозяйственного построения предприятия);

- *денежный поток по отдельным хозяйственным операциям* (в системе хозяйственного процесса предприятия такой вид денежного потока следует рассматривать как первичный объект самостоятельного управления).

2. По видам хозяйственной деятельности в соответствии с международными стандартами учета выделяют следующие виды денежных потоков:

- *денежный поток по операционной деятельности* — денежные выплаты поставщикам сырья и материалов; сторонним исполнителям отдельных видов услуг, обеспечивающих операционную деятельность; заработной платы персоналу, занятому в операционном процессе, а также осуществляющему управление этим процессом; налоговых платежей предприятия в бюджеты всех уровней и во внебюджетные фонды; другие выплаты, связанные с осуществлением операционного процесса. Одновременно этот вид денежного потока отражает поступления денежных средств от покупателей продукции; от налоговых органов в порядке осуществления перерасчета излишне уплаченных сумм и некоторые другие платежи, предусмотренные международными стандартами учета;

- *денежный поток по инвестиционной деятельности* — платежи и поступления денежных средств, связанные с осуществлением реального и финансового инвестирования, продажей выбывающих основных средств и нематериальных активов, ротацией долгосрочных финансовых инструментов инвестиционного портфеля и другие аналогичные потоки денежных средств, обслуживающие инвестиционную деятельность предприятия;

- *денежный поток по финансовой деятельности* — поступления и выплаты денежных средств, связанные с привлечением дополнительного акционерного и паевого капитала, получением долгосрочных и краткосрочных кредитов и займов,

уплатой в денежной форме дивидендов и процентов по вкладам собственников и некоторые другие денежные потоки, связанные с осуществлением внешнего финансирования хозяйственной деятельности предприятия.

3. По направленности движения денежных средств выделяют два основных вида денежных потоков:

- *положительный денежный поток* — совокупность поступлений денежных средств на предприятие от всех видов хозяйственных операций (в качестве аналога этого термина используется термин «приток денежных средств»);

- *отрицательный денежный поток* — совокупность выплат денежных средств предприятием в процессе осуществления всех видов его хозяйственных операций (в качестве аналога этого термина используется термин «отток денежных средств»).

Характеризуя эти виды денежных потоков, следует обратить внимание на высокую степень их взаимосвязи. Недостаточность объемов во времени одного из этих потоков обуславливает последующее сокращение объемов другого вида этих потоков. Поэтому в системе управления денежными потоками предприятия оба эти вида денежных потоков представляют собой единый (комплексный) объект финансового менеджмента.

4. По методу исчисления объема выделяют следующие виды денежных потоков предприятия:

- *валовой денежный поток* — вся совокупность поступлений или расходов денежных средств в рассматриваемом периоде времени в разрезе отдельных его интервалов;

- *чистый денежный поток* — разница между положительным и отрицательным денежными потоками (между поступлением и расходованием денежных средств) в рассматриваемом периоде времени в разрезе отдельных его интервалов. Чистый денежный поток является важнейшим результатом финансовой деятельности предприятия, во многом определяющим

финансовое равновесие и темпы возрастания его рыночной стоимости. Расчет чистого денежного потока по предприятию в целом, отдельным структурным его подразделениям (центрам ответственности), различным видам хозяйственной деятельности или отдельным хозяйственным операциям осуществляется по следующей формуле:

$$\text{ЧДП} = \text{ПДП} - \text{ОДП},$$

где ЧДП – сумма чистого денежного потока в рассматриваемом периоде времени; ПДП – сумма положительного денежного потока (поступлений денежных средств) в рассматриваемом периоде времени; ОДП – сумма отрицательного денежного потока (расходования денежных средств) в рассматриваемом периоде времени.

Как видно из этой формулы, в зависимости от соотношения объемов положительного и отрицательных потоков сумма чистого денежного потока может характеризоваться как положительной, так и отрицательной величинами, определяющими конечный результат соответствующей хозяйственной деятельности предприятия и влияющими в конечном итоге на формирование размера остатка его денежных активов.

5. По уровню достаточности объема выделяют следующие виды денежных потоков предприятия:

- *избыточный денежный поток* – денежный поток, при котором поступления денежных средств существенно превышают реальную потребность предприятия в целенаправленном их расходовании. Свидетельством избыточного денежного потока является высокая положительная величина чистого денежного потока, не используемого в процессе осуществления хозяйственной деятельности предприятия;

- *дефицитный денежный поток* – денежный поток, при котором поступления денежных средств существенно ниже реальных потребностей предприятия в целенаправленном их

расходовании. Даже при положительном значении суммы чистого денежного потока он может характеризоваться как дефицитный, если эта сумма не обеспечивает плановую потребность в расходовании денежных средств по всем предусмотренным направлениям хозяйственной деятельности предприятия. Отрицательное же значение суммы чистого денежного потока автоматически делает этот поток дефицитным.

6. По методу оценки во времени выделяют следующие виды денежного потока:

- *настоящий денежный поток* — денежный поток предприятия как единая сопоставимая его величина, приведенная по стоимости к текущему моменту времени;

- *будущий денежный поток* — денежный поток предприятия как единая сопоставимая его величина, приведенная по стоимости к конкретному предстоящему моменту времени. Понятие «будущий денежный поток» может использоваться и как номинальная его величина в предстоящем моменте времени (или в разрезе предстоящих интервалов будущего периода), которая применяется для дисконтирования в целях приведения к настоящей стоимости.

Рассматриваемые виды денежного потока предприятия отражают содержание концепции оценки стоимости денег во времени применительно к хозяйственным операциям предприятия.

7. По непрерывности формирования в рассматриваемом периоде различают следующие виды денежных потоков предприятия:

- *регулярный денежный поток* — поток поступления или расходования денежных средств по отдельным хозяйственным операциям (денежным потокам одного вида), который в рассматриваемом периоде времени осуществляется постоянно по отдельным интервалам этого периода. Характер регулярного носят большинство видов денежных потоков, генерируемых операционной деятельностью предприятия; потоки,

связанные с обслуживанием финансового кредита во всех его формах; денежные потоки, обеспечивающие реализацию долгосрочных реальных инвестиционных проектов и т. п.;

- *дискретный денежный поток* – поступление или расходование денежных средств, связанное с осуществлением единичных хозяйственных операций предприятия в рассматриваемом периоде времени. Характер дискретного денежного потока носит одноразовое расходование денежных средств, связанное с приобретением предприятием целостного имущественного комплекса, покупкой лицензии франчайзинга; поступлением финансовых средств в порядке безвозмездной помощи и т. п.

Рассматривая эти виды денежных потоков предприятия, следует обратить внимание на то, что они различаются лишь в рамках конкретного временного интервала. При определенном минимальном временном интервале все денежные потоки предприятия могут рассматриваться как дискретные. И наоборот: в рамках жизненного цикла предприятия преимущественная часть его денежных потоков носит регулярный характер.

8. По стабильности временных интервалов формирования регулярные денежные потоки характеризуются следующими видами:

- *регулярный денежный поток с равномерными временными интервалами в рамках рассматриваемого периода.* Такой денежный поток поступления или расходования денежных средств носит характер аннуитета (он был подробно рассмотрен в процессе изложения концепции оценки стоимости денег во времени);

- *регулярный денежный поток с неравномерными временными интервалами в рамках рассматриваемого периода.* Примером такого денежного потока может служить график лизинговых платежей за арендуемое имущество с согласованными сторонами неравномерными интервалами времени их осуществления на протяжении срока лизингования актива.

Рассмотренная классификация позволяет более целенаправленно осуществлять учет, анализ и планирование денежных потоков различных видов на предприятии.

Концепция исследования денежных потоков предприятия предполагает:

- идентификацию денежных потоков предприятия по отдельным их видам;
- определение общего объема денежных потоков отдельных видов в рассматриваемом периоде времени.

Система основных показателей, характеризующих объем формируемых денежных потоков предприятия, включает:

- объема поступления денежных средств;
- расходования денежных средств;
- остатков денежных средств на начало и конец рассматриваемого периода;
- чистого денежного потока;
- распределение общего объема денежных потоков отдельных видов по отдельным интервалам рассматриваемого периода. Число и продолжительность таких интервалов определяется конкретными задачами анализа или планирования денежных потоков;
- оценку факторов внутреннего и внешнего характера, влияющих на формирование денежных потоков предприятия.

9.2. Принципы управления денежными потоками предприятия

Управление денежными потоками предприятия является важной составной частью общей системы управления его финансовой деятельностью. Оно позволяет решать разнообразные задачи финансового менеджмента и подчинено его главной цели.

Процесс управления денежными потоками предприятия базируется на определенных принципах.

1. Принцип информативной достоверности. Как и каждая управляющая система, управление денежными потоками предприятия должно быть обеспечено необходимой информационной базой. Создание такой информационной базы представляет определенные трудности, так как прямая финансовая отчетность, базирующаяся на единых методических принципах бухгалтерского учета, отсутствует. Отличия методов ведения бухгалтерского учета в нашей стране от принятых в международной практике еще больше усложняют задачу формирования достоверной информационной базы управления денежными потоками предприятия. В этих условиях обеспечение принципа информативной достоверности связано с осуществлением сложных вычислений, которые требуют унификации методических подходов.

2. Принцип обеспечения сбалансированности. Управление денежными потоками предприятия имеет дело со многими видами и разновидностями таких потоков, рассмотренными в процессе их классификации. Их подчиненность единым целям и задачам управления требует обеспечения сбалансированности денежных потоков предприятия по видам, объемам, временным интервалам и другим существенным характеристикам. Реализация этого принципа связана с оптимизацией денежных потоков предприятия в процессе управления ими.

3. Принцип обеспечения эффективности. Денежные потоки предприятия характеризуются существенной неравномерностью поступления и расходования денежных средств в разрезе отдельных временных интервалов, что приводит к формированию значительных объемов временно свободных денежных активов предприятия. По существу эти временно свободные остатки денежных средств носят характер непроизводительных активов (до момента их использования в хозяйственном процессе), которые теряют свою стоимость во времени, из-за инфляции и по другим причинам. Реализация

принципа эффективности в процессе управления денежными потоками заключается в обеспечении эффективного их использования путем осуществления финансовых инвестиций предприятия.

4. Принцип обеспечения ликвидности. Высокая неравномерность отдельных видов денежных потоков порождает временный дефицит денежных средств предприятия, который отрицательно сказывается на уровне его платежеспособности. Поэтому в процессе управления денежными потоками необходимо обеспечивать достаточный уровень их ликвидности на протяжении всего рассматриваемого периода. Реализация этого принципа обеспечивается путем соответствующей синхронизации положительного и отрицательного денежных потоков в разрезе каждого временного интервала рассматриваемого периода.

С учетом рассмотренных принципов организуется конкретный процесс управления денежными потоками предприятия.

Основной целью управления денежными потоками является обеспечение финансового равновесия предприятия в процессе его развития путем балансирования объемов поступления и расходования денежных средств и их синхронизации во времени.

Процесс управления денежными потоками предприятия последовательно охватывает следующие основные этапы.

1. Обеспечение полного и достоверного учета денежных потоков предприятия и формирование необходимой отчетности. Этот этап управления призван реализовать принцип информативной его достоверности. В процессе осуществления этого этапа управления денежными потоками обеспечивается координация функций и задач служб бухгалтерского учета и финансового менеджмента предприятия.

Основной целью организации учета и формирования соответствующей отчетности, характеризующей денежные потоки предприятия различных видов, является обеспечение финансовых

менеджеров необходимой информацией для проведения всестороннего их анализа, планирования и контроля.

В соответствии с международными стандартами учета и сложившейся практикой для подготовки отчетности о движении денежных средств используются два основных метода: *косвенный и прямой*. Эти методы различаются между собой полнотой представления данных о денежных потоках предприятия, исходной информацией для разработки отчетности и другими параметрами.

Косвенный метод направлен на получение данных, характеризующих *чистый денежный поток* предприятия в отчетном периоде. Источником информации для разработки отчетности о движении денежных средств предприятия этим методом являются отчетный баланс и отчет о финансовых результатах и их использовании. Расчет чистого денежного потока предприятия косвенным методом осуществляется по видам хозяйственной деятельности и предприятию в целом.

По операционной деятельности базовым элементом расчета чистого денежного потока предприятия косвенным методом выступает его чистая прибыль, полученная в отчетном периоде. Путем внесения соответствующих коррективов чистая прибыль преобразуется затем в показатель чистого денежного потока. Принципиальная формула, по которой осуществляется расчет этого показателя по операционной деятельности, имеет следующий вид:

$$\text{ЧДП}_o = \text{ЧП} + A_{oc} + A_{на} \pm \Delta\text{ДЗ} \pm \Delta\text{З}_{tm} \pm \Delta\text{КЗ} \pm \Delta\text{ДР},$$

где ЧДП_o – сумма чистого денежного потока предприятия по операционной деятельности в рассматриваемом периоде; ЧП – сумма чистой прибыли предприятия; A_{oc} – сумма амортизации основных средств; $A_{на}$ – сумма амортизации нематериальных активов; $\Delta\text{ДЗ}$ – прирост (снижение) суммы дебиторской задолженности; $\Delta\text{З}_{tm}$ – прирост (снижение) суммы

запасов товарно-материальных ценностей, входящих в состав оборотных активов; $\Delta ДКЗ$ – прирост (снижение) суммы кредиторской задолженности; $\Delta ДР$ – прирост (снижение) суммы резервного и других страховых фондов.

По инвестиционной деятельности сумма чистого денежного потока определяется как разница между суммой реализации отдельных видов внеоборотных активов и суммой их приобретения в отчетном периоде. Принципиальная формула, по которой осуществляется расчет этого показателя по инвестиционной деятельности, имеет следующий вид:

$$\text{ЧДП}_{\text{И}} = P_{\text{ос}} + P_{\text{на}} + P_{\text{дфи}} + P_{\text{са}} + D_{\text{п}} - \Pi_{\text{ос}} - \Delta \text{НКС} - \Pi_{\text{на}} - \Pi_{\text{дфи}} - B_{\text{са}},$$

где $\text{ЧДП}_{\text{И}}$ – сумма чистого денежного потока предприятия по инвестиционной деятельности в рассматриваемом периоде; $P_{\text{ос}}$ – сумма реализации выбывших основных средств; $P_{\text{на}}$ – сумма реализации выбывших нематериальных активов; $P_{\text{дфи}}$ – сумма реализации долгосрочных финансовых инструментов инвестиционного портфеля предприятия; $P_{\text{са}}$ – сумма повторной реализации ранее выкупленных собственных акций предприятия; $D_{\text{п}}$ – сумма дивидендов (процентов), полученных предприятием по долгосрочным финансовым инструментам инвестиционного портфеля; $\Pi_{\text{ос}}$ – сумма приобретенных основных средств; $\Delta \text{НКС}$ – сумма прироста незавершенного капитального строительства; $\Pi_{\text{на}}$ – сумма приобретения нематериальных активов; $\Pi_{\text{дфи}}$ – сумма приобретения долгосрочных финансовых инструментов инвестиционного портфеля предприятия; $B_{\text{са}}$ – сумма выкупленных собственных акций предприятия.

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. Принципиальная формула,

по которой осуществляется расчет этого показателя финансовой деятельности, имеет следующий вид:

$$\text{ЧДП}_\text{ф} = \text{П}_\text{ск} + \text{П}_\text{дк} + \text{П}_\text{кк} + \text{БЦФ} - \text{В}_\text{дк} - \text{В}_\text{кк} - \text{Д}_\text{у},$$

где $\text{ЧДП}_\text{ф}$ – сумма чистого денежного потока предприятия по финансовой деятельности в рассматриваемом периоде; $\text{П}_\text{ск}$ – сумма дополнительно привлеченного из внешних источников собственного акционерного или паевого капитала; $\text{П}_\text{дк}$ – сумма дополнительно привлеченных долгосрочных кредитов и займов; $\text{П}_\text{кк}$ – сумма дополнительно привлеченных краткосрочных кредитов и займов; БЦФ – сумма средств, поступивших в порядке безвозмездного целевого финансирования предприятия; $\text{В}_\text{дк}$ – сумма выплаты (погашения) основного долга по долгосрочным кредитам и займам; $\text{В}_\text{кк}$ – сумма выплаты (погашения) основного долга по краткосрочным кредитам и займам; $\text{Д}_\text{у}$ – сумма дивидендов (процентов), уплаченных собственникам предприятия (акционерам) на вложенный капитал (акции, паи и т. п.).

Результаты расчета суммы чистого денежного потока по операционной, инвестиционной и финансовой деятельности позволяют определить общий его размер по предприятию в отчетном периоде. Этот показатель рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{ЧДП}_\text{н} = \text{ЧДП}_\text{о} + \text{ЧДП}_\text{и} + \text{ЧДП}_\text{ф},$$

где $\text{ЧДП}_\text{н}$ – общая сумма чистого денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде; $\text{ЧДП}_\text{о}$ – сумма чистого денежного потока предприятия по операционной деятельности; $\text{ЧДП}_\text{и}$ – сумма чистого денежного потока предприятия по инвестиционной деятельности; $\text{ЧДП}_\text{ф}$ – сумма чистого денежного потока предприятия по финансовой деятельности.

Использование косвенного метода расчета движения денежных средств позволяет определить потенциал формирования предприятием основного внутреннего источника финансирования своего развития – чистого денежного потока по операционной и инвестиционной деятельности, а также выявить динамику всех факторов, влияющих на его формирование. Кроме того, следует отметить относительно низкую трудоемкость формирования отчетности о движении денежных средств, так как подавляющее большинство необходимых для расчета косвенным методом показателей содержится в иных формах действующей финансовой отчетности предприятия.

Прямой метод направлен на получение данных, характеризующих как *валовой*, так и *чистый денежный поток* предприятия в отчетном периоде. Он призван отражать весь объем поступления и расходования денежных средств в разрезе отдельных видов хозяйственной деятельности и по предприятию в целом. Различия полученных результатов расчета денежных потоков прямым и косвенным методом относятся только к операционной деятельности предприятия. При использовании прямого метода расчета денежных потоков используются непосредственные данные бухгалтерского учета, характеризующие все виды поступлений и расходования денежных средств.

Принципиальная формула, по которой осуществляется расчет суммы чистого денежного потока по операционной деятельности предприятия прямым методом, имеет следующий вид:

$$\text{ЧДП}_o = \text{РП} + \text{ПП}_o - \text{З}_{\text{тм}} - \text{ЗП}_{\text{опб}} - \text{ЗП}_{\text{ав}} - \text{НБ}_o - \text{НП}_{\text{вф}} - \text{ПВ}_o,$$

где ЧДП_o – сумма чистого денежного потока предприятия по операционной деятельности в рассматриваемом периоде; РП – сумма денежных средств, полученных от реализации продукции; ПП_o – сумма прочих поступлений

денежных средств в процессе операционной деятельности; $Z_{\text{тм}}$ – сумма денежных средств, выплаченных за приобретение сырья, материалов и полуфабрикатов у поставщиков; $Z\text{П}_{\text{опб}}$ – сумма заработной платы, выплаченной оперативно-му персоналу; $Z\text{П}_{\text{ay}}$ – сумма заработной платы, выплаченной административно-управленческому персоналу; НБ_6 – сумма налоговых платежей, перечисленная в бюджет; $\text{НП}_{\text{вф}}$ – сумма налоговых платежей, перечисленная во внебюджетные фонды; ПВ_0 – сумма прочих выплат денежных средств в процессе операционной деятельности.

Расчеты суммы чистого денежного потока предприятия по инвестиционной и финансовой деятельности, а также по предприятию в целом осуществляются по тем же алгоритмам, что и при косвенном методе.

Результаты проведенных расчетов отражаются в следующей табличной форме.

В соответствии с принципами международного учета метод расчета денежных потоков предприятие выбирает самостоятельно, однако более предпочтительным считается прямой метод, позволяющий получить более полное представление об их объеме и составе.

2. Анализ денежных потоков предприятия в предшествующем периоде. Основной целью этого анализа является выявление уровня достаточности формирования денежных средств, эффективности их использования, а также сбалансированности положительного и отрицательного денежных потоков предприятия по объему и во времени. Анализ денежных потоков проводится по предприятию в целом, в разрезе основных видов его хозяйственной деятельности, по отдельным структурным подразделениям («центрам ответственности»).

На первом этапе анализа рассматривается динамика объема формирования положительного денежного потока предприятия в разрезе отдельных источников. В процессе этого аспекта анализа темпы прироста положительного денежного

потока сопоставляются с темпами прироста активов предприятия, объемов производства и реализации продукции. Особое внимание на этом этапе анализа уделяется изучению соотношения привлечения денежных средств за счет внутренних и внешних источников, выявлению степени зависимости развития предприятия от внешних источников финансирования.

На втором этапе анализа рассматривается динамика объема формирования отрицательного денежного потока предприятия, а также структуры этого потока по направлениям расходования денежных средств. В процессе этого этапа определяется, насколько соразмерно развивались за счет расходования денежных средств отдельные виды активов предприятия, обеспечивающие прирост его рыночной стоимости; по каким направлениям использовались денежные средства, привлеченные из внешних источников; в какой мере погашалась сумма основного долга по привлеченным ранее кредитам и займам.

На третьем этапе анализа рассматривается сбалансированность положительного и отрицательного денежных потоков по общему объему; изучается динамика показателя чистого денежного потока как важнейшего результативного показателя финансовой деятельности предприятия и индикатора уровня сбалансированности его денежных потоков в целом. В процессе анализа определяется роль и место чистой прибыли предприятия в формировании его чистого денежного потока; выявляется степень достаточности амортизационных отчислений с позиций необходимого обновления основных средств и нематериальных активов.

Особое место в процессе этого этапа анализа уделяется *качеству чистого денежного потока* — обобщенной характеристике структуры источников формирования этого показателя. Высокое качество чистого денежного потока характеризуется ростом удельного веса чистой прибыли, полученной за счет роста выпуска продукции и снижения ее себестоимости,

а низкое – за счет увеличения доли чистой прибыли, связанного с ростом цен на продукцию, осуществлением внеэкономических операций и т. п.

Одним из аспектов анализа, осуществляемого на этом этапе, является определение достаточности генерируемого предприятием чистого денежного потока с позиций финансируемых им потребностей. В этих целях используется коэффициент достаточности чистого денежного потока, который рассчитывается по следующей формуле:

$$КД_{чдп} = \frac{ЧДП}{ОД + \Delta Z_{TM} + D_y},$$

где $КД_{чдп}$ – коэффициент достаточности чистого денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде; $ЧДП$ – сумма чистого денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде; $ОД$ – сумма выплат основного долга по краткосрочным и долгосрочным кредитам и займам предприятия; ΔZ_{TM} – сумма прироста запасов товарно-материальных ценностей в составе оборотных активов предприятия; D_y – сумма дивидендов (процентов), выплаченных собственникам предприятия (акционерам) на вложенный капитал (акции, паи и т. п.).

В целях устранения влияния хозяйственных циклов расчет коэффициента достаточности чистого денежного потока предприятия рекомендуется осуществлять за три последних года (но не менее чем за полный хозяйственный год).

На четвертом этапе анализа исследуется синхронность формирования положительного и отрицательного денежных потоков в разрезе отдельных интервалов отчетного периода; рассматривается динамика остатков денежных активов предприятия, отражающая уровень этой синхронности и обеспечивающая абсолютную платежеспособность. В процессе исследования синхронности формирования различных видов денежных потоков рассчитывается динамика коэффициента ликвидности денежного потока предприятия в разрезе

отдельных интервалов рассматриваемого периода. Расчет этого показателя осуществляется по следующей формуле:

$$КЛ_{дп} = \frac{ПДП - (ДА_{к} - ДА_{н})}{ОДП},$$

где $КЛ_{дп}$ – коэффициент ликвидности денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде; ПДП – сумма валового положительного денежного потока (поступления денежных средств); $ДА_{к}$ – сумма остатка денежных активов предприятия на конец рассматриваемого периода; $ДА_{н}$ – сумма остатка денежных активов предприятия на начало рассматриваемого периода; ОДП – сумма валового отрицательного денежного потока (расходования денежных средств).

На пятом этапе анализа определяется эффективность денежных потоков предприятия. Обобщающим показателем такой оценки выступает коэффициент эффективности денежного потока предприятия, который рассчитывается по следующей формуле:

$$КЭ_{дп} = \frac{ЧДП}{ОДП},$$

где $КЭ_{дп}$ – коэффициент эффективности денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде; ЧДП – сумма чистого денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде; ОДП – сумма валового отрицательного денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде.

Определенное представление об уровне эффективности денежного потока позволяет получить и коэффициент эффективности денежного потока предприятия, который рассчитывается по следующей формуле:

$$КР_{чдп} = \frac{ЧДП - Д_{у}}{\Delta РИ + \Delta ФИ_{д}},$$

где $КР_{чдп}$ – коэффициент реинвестирования чистого денежного потока в рассматриваемом периоде; ЧДП – сумма

чистого денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде; D_y – сумма дивидендов (процентов), уплаченных собственникам предприятия (акционерам) на вложенный капитал (акции, паи и т. п.); $\Delta PИ$ – сумма прироста реальных инвестиций предприятия (во всех их формах) в рассматриваемом периоде; $\Delta ФИ_d$ – сумма прироста долгосрочных финансовых инвестиций предприятия в рассматриваемом периоде.

Расчет этого коэффициента рекомендуется осуществлять за три последних года (но не менее чем за один хозяйственный год).

Эти обобщающие показатели могут быть дополнены рядом частных: коэффициентом рентабельности использования среднего остатка денежных активов в краткосрочных финансовых вложениях; коэффициентом рентабельности использования среднего остатка накапливаемых инвестиционных ресурсов в долгосрочных финансовых вложениях и т. п.

Результаты анализа используются для выявления резервов оптимизации денежных потоков предприятия и их планирования на предстоящий период.

3. Оптимизация денежных потоков предприятия. Такая оптимизация является одной из важнейших функций управления денежными потоками, направленной на повышение их эффективности в предстоящем периоде. Важнейшими задачами, решаемыми в процессе этого этапа управления денежными потоками, являются: выявление и реализация резервов, позволяющих снизить зависимость предприятия от внешних источников привлечения денежных средств; обеспечение более полной сбалансированности положительных и отрицательных денежных потоков во времени и по объемам; обеспечение более тесной взаимосвязи денежных потоков по видам хозяйственной деятельности предприятия; повышение суммы и качества чистого денежного потока, генерируемого хозяйственной деятельностью предприятия.

4. Планирование денежных потоков предприятия в разрезе различных их видов. Такое планирование носит прогнозный характер в силу неопределенности ряда исходных его предпосылок. Поэтому планирование денежных потоков осуществляется в форме многовариантных плановых расчетов этих показателей при различных сценариях развития отдельных факторов (оптимистическом, реалистическом, пессимистическом).

5. Обеспечение эффективного контроля денежных потоков предприятия. Объектом такого контроля являются выполнение установленных плановых заданий по формированию объема денежных средств и их расходованию по предусмотренным направлениям; равномерность формирования денежных потоков во времени, контроль ликвидности денежных потоков и их эффективности. Эти показатели контролируются в процессе мониторинга текущей финансовой деятельности предприятия.

9.3. Методы оптимизации денежных потоков предприятия

Одним из наиболее важных и сложных этапов управления денежными потоками предприятия является их оптимизация.

Оптимизация денежных потоков представляет собой процесс выбора наилучших форм их организации на предприятии с учетом условий и особенностей осуществления его хозяйственной деятельности.

Основными целями оптимизации денежных потоков предприятия являются:

- обеспечение сбалансированности объемов денежных потоков;
- обеспечение синхронности формирования денежных потоков во времени;
- обеспечение роста чистого денежного потока предприятия.

Основными объектами оптимизации выступают:

- положительный денежный поток;
- отрицательный денежный поток;
- остаток денежных активов;
- чистый денежный поток.

Важнейшей предпосылкой осуществления оптимизации денежных потоков является изучение факторов, влияющих на их объемы и характер формирования во времени. Эти факторы можно подразделить на внешние и внутренние.

В системе внешних факторов основную роль играют следующие:

1. *Конъюнктура товарного рынка.* Изменение конъюнктуры этого рынка определяет изменение главной компоненты положительного денежного потока предприятия – объема поступления денежных средств от реализации продукции. Повышение конъюнктуры товарного рынка, в сегменте которого предприятие осуществляет свою операционную деятельность, приводит к росту объема положительного денежного потока по этому виду хозяйственной деятельности. И наоборот, спад конъюнктуры вызывает так называемый «*спазм ликвидности*», характеризующий временную нехватку денежных средств при скоплении на предприятии значительных запасов готовой продукции, которая не может быть реализована.

2. *Конъюнктура фондового рынка.* Характер этой конъюнктуры влияет прежде всего на возможности формирования денежных потоков за счет эмиссии акций и облигаций предприятия. Кроме того, конъюнктура фондового рынка определяет возможность эффективного использования временно свободного остатка денежных средств, вызванного несогласованностью объемов положительного и отрицательного денежных потоков предприятия во времени. Наконец, конъюнктура фондового рынка влияет на формирование объемов денежных потоков, генерируемых портфелем ценных бумаг предприятия, в форме получаемых процентов и дивидендов.

3. *Система налогообложения предприятий.* Налоговые платежи составляют значительную часть объема отрицательного денежного потока предприятия, а установленный график их осуществления определяет характер этого потока во времени. Поэтому любые изменения в налоговой системе – появление новых видов налогов, изменение ставок налогообложения, отмена или предоставление налоговых льгот, изменение графика внесения налоговых платежей и т. п. – определяют соответствующие изменения в объеме и характере отрицательного денежного потока предприятия.

4. *Сложившаяся практика кредитования поставщиков и покупателей продукции.* Эта практика определяет сложившийся порядок приобретения продукции: на условиях ее предоплаты; на условиях наличного платежа («платежа против документов»); на условиях отсрочки платежа (предоставления коммерческого кредита). Влияние этого фактора проявляется в формировании как положительного (при реализации продукции), так и отрицательного (при закупке сырья, материалов, полуфабрикатов, комплектующих изделий и т. п.) денежного потока предприятия во времени.

5. *Система осуществления расчетных операций хозяйствующих субъектов.* Характер расчетных операций влияет на формирование денежных потоков во времени: если расчет наличными деньгами ускоряет осуществление этих потоков, то расчеты чеками, аккредитивами и другими платежными документами эти потоки соответственно замедляют.

6. *Доступность финансового кредита.* Эта доступность во многом определяется сложившейся конъюнктурой кредитного рынка (поэтому этот фактор рассматривается как внешний, не учитывающий уровень кредитоспособности конкретных предприятий). В зависимости от конъюнктуры этого рынка растет или снижается объем предложения «коротких» или «длинных», «дорогих» или «дешевых» денег, а соответственно, и возможность формирования денежных потоков предприятия

за счет этого источника (как положительных – при получении финансового кредита, так и отрицательных – при его обслуживании и амортизации суммы основного долга).

7. *Возможность привлечения средств безвозмездного целевого финансирования.* Такой возможностью обладают в основном государственные предприятия различного уровня подчинения. Влияние этого фактора проявляется в том, что, формируя определенный дополнительный объем положительного денежного потока, он не вызывает соответствующего объема формирования отрицательного денежного потока. Это создает положительные предпосылки к росту суммы чистого денежного потока предприятия.

Основные внутренние факторы

1. *Жизненный цикл предприятия.* На разных стадиях этого жизненного цикла формируются не только разные объемы денежных потоков, но и их виды (по структуре источников формирования положительного денежного потока и направлений использования отрицательного денежного потока). Характер поступательного развития предприятия по стадиям жизненного цикла играет большую роль в прогнозировании объемов и видов его денежных потоков.

2. *Продолжительность операционного цикла.* Чем короче продолжительность этого цикла, тем больше оборотов совершают денежные средства, инвестированные в оборотные активы, и соответственно, тем больше объем и выше интенсивность как положительного, так и отрицательного денежных потоков предприятия. Увеличение объемов денежных потоков при ускорении операционного цикла не только не приводит к росту потребности в денежных средствах, инвестированных в оборотные активы, но даже снижает размер этой потребности.

3. *Сезонность производства и реализации продукции.* По источникам возникновения (сезонные условия производства, сезонные особенности спроса) этот фактор можно было бы

отнести к числу внешних, однако технологический прогресс позволяет предприятию оказывать непосредственное воздействие на интенсивность его проявления. Этот фактор оказывает существенное влияние на формирование денежных потоков предприятия во времени, определяя ликвидность этих потоков в разрезе отдельных временных интервалов. Кроме того, этот фактор необходимо учитывать в процессе управления эффективностью использования временно свободных остатков денежных средств, вызванных отрицательной корреляцией положительного и отрицательного денежных потоков во времени.

4. *Неотложность инвестиционных программ.* Степень этой неотложности формирует потребность в объеме соответствующего отрицательного денежного потока, увеличивая одновременно необходимость формирования положительного денежного потока. Этот фактор оказывает существенное влияние не только на объемы денежных потоков предприятия, но и на характер их протекания во времени.

5. *Амортизационная политика предприятия.* Избранные предприятием методы амортизации основных средств, а также сроки амортизации нематериальных активов создают различную интенсивность амортизационных потоков, которые денежными средствами непосредственно не обслуживаются. Это порождает иллюзорную точку зрения, что амортизационные потоки к денежным потокам отношения не имеют. Вместе с тем амортизационные потоки — их объем и интенсивность — являясь самостоятельным элементом формирования цены продукции, оказывают существенное влияние на объем положительного денежного потока предприятия в составе основной его компоненты — поступления денежных средств от реализации продукции. Влияние амортизационной политики предприятия проявляется в особенностях формирования его чистого денежного потока. При осуществлении ускоренной амортизации активов в составе чистого денежного

потока возрастает доля амортизационных отчислений и, соответственно, снижается (но не в прямой пропорции из-за действия «налогового щита») доля чистой прибыли предприятия.

6. *Коэффициент операционного левериджа.* Этот показатель оказывает существенное воздействие на пропорции темпов изменения объема чистого денежного потока и объема реализации продукции. Механизм этого воздействия на формирование чистой прибыли предприятия (основной составляющей общей суммы чистого денежного потока) был рассмотрен ранее.

7. *Финансовый менталитет владельцев и менеджеров предприятия.* Выбор консервативных, умеренных или агрессивных принципов финансирования активов и осуществления других финансовых операций определяет структуру видов денежных потоков предприятия (объемы привлечения денежных средств из различных источников, а соответственно, и структуру направлений возвратных денежных потоков), объемы страховых запасов отдельных видов активов (а значит, и денежные потоки, связанные с их формированием), уровень доходности финансовых инвестиций (а следовательно, и объем денежного потока по полученным процентам и дивидендам).

Характер влияния рассмотренных факторов используется в процессе оптимизации денежных потоков предприятия.

Основу оптимизации денежных потоков предприятия составляет обеспечение сбалансированности объемов положительного и отрицательного их видов. На результаты хозяйственной деятельности предприятия отрицательное воздействие оказывают как дефицитный, так и избыточный денежные потоки.

Отрицательные последствия дефицитного денежного потока проявляются в снижении ликвидности и уровня платежеспособности предприятия, росте просроченной кредиторской задолженности поставщикам сырья и материалов, повышении доли просроченной задолженности по полученным финансовым кредитам, задержках выплаты заработной платы

(с соответствующим снижением уровня производительности труда персонала), росте продолжительности финансового цикла, а в конечном счете — в снижении рентабельности использования собственного капитала и активов предприятия.

Отрицательные последствия избыточного денежного потока проявляются в потере реальной стоимости временно неиспользуемых денежных средств от инфляции, потере потенциального дохода от неиспользуемой части денежных активов в сфере краткосрочного их инвестирования, что в конечном итоге также отрицательно сказывается на уровне рентабельности активов и собственного капитала предприятия.

Методы оптимизации дефицитного денежного потока зависят от характера этой дефицитности — краткосрочной или долгосрочной.

Сбалансированность дефицитного денежного потока в краткосрочном периоде достигается путем использования *системы ускорения-замедления платежного оборота* (или системы «Лидс энд лэгс»). Суть этой системы заключается в разработке на предприятии организационных мероприятий по ускорению привлечения денежных средств и замедлению их выплат.

Ускорение привлечения денежных средств в краткосрочном периоде может быть достигнуто за счет следующих мероприятий:

- увеличения размера ценовых скидок за наличный расчет по реализованной покупателям продукции;
- обеспечения частичной или полной предоплаты за произведенную продукцию, пользующуюся высоким спросом на рынке;
- сокращения сроков предоставления товарного (коммерческого) кредита покупателям;
- ускорения инкассации просроченной дебиторской задолженности;
- использования современных форм рефинансирования дебиторской задолженности — учета векселей, факторинга, форфейтинга;

- ускорения инкассации платежных документов покупателей продукции (времени нахождения их в пути, в процессе регистрации, в процессе зачисления денег на расчетный счет и т. п.).

Замедление выплат денежных средств в краткосрочном периоде может быть достигнуто за счет следующих мероприятий:

- использования флюота для замедления инкассации собственных платежных документов (механизм действия флюота был рассмотрен ранее);

- увеличения по согласованию с поставщиками сроков предоставления предприятию товарного (коммерческого) кредита;

- замены приобретения долгосрочных активов, требующих обновления, на их аренду (лизинг);

- реструктуризации портфеля полученных финансовых кредитов путем перевода краткосрочных их видов в долгосрочные.

Следует отметить, что *система ускорения-замедления платежного оборота*, решая проблему сбалансированности объемов дефицитного денежного потока в краткосрочном периоде (и соответственно, повышая уровень абсолютной платежеспособности предприятия), создает определенные проблемы дефицитности этого потока в последующих периодах. Поэтому параллельно с использованием механизма этой системы должны быть разработаны меры по обеспечению сбалансированности дефицитного денежного потока в долгосрочном периоде.

Рост объема положительного денежного потока в долгосрочном периоде может быть достигнут за счет следующих мероприятий:

- привлечения стратегических инвесторов с целью увеличения объема собственного капитала;

- дополнительной эмиссии акций;

- привлечения долгосрочных финансовых кредитов;

- продажи части (или всего объема) финансовых инструментов инвестирования;
- продажи (или сдачи в аренду) неиспользуемых видов основных средств.

Снижение объема отрицательного денежного потока в долгосрочном периоде может быть достигнуто за счет следующих мероприятий:

- сокращения объема и состава реальных инвестиционных программ;
- отказа от финансового инвестирования;
- снижения суммы постоянных издержек предприятия.

Методы оптимизации избыточного денежного потока предприятия связаны с обеспечением роста его инвестиционной активности. В системе этих методов могут быть использованы:

- увеличение объема расширенного воспроизводства операционных внеоборотных активов;
- ускорение периода разработки реальных инвестиционных проектов и начала их реализации;
- осуществление региональной диверсификации операционной деятельности предприятия;
- активное формирование портфеля финансовых инвестиций;
- досрочное погашение долгосрочных финансовых кредитов.

В системе оптимизации денежных потоков предприятия важное место принадлежит их сбалансированности во времени. Это связано с тем, что несбалансированность положительного и отрицательного денежных потоков во времени создает для предприятия ряд финансовых проблем. Опыт показывает, что результатом такой несбалансированности даже при высоком уровне формирования чистого денежного потока является низкая ликвидность этого потока (а соответственно, и низкий уровень абсолютной платежеспособности предприятия) в отдельные периоды времени. При достаточно высокой

продолжительности таких периодов для предприятия возникает серьезная угроза банкротства.

В процессе оптимизации денежных потоков предприятия во времени они предварительно классифицируются по следующим признакам:

1) по уровню «нейтрализуемости» (термин, означающий способность денежного потока определенного вида изменяться во времени) денежные потоки подразделяются на поддающиеся и неподдающиеся изменению. Примером денежного потока первого вида являются лизинговые платежи, период которых может быть установлен по согласованию сторон. Примером денежного потока второго вида являются налоговые платежи, срок уплаты которых не может быть предприятием нарушен;

2) по уровню предсказуемости денежные потоки подразделяются на полностью предсказуемые и недостаточно предсказуемые (абсолютно непредсказуемые денежные потоки в системе их оптимизации не рассматриваются).

Объектом оптимизации выступают предсказуемые денежные потоки, поддающиеся изменению во времени. В процессе оптимизации денежных потоков во времени используются два основных метода – выравнивание и синхронизация.

Выравнивание денежных потоков направлено на сглаживание их объемов в разрезе отдельных интервалов рассматриваемого периода времени. Этот метод оптимизации позволяет устранить в определенной мере сезонные и циклические различия в формировании денежных потоков (как положительных, так и отрицательных), оптимизируя параллельно средние остатки денежных средств и повышая уровень ликвидности. Результаты этого метода оптимизации денежных потоков во времени оцениваются с помощью среднеквадратического отклонения или коэффициента вариации, которые в процессе оптимизации должны снижаться.

Синхронизация денежных потоков основана на ковариации положительного и отрицательного их видов. В процессе синхронизации должно быть обеспечено повышение уровня корреляции между этими двумя видами денежных потоков. Результаты этого метода оптимизации денежных потоков во времени оцениваются с помощью коэффициента корреляции, который в процессе оптимизации должен стремиться к значению «+».

Заключительным этапом оптимизации является обеспечение условий максимизации чистого денежного потока предприятия. Рост чистого денежного потока обеспечивает повышение темпов экономического развития предприятия на принципах самофинансирования, снижает зависимость этого развития от внешних источников формирования финансовых ресурсов, обеспечивает прирост рыночной стоимости предприятия.

Повышение суммы чистого денежного потока предприятия может быть обеспечено за счет осуществления следующих основных мероприятий:

- снижения суммы постоянных издержек;
- снижения уровня переменных издержек;
- осуществления эффективной налоговой политики, обеспечивающей снижение уровня суммарных налоговых выплат;
- осуществления эффективной ценовой политики, обеспечивающей повышение уровня доходности операционной деятельности;
- использования метода ускоренной амортизации основных средств;
- сокращения периода амортизации используемых предприятием нематериальных активов;
- продажи неиспользуемых видов основных средств и нематериальных активов;
- усиления претензионной работы с целью полного и своевременного взыскания штрафных санкций.

Результаты оптимизации денежных потоков предприятия получают свое отражение в системе планов формирования и использования денежных средств в предстоящем периоде.

Контрольные вопросы

1. Что такое *денежный поток предприятия* и какова его роль?
2. По каким признакам можно классифицировать денежные потоки предприятия?
3. Назовите основные принципы, на которых базируется процесс управления денежными потоками предприятия.
4. Какие два основных метода используются для подготовки отчетности о движении денежных средств?
5. Каковы этапы процесса управления денежными потоками предприятия?
6. Какие факторы необходимо учитывать при оптимизации денежных потоков?

Глава 10. ПЛАНИРОВАНИЕ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

10.1. Разработка плана поступления и расходования денежных средств

Ни один из видов текущих финансовых планов предприятия, ни одна из крупных хозяйственных его операций не может быть разработана вне связи с планируемыми денежными потоками по ним. Концентрация всех видов планируемых денежных потоков предприятия получает свое отражение в специальном плановом документе – плане поступления и расходования денежных средств, который является одной из основных форм текущего финансового плана.

План поступления и расходования денежных средств разрабатывается на предстоящий год в помесечном разрезе с тем, чтобы обеспечить учет сезонных колебаний денежных потоков предприятия. Он составляется по отдельным видам хозяйственной деятельности и по предприятию в целом. Учитывая, что ряд исходных предпосылок разработки этого плана носят слабопрогнозируемый характер, он составляется обычно в вариантах: *оптимистическом*, *реалистическом* и *пессимистическом*. Кроме того, разработка этого плана носит многовариантный характер и по используемым методам расчета отдельных его показателей.

Основной целью разработки плана поступления и расходования денежных средств является прогнозирование во времени валового и чистого денежных потоков предприятия в разрезе отдельных видов его хозяйственной деятельности и обеспечение постоянной платежеспособности на всех этапах планового периода.

План поступления и расходования денежных средств разрабатывается на предприятии в определенной последовательности.

На первом этапе прогнозируется поступление и расходование денежных средств по операционной деятельности предприятия, так как ряд результативных показателей этого плана служит исходной предпосылкой разработки других составных его частей.

На втором этапе разрабатываются плановые показатели поступления и расходования денежных средств по инвестиционной деятельности предприятия (с учетом чистого денежного потока по операционной его деятельности).

На третьем этапе рассчитываются плановые показатели поступления и расходования денежных средств по финансовой деятельности предприятия, которая призвана обеспечить источники внешнего финансирования операционной и инвестиционной его деятельности в предстоящем периоде.

На четвертом этапе прогнозируются валовый и чистый денежные потоки, а также динамика остатков денежных средств по предприятию в целом.

I. Прогнозирование поступления и расходования денежных средств по операционной деятельности предприятия осуществляется двумя основными способами: 1) исходя из планируемого объема реализации продукции; 2) исходя из планируемой целевой суммы чистой прибыли.

1. При прогнозировании поступления и расходования денежных средств по операционной деятельности исходя из планируемого объема реализации продукции расчет отдельных показателей плана осуществляется в определенной последовательности.

Определение планового объема реализации продукции базируется на разработанной производственной программе (плане производства продукции), учитывающей потенциал соответствующего товарного рынка. Такой подход позволяет увязывать плановый объем реализации продукции с ресурсным потенциалом предприятия и уровнем его использования, а также емкостью соответствующего товарного рынка. Базовым

показателем расчета плановой суммы реализации продукции выступает в этом случае планируемый объем производства товарной продукции. Модель расчета планового объема реализации продукции имеет следующий вид:

$$OP_{\text{п}} = ЗГП_{\text{н}} + ПТП - ЗГП_{\text{к}},$$

где $OP_{\text{п}}$ – плановый объем реализации продукции в рассматриваемом периоде (месяце); $ЗГП_{\text{н}}$ – сумма запасов готовой продукции на начало планируемого периода; ПТП – суммарный объем производства готовой товарной продукции в рассматриваемом плановом периоде; $ЗГП_{\text{к}}$ – сумма запасов готовой продукции на конец рассматриваемого периода.

Плановый объем реализации продукции дифференцируется в разрезе реализации за наличный расчет и с предоставлением товарного (коммерческого) кредита с учетом сложившейся хозяйственной практики.

Расчет планового коэффициента инкассации дебиторской задолженности осуществляется исходя из фактического его уровня в отчетном периоде с учетом намечаемых мероприятий по изменению политики предоставления товарного (коммерческого) кредита.

Расчет плановой суммы поступления денежных средств от реализации продукции осуществляется по следующей формуле:

$$ПДС_{\text{п}} = OP_{\text{пн}} + (OP_{\text{пк}} \times \text{КИ}) + \text{НО}_{\text{пр}},$$

где $ПДС_{\text{п}}$ – плановая сумма поступления денежных средств от реализации продукции в рассматриваемом периоде; $OP_{\text{пн}}$ – плановый объем реализации продукции за наличный расчет в рассматриваемом периоде; $OP_{\text{пк}}$ – объем реализации продукции в кредит в текущем периоде; КИ – коэффициент текущей инкассации дебиторской задолженности, выраженный десятичной дробью; $\text{НО}_{\text{пр}}$ – сумма ранее неинкассированного

остатка дебиторской задолженности (подлежащего инкассации в плановом порядке).

Рассчитанный показатель плановой суммы поступления денежных средств от реализации продукции характеризует **планируемый объем положительного денежного потока предприятия по операционной деятельности.**

Рассчитанный показатель плановой суммы расходования денежных средств характеризует **планируемый объем отрицательно денежного потока предприятия по операционной деятельности.**

Расчет плановой суммы чистого денежного потока может быть осуществлен по любому из рассматриваемых ниже алгоритмов:

$$\text{ЧДП}_{\text{п}} = \text{ЧП}_{\text{п}} + \text{АО}_{\text{п}}$$

или

$$\text{ЧДП}_{\text{п}} = \text{ПДС}_{\text{п}} - \text{РДС}_{\text{п}},$$

где $\text{ЧДП}_{\text{п}}$ – плановая сумма чистого денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде; $\text{ЧП}_{\text{п}}$ – плановая сумма чистой прибыли предприятия по операционной деятельности; $\text{АО}_{\text{п}}$ – плановая сумма амортизационных отчислений от основных средств и нематериальных активов; $\text{ПДС}_{\text{п}}$ – плановая сумма поступления денежных средств от реализации продукции; $\text{РДС}_{\text{п}}$ – плановая сумма расходования денежных средств по операционной деятельности.

2. При прогнозировании поступления и расходования денежных средств по операционной деятельности исходя из планируемой целевой суммы чистой прибыли расчет отдельных показателей плана осуществляется в следующей последовательности:

1) *определение плановой целевой суммы чистой прибыли предприятия* представляет собой наиболее сложный этап в системе прогнозных расчетов денежных потоков;

2) *расчет плановой целевой суммы валовой прибыли;*

3) *расчет плановой суммы налогов, уплачиваемых за счет прибыли;*

4) *расчет плановой суммы поступления денежных средств от реализации продукции;*

5) *расчет плановой суммы налоговых платежей, уплачиваемых за счет дохода (входящих в цену продукции);*

6) *расчет плановой суммы расходования денежных средств по операционной деятельности;*

7) *расчет плановой суммы чистого денежного потока.*

II. Прогнозирование поступления и расходования денежных средств по инвестиционной деятельности осуществляется методом прямого расчета.

Критерии расчета

1. Программа реального инвестирования, характеризующая объем вложения денежных средств в разрезе отдельных осуществляемых или намечаемых к реализации инвестиционных проектов.

2. Проектируемый к формированию портфель долгосрочных финансовых инвестиций. Если такой портфель на предприятии уже сформирован, то определяется необходимая сумма денежных средств для обеспечения его прироста или объем реализации инструментов долгосрочных финансовых инвестиций.

3. Предполагаемая сумма поступления денежных средств от реализации основных средств и нематериальных активов. В основу этого расчета должен быть положен план их обновления.

4. Прогнозируемый размер инвестиционной прибыли. Так как прибыль от завершенных реальных инвестиционных проектов, вступивших в стадию эксплуатации, показывается в составе операционной прибыли предприятия, в этом разделе прогнозируется размер прибыли только по долгосрочным финансовым инвестициям – дивидендам и процентам к получению.

Расчеты обобщаются в разрезе позиций, предусмотренных стандартом отчета о движении денежных средств предприятия по инвестиционной деятельности.

III. Прогнозирование поступления и расходования денежных средств по финансовой деятельности осуществляется методом прямого расчета на основе потребности предприятия во внешнем финансировании, определенной по отдельным ее элементам (алгоритмы расчета этой потребности рассмотрены ранее).

Критерии расчета

1. Намечаемый объем дополнительной эмиссии собственных акций или привлечения дополнительного паевого капитала. В план поступления денежных средств включается только та часть дополнительной эмиссии акций, которая может быть реализована в конкретном предстоящем периоде.

2. Намечаемый объем привлечения долгосрочных и краткосрочных финансовых кредитов и займов во всех их формах (привлечение и обслуживание товарного кредита, а также краткосрочной внутренней кредиторской задолженности отражается денежными потоками по операционной деятельности).

3. Сумма ожидаемого поступления средств в порядке безвозмездного целевого финансирования. Эти показатели включаются в план на основе утвержденных государственного бюджета или соответствующих бюджетов других государственных и негосударственных органов (фондов, ассоциаций и т. п.).

4. Суммы предусмотренных к выплате в плановом периоде основного долга по долгосрочным и краткосрочным финансовым кредитам и займам. Расчет этих показателей осуществляется на основе конкретных кредитных договоров предприятия с банками или другими финансовыми институтами (в соответствии с условиями амортизации основного долга).

5. Предполагаемый объем дивидендных выплат акционерам (процентов на паевой капитал). В основе этого расчета лежит планируемая сумма чистой прибыли предприятия и осуществляемая им дивидендная политика.

Расчеты обобщаются в разрезе позиций, предусмотренных стандартом отчета о движении денежных средств предприятия по финансовой деятельности.

Показатели разработанного плана поступления и расходования денежных средств служат основой оперативного планирования различных видов денежных потоков предприятия.

10.2. Разработка платежного календаря

План поступления и расходования денежных средств, разработанный на предстоящий год с разбивкой по месяцам, дает лишь общую основу управления денежными потоками предприятия. Вместе с тем высокий динамизм этих потоков, их зависимость от множества факторов краткосрочного действия определяют необходимость разработки планового финансового документа, обеспечивающего ежедневное управление поступлением и расходованием денежных средств предприятия. Таким плановым документом выступает **платежный календарь**.

Термин «платежный календарь» имеет ряд аналогов: «кассовый бюджет», «текущий бюджет поступления и расходования денежных средств» и др. Каждый из этих терминов имеет право на существование, если содержанием этих документов является оперативный, составленный в рамках одного месяца план денежных потоков (поступления и расходования денежных средств) по предприятию в целом или отдельным его центрам ответственности (структурным единицам и подразделениям). Вместе с тем следует учесть, что оперативные планы денежных потоков – это прежде всего установленные в рамках одного месяца *сроки и объемы платежей*, поэтому более предпочтительным в этих целях является использование термина «платежный календарь».

Платежный календарь, разрабатываемый на предприятии в разнообразных вариантах, является самым эффективным и надежным инструментом оперативного управления его денежными потоками. Он позволяет решать следующие задачи:

- свести прогнозныe варианты плана поступления и расходования денежных средств (*оптимистический, реалистический, пессимистический*) к одному реальному заданию по формированию денежных потоков предприятия в рамках одного месяца;

- максимально синхронизировать положительный и отрицательный денежные потоки, повысив тем самым эффективность денежного оборота предприятия;

- обеспечить приоритетность платежей предприятия по критерию их влияния на конечные результаты его финансовой деятельности;

- обеспечить необходимую абсолютную ликвидность денежного потока предприятия, т. е. его платежеспособность в рамках краткосрочного периода;

- включить управление денежными потоками в систему оперативного контроллинга (а соответственно, и текущего мониторинга) финансовой деятельности предприятия.

Основной целью разработки платежного календаря (во всех его вариантах) является установление конкретных сроков поступления денежных средств и платежей предприятия и их доведение до конкретных исполнителей в форме плановых заданий. С учетом этой цели платежный календарь определяют иногда как *«план платежей точной даты»*.

Наиболее распространенной формой платежного календаря, используемой в процессе оперативного планирования денежных потоков предприятия, является календарь, состоящий из двух разделов:

1) *графика предстоящих платежей;*

2) *графика предстоящих поступлений денежных средств.*

Однако если планируемый вид денежного потока носит односторонний характер (только положительный или только отрицательный), платежный календарь разрабатывается в форме одного соответствующего раздела.

Временной график платежей дифференцируется в платежном календаре обычно в ежедневном разрезе, хотя отдельные виды этого планового документа могут иметь и другую периодичность — еженедельную или ежедекадную (если такая периодичность не оказывает существенного влияния на денежный оборот предприятия или вызвана неопределенностью сроков платежей).

Виды платежного календаря дифференцируются в рамках предприятия в разрезе отдельных видов хозяйственной деятельности, а также в разрезе различных типов центров ответственности (структурных единиц и подразделений).

1. Основные виды платежного календаря в системе оперативного управления денежными потоками по операционной деятельности предприятия

Налоговый платежный календарь. Этот плановый документ разрабатывается по предприятию в целом и содержит обычно только один раздел — график налоговых платежей (возвратные платежи по налоговым перерасчетам денежных средств включаются обычно в календарь инкассации дебиторской задолженности). В составе этого платежного календаря отражаются суммы всех видов налогов, сборов и других налоговых платежей, перечисляемых предприятием в бюджеты всех уровней и во внебюджетные фонды. Календарной датой уплаты избирается, как правило, последний день установленного срока перечисления налоговых платежей каждого вида.

Календарь инкассации дебиторской задолженности. Этот вид платежного календаря разрабатывается обычно по предприятию в целом (хотя при наличии специализированного подразделения — кредитного отдела — он может охватывать группу платежей только этого центра ответственности). По текущей дебиторской задолженности платежи включаются в календарь в суммах и сроки, предусмотренные соответствующими договорами (контрактами) с контрагентами. По просроченной дебиторской задолженности эти платежи включаются в данный

плановый документ на основе предварительного согласования сторон. Календарь инкассации дебиторской задолженности содержит только один раздел – график поступления денежных средств. В целях отражения реального денежного оборота предприятия датой поступления денежных средств считается день их зачисления на расчетный счет предприятия (это позволяет исключить период флота в расчетах с дебиторами).

Календарь обслуживания финансовых кредитов. В соответствии с действующей международной практикой составления отчетности и прогнозирования денежных потоков обслуживание финансовых кредитов отражается в составе операционной (а не финансовой) деятельности предприятия. Это связано с тем, что проценты за кредит, лизинговые платежи и другие расходы предприятия по обслуживанию финансового кредита входят в состав себестоимости продукции и, соответственно, влияют на размер формируемой операционной прибыли. Указанный календарь разрабатывается в целом по предприятию и содержит лишь один раздел – график выплат, связанных с обслуживанием финансового кредита. Суммы и даты выплат включаются в платежный календарь в соответствии с условиями кредитных (лизинговых) договоров.

Календарь выплат заработной платы. Такой платежный календарь разрабатывается обычно на предприятиях, применяющих многоступенчатый график выплат заработной платы работникам различных структурных единиц (филиалов, цехов и т. п.). Даты таких выплат устанавливаются на основе коллективного трудового договора или индивидуальных трудовых контрактов, а суммы платежей – исходя из штатного расписания и разработанной соответствующей сметы затрат. Указанный платежный календарь содержит обычно один раздел – график выплат заработной платы.

Календарь (бюджет) формирования производственных затрат разрабатывается обычно для соответствующих центров затрат (структурных подразделений, осуществляющих

материально-техническое обеспечение производства). В состав платежей этого календаря входят обычно стоимость закупаемых сырья, материалов, полуфабрикатов, комплектующих изделий, а также расходы по транспортированию и страхованию в процессе перевозки. Если формируемые производственные запасы требуют специальных режимов хранения (охлаждения, газовой среды и т. п.), то данный вид платежного календаря может отражать и расходы по их хранению. Указанный календарь содержит лишь один раздел – график платежей, связанных с формированием производственных запасов. Суммы и даты этих платежей устанавливаются в соответствии с договорами с контрагентами или планами закупки товарно-материальных ценностей. Обычно в составе этих платежей отражается и погашение кредиторской задолженности предприятия по расчетам с поставщиками.

Календарь (бюджет) управленческих расходов. В составе этого бюджета отражаются платежи по закупке канцелярских принадлежностей; компьютерных программ и средств оргтехники, не входящих в состав внеоборотных активов; расходы на командировки; почтово-телеграфные расходы и другие затраты, связанные с управлением предприятием (кроме затрат на оплату труда административно-управленческого персонала, отражаемых в календаре выплат заработной платы). Данный вид платежного календаря содержит лишь один раздел – график платежей по общехозяйственному управлению. Сумма платежей этого календаря определяется соответствующей сметой, а даты их осуществления – по согласованию с соответствующими службами управления.

Календарь (бюджет) реализации продукции. Эта форма платежного календаря разрабатывается обычно в разрезе центров доходов или центров прибыли предприятия. Указанный платежный календарь содержит два раздела: график поступления платежей за реализованную продукцию и график расходов, обеспечивающих реализацию продукции. В первом

разделе отражаются поступления денежных средств при наличных расчетах за продукцию (если данный центр ответственности контролирует инкассацию дебиторской задолженности по расчетам с покупателями, то в первом разделе отражается и этот вид поступления денежных средств). Во втором разделе отражаются расходы на маркетинг, содержание сбытовой сети, рекламу и т. п.

2. Основные виды платежного календаря в системе оперативного управления денежными потоками по инвестиционной деятельности предприятия

Календарь (бюджет) формирования портфеля долгосрочных финансовых инвестиций. Этот вид оперативного планового документа состоит из двух разделов: графика затрат на приобретение различных долгосрочных финансовых инструментов инвестирования (акций, долгосрочных облигаций и т. п.) и графика поступления дивидендов и процентов по долгосрочным финансовым инструментам инвестиционного портфеля. Показатели первого раздела в рамках общей сметы затрат устанавливаются по согласованию с соответствующими инвестиционными менеджерами, а показатели второго раздела — в соответствии с условиями эмиссии отдельных финансовых инструментов портфеля.

Календарь (капитальный бюджет) реализации программы реальных инвестиций составляется по предприятию в целом, если не осуществляются крупномасштабные инвестиции по отдельно разработанным инвестиционным проектам. В этом виде оперативного финансового плана содержатся показатели двух разделов: графика капитальных затрат (затраты на приобретение основных средств и нематериальных активов) и графика поступления инвестиционных ресурсов (в разрезе отдельных их источников). Примерная форма разработки этого календаря (бюджета) по составу позиций рассмотрена ранее.

Календарь (капитальный бюджет) реализации отдельных инвестиционных проектов составляется, как правило, в разрезе

соответствующих центров ответственности предприятия (центров инвестиций). Его структура аналогична предшествующему виду календаря с ограничением денежных потоков рамками лишь одного инвестиционного проекта.

3. В системе оперативного управления денежными потоками по финансовой деятельности предприятия могут разрабатываться следующие виды платежного календаря.

Календарь (бюджет) эмиссии акций. Этот вид платежного календаря имеет две разновидности – если он разрабатывается до начала продажи акций на первичном фондовом рынке, то включает лишь один раздел – график платежей, обеспечивающих подготовку эмиссии акций; если же он разрабатывается для периода осуществляемой продажи акций, то в его составе содержатся показатели двух разделов: графика поступления денежных средств от эмиссии акций и графика платежей, обеспечивающих продажу акций (комиссионное вознаграждение инвестиционным брокерам, расходы на информацию и т. п.).

Календарь (бюджет) эмиссии облигаций. Разработка такого планового документа носит периодический характер.

Календарь амортизации основного долга по финансовым кредитам. Этот вид платежного календаря содержит лишь один раздел – график амортизации основного долга. Показатели этого оперативного финансового плана дифференцируются в разрезе каждого кредита, подлежащего погашению. Суммы платежей и сроки их осуществления устанавливаются в платежном календаре в соответствии с условиями кредитных договоров, заключенных с коммерческими банками и другими финансовыми институтами.

Перечисленные виды платежного календаря как формы оперативного планового документа могут быть дополнены с учетом объема и специфики хозяйственной деятельности предприятия. Конкретный перечень видов платежного календаря предприятие устанавливает самостоятельно с учетом требований эффективности управления денежным оборотом.

Ряд показателей отдельных видов платежного календаря могут носить не фиксированный, а переменный характер (вариант «гибкого платежного календаря»). В такой форме платежный календарь доводится обычно до отдельных центров ответственности.

Разработка платежного календаря в различных его вариантах значительно облегчается при использовании современных компьютерных технологий. Наличие соответствующих программ позволяет, например, при изменении в табличном процессоре определяющего показателя «гибкого календаря» автоматически получить новый ряд всех содержащихся в нем оперативных плановых заданий. По вариантам всех видов платежного календаря с помощью соответствующих программ легко может быть обеспечена преемственность разрабатываемых показателей во времени (при переходе к каждому последующему месяцу его разработки). Наконец, программы соответствующего финансового моделирования денежных потоков предприятия могут легко взаимосвязывать показатели отдельных видов платежного календаря с показателями плана поступления и расходования денежных средств по предприятию в целом и корректировать их. Эти же программы позволяют осуществлять финансовое планирование денежных потоков и в обратном направлении: внося коррективы в план поступления и расходования денежных средств, осуществлять автоматическую корректировку соответствующих показателей всех видов платежного календаря.

Использование соответствующих компьютерных технологий в процессе текущего и оперативного планирования денежных потоков должно быть увязано с объемами и видами этих потоков, определяемых диверсификацией хозяйственной деятельности предприятия.

Контрольные вопросы

1. Что такое план поступления и расходования денежных средств и каковы этапы его разработки?
2. Как осуществляется прогнозирование поступления и расходования денежных средств по финансовой деятельности?

Глава 11. УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ

11.1. Сущность и классификация финансовых рисков предприятия

Финансовая деятельность предприятия во всех ее формах сопряжена с многочисленными рисками, степень влияния которых на результаты этой деятельности существенно возрастает с переходом к рыночной экономике. Риски, сопровождающие эту деятельность, выделяются в особую группу *финансовых рисков*, играющих наиболее значимую роль в общем «портфеле рисков» предприятия. Возрастание степени влияния финансовых рисков на результаты финансовой деятельности предприятия связано с быстрой изменчивостью экономической ситуации в стране и конъюнктуры финансового рынка, расширением сферы финансовых отношений и ее «раскрепощением», появлением новых для нашей хозяйственной практики финансовых технологий и инструментов и рядом других факторов.

Финансовый риск является одной из наиболее сложных категорий, связанных с осуществлением хозяйственной деятельности.

Основные характеристики финансового риска

1. Экономическая природа. Финансовый риск проявляется в сфере экономической деятельности предприятия, прямо связан с формированием его прибыли и характеризуется возможными экономическими его потерями в процессе осуществления финансовой деятельности. С учетом перечисленных экономических форм своего проявления финансовый риск характеризуется как категория экономическая, занимающая определенное место в системе экономических категорий, связанных с осуществлением хозяйственного процесса.

2. Объективность проявления. Финансовый риск является объективным явлением в функционировании любого предприятия; он сопровождает практически все виды финансовых операций и все направления его финансовой деятельности. Хотя ряд параметров финансового риска зависят от субъективных управленческих решений, объективная природа его проявления остается неизменной.

3. Вероятность реализации. Вероятность категории финансового риска проявляется в том, что рисковое событие может произойти, а может и не произойти в процессе осуществления финансовой деятельности предприятия. Степень этой вероятности определяется действием как объективных, так и субъективных факторов, однако вероятностная природа финансового риска является постоянной его характеристикой.

4. Неопределенность последствий. Эта характеристика финансового риска определяется недетерминированностью его финансовых результатов, в первую очередь уровня доходности осуществляемых финансовых операций. Ожидаемый уровень результативности финансовых операций может колебаться в зависимости от вида и уровня риска в довольно значительном диапазоне. Иными словами, финансовый риск может сопровождаться как существенными финансовыми потерями для предприятия, так и формированием дополнительных его доходов.

5. Ожидаемая неблагоприятность последствий. Хотя, как было отмечено выше, последствия проявления финансового риска могут характеризоваться как негативными, так и позитивными показателями результативности финансовой деятельности, этот риск в хозяйственной практике характеризуется и измеряется уровнем возможных неблагоприятных последствий. Это связано с тем, что ряд крайне негативных последствий финансового риска определяют потерю не только дохода, но и капитала предприятия, что приводит его к банкротству (т. е. к необратимым негативным последствиям для его деятельности).

6. Вариабельность уровня. Уровень финансового риска, присущий той или иной финансовой операции или определенному виду финансовой деятельности предприятия, не является неизменным. Прежде всего, он существенно варьирует во времени, т. е. зависит от продолжительности осуществления финансовой операции, так как фактор времени оказывает самостоятельное воздействие на уровень финансового риска (проявляемое через уровень ликвидности вкладываемых финансовых средств, неопределенность движения ставки ссудного процента на финансовом рынке и т. п.). Кроме того, показатель уровня финансового риска значительно варьирует под воздействием многочисленных объективных и субъективных факторов, которые находятся в постоянной динамике.

7. Субъективность оценки. Несмотря на объективную природу финансового риска как экономического явления основной оценочный его показатель – уровень риска – носит субъективный характер. Эта субъективность, т. е. неравнозначность оценки данного объективного явления, определяется различным уровнем полноты и достоверности информационной базы, квалификации финансовых менеджеров, их опыта в сфере риск-менеджмента и другими факторами.

Рассмотренные характеристики позволяют определить финансовый риск предприятия как вероятность возникновения неблагоприятных финансовых последствий в форме потери дохода или капитала в ситуации неопределенности условий осуществления его финансовой деятельности.

Финансовые риски предприятия характеризуются большим многообразием и в целях осуществления эффективного управления ими классифицируются по основным признакам.

1. Классификация по видам. Этот классификационный признак финансовых рисков является основным параметром их дифференциации в процессе управления. Характеристика конкретного вида риска одновременно дает представление о генерирующем его факторе, что позволяет «привязать»

оценку степени вероятности возникновения и размера возможных финансовых потерь по данному виду риска к динамике соответствующего фактора. Видовое разнообразие финансовых рисков в классификационной их системе представлено в наиболее широком диапазоне. При этом следует отметить, что появление новых финансовых технологий, использование новых финансовых инструментов и другие инновационные факторы будут соответственно порождать и новые виды финансовых рисков.

- ***Риск снижения финансовой устойчивости (или нарушения равновесия финансового развития) предприятия.*** Этот риск генерируется несовершенством структуры капитала (чрезмерной долей используемых заемных средств), порождающим несбалансированность положительного и отрицательного денежных потоков предприятия по объемам. Природа этого риска и формы его проявления рассмотрены в процессе изложения действия механизма финансового леввериджа. В составе финансовых рисков по степени опасности (генерирования угрозы банкротства предприятия) этот вид риска играет ведущую роль.

- ***Риск неплатежеспособности (или несбалансированной ликвидности) предприятия.*** Этот риск генерируется снижением уровня ликвидности оборотных активов, порождающим разбалансированность положительного и отрицательного денежных потоков предприятия во времени. По своим финансовым последствиям этот вид риска также относится к числу наиболее опасных.

- ***Инвестиционный риск.*** Он характеризует возможность возникновения финансовых потерь в процессе осуществления инвестиционной деятельности предприятия. В соответствии с видами этой деятельности выделяются и виды инвестиционного риска: риск реального инвестирования и риск финансового инвестирования. Все рассмотренные виды финансовых рисков, связанных с осуществлением инвестиционной

деятельности, относятся к так называемым сложным рискам, подразделяющимся, в свою очередь, на отдельные их подвиды. Так, в составе риска реального инвестирования могут быть выделены риски несвоевременной подготовки инвестиционного проекта; несвоевременного завершения проектно-конструкторских работ; несвоевременного окончания строительно-монтажных работ; несвоевременного открытия финансирования по инвестиционному проекту; потери инвестиционной привлекательности проекта в связи с возможным снижением его эффективности и т. п. Так как все подвиды инвестиционных рисков связаны с возможной потерей капитала предприятия, они также включаются в группу наиболее опасных финансовых рисков.

- **Инфляционный риск.** В условиях инфляционной экономики он выделяется в самостоятельный вид финансовых рисков. Этот вид риска характеризуется возможностью обесценивания реальной стоимости капитала (в форме финансовых активов предприятия), а также ожидаемых доходов от осуществления финансовых операций в условиях инфляции. Так как этот вид риска в современных условиях носит постоянный характер и сопровождает практически все финансовые операции предприятия, в финансовом менеджменте ему уделяется постоянное внимание.

- **Процентный риск.** Он состоит в непредвиденном изменении процентной ставки на финансовом рынке (как депозитной, так и кредитной). Причиной возникновения данного вида финансового риска (если элиминировать ранее рассмотренную инфляционную его составляющую) является изменение конъюнктуры финансового рынка под воздействием государственного регулирования, рост или снижение предложения свободных денежных ресурсов и другие факторы. Отрицательные финансовые последствия этого вида риска проявляются в эмиссионной деятельности предприятия (при эмиссии как акций, так и облигаций), в его дивидендной

политике, в краткосрочных финансовых вложениях и некоторых других финансовых операциях.

- **Валютный риск.** Этот вид риска присущ предприятиям, ведущим внешнеэкономическую деятельность (импортирующим сырье, материалы и полуфабрикаты и экспортирующим готовую продукцию). Он проявляется в недополучении предусмотренных доходов в результате непосредственного воздействия изменения обменного курса иностранной валюты, используемой во внешнеэкономических операциях предприятия, на ожидаемые денежные потоки от этих операций. Так, импортируя сырье и материалы, предприятие проигрывает от повышения обменного курса соответствующей иностранной валюты по отношению к национальной. Снижение же этого курса определяет финансовые потери предприятия при экспорте готовой продукции.

- **Депозитный риск.** Этот риск отражает возможность невозврата депозитных вкладов (непогашения депозитных сертификатов). Он встречается относительно редко и связан с неправильной оценкой и неудачным выбором коммерческого банка для осуществления депозитных операций предприятия. Тем не менее случаи реализации депозитного риска встречаются не только в нашей стране, но и в странах с развитой рыночной экономикой.

- **Кредитный риск.** Он имеет место в финансовой деятельности предприятия при предоставлении им товарного (коммерческого) или потребительского кредита покупателям. Формой его проявления является риск неплатежа или несвоевременного расчета за отпущенную предприятием в кредит готовую продукцию, а также превышения расчетного бюджета по инкассированию долга.

- **Налоговый риск.** Этот вид финансового риска имеет ряд проявлений: вероятность введения новых видов налогов и сборов на осуществление отдельных аспектов хозяйственной деятельности; возможность увеличения уровня ставок

действующих налогов и сборов; изменение сроков и условий осуществления отдельных налоговых платежей; вероятность отмены действующих налоговых льгот в сфере хозяйственной деятельности предприятия. Являясь для предприятия непредсказуемым (об этом свидетельствует современная отечественная фискальная политика), он оказывает существенное воздействие на результаты его финансовой деятельности.

- **Структурный риск.** Этот вид риска генерируется неэффективным финансированием текущих затрат предприятия, обуславливающим высокий удельный вес постоянных издержек в общей их сумме. Высокий коэффициент операционного левериджа при неблагоприятных изменениях конъюнктуры товарного рынка и снижении валового объема положительного денежного потока по операционной деятельности генерирует значительно более высокие темпы снижения суммы чистого денежного потока по этому виду деятельности (механизм проявления этого вида риска подробно рассмотрен при изложении вопроса операционного левериджа).

- **Криминогенный риск.** В сфере финансовой деятельности предприятий он проявляется в форме объявления его партнерами фиктивного банкротства; подделки документов, обеспечивающих незаконное присвоение сторонними лицами денежных и других активов; хищения отдельных видов активов собственным персоналом и др. Значительные финансовые потери, которые в связи с этим несет предприятия, на современном этапе обуславливают выделение криминогенного риска в самостоятельный вид финансовых рисков.

- **Прочие виды рисков.** Группа прочих финансовых рисков довольно обширна, но по вероятности возникновения или уровню финансовых потерь она не столь значима для предприятий, как рассмотренные выше. К ним относятся риски стихийных бедствий и другие аналогичные форс-мажорные риски, которые могут привести не только к потере предусматриваемого дохода, но и части активов предприятия

(основных средств; запасов товарно-материальных ценностей); риск несвоевременного осуществления расчетно-кассовых операций (связанный с неудачным выбором обслуживающего коммерческого банка); эмиссионный риск и др.

2. По характеризующему объекту выделяют следующие группы финансовых рисков:

- ***риск отдельной финансовой операции*** – характеризует в комплексе весь спектр видов финансовых рисков, присущих определенной финансовой операции (например, риск, присущий приобретению конкретной акции);

- ***риск различных видов финансовой деятельности*** (например, риск инвестиционной или кредитной деятельности предприятия);

- ***риск финансовой деятельности предприятия в целом*** – комплекс различных видов рисков, присущих финансовой деятельности предприятия; определяется спецификой организационно-правовой формы его деятельности, структурой капитала, составом активов, соотношением постоянных и переменных издержек и т. п.

3. По совокупности исследуемых инструментов финансовые риски подразделяются на следующие группы:

- ***индивидуальный финансовый риск*** – совокупный риск, присущий отдельным финансовым инструментам;

- ***портфельный финансовый риск*** – совокупный риск, присущий комплексу однофункциональных финансовых инструментов, объединенных в портфель (например, кредитный портфель предприятия, его инвестиционный портфель и т. п.).

4. По комплексности исследования выделяют следующие группы рисков:

- ***простой финансовый риск*** – вид финансового риска, который не расчленяется на отдельные его подвиды (примером простого финансового риска является риск инфляционный);

- **сложный финансовый риск** – вид финансового риска, который состоит из комплекса рассматриваемых его подвидов (примером сложного финансового риска является риск инвестиционный, например, риск инвестиционного проекта).

5. По источникам возникновения выделяют следующие группы финансовых рисков:

- **внешний, систематический или рыночный риск** (все термины определяют этот риск как независящий от деятельности предприятия). Этот вид риска характерен для всех участников финансовой деятельности и всех видов финансовых операций. Он возникает при смене отдельных стадий экономического цикла, изменении конъюнктуры финансового рынка и в ряде других аналогичных случаев, на которые предприятие в процессе своей деятельности повлиять не может. К этой группе рисков могут быть отнесены инфляционный риск, процентный риск, валютный риск, налоговый риск и частично инвестиционный риск (при изменении макроэкономических условий инвестирования);

- **внутренний, несистематический или специфический риск** (все термины определяют этот финансовый риск как зависящий от деятельности конкретного предприятия). Он может быть связан с неквалифицированным финансовым менеджментом, неэффективной структурой активов и капитала, чрезмерной приверженностью к рисковому (агрессивным) финансовым операциям с высокой нормой прибыли, недооценкой хозяйственных партнеров и другими аналогичными факторами, отрицательные последствия которых в значительной мере можно предотвратить за счет эффективного управления финансовыми рисками.

Деление финансовых рисков на систематический и несистематический является одной из важных исходных предпосылок теории управления рисками.

6. По финансовым последствиям выделяются следующие группы рисков:

- ***влекущие только экономические потери.*** При этом виде риска финансовые последствия могут быть только отрицательными (потеря дохода или капитала);

- ***влекущие упущенную выгоду*** — характеризуют ситуацию, когда предприятие в силу сложившихся объективных и субъективных причин не может осуществить запланированную финансовую операцию (например, при снижении кредитного рейтинга предприятие не может получить необходимый кредит и использовать эффект финансового левериджа);

- ***влекущие как экономические потери, так и дополнительные доходы.*** В литературе этот вид финансового риска часто называется «спекулятивным финансовым риском», так как он связывается с осуществлением спекулятивных (агрессивных) финансовых операций.

Однако этот термин (в такой увязке) представляется не совсем точным, так как данный вид риска присущ не только спекулятивным финансовым операциям (например, риск реализации реального инвестиционного проекта, доходность которого в эксплуатационной стадии может быть ниже или выше расчетного уровня).

7. По характеру проявления во времени выделяют две группы финансовых рисков:

- ***постоянные финансовые риски*** — характерны для всего периода осуществления финансовой операции и связаны с действием постоянных факторов (примером таких финансовых рисков являются процентный риск, валютный риск и т. п.);

- ***временный финансовый риск*** — характеризует риск, носящий перманентный характер, возникающий лишь на отдельных этапах осуществления финансовой операции (примером такого вида финансового риска является риск неплатежеспособности эффективно функционирующего предприятия).

8. По уровню финансовых потерь риски подразделяются на следующие группы:

- **допустимые финансовые риски** – риски, финансовые потери по которым не превышают расчетной суммы прибыли по осуществляемой финансовой операции;

- **критические финансовые риски** – риски, финансовые потери по которым не превышают расчетной суммы валового дохода по осуществляемой финансовой операции;

- **катастрофические финансовые риски** – риски, финансовые потери по которым определяются частичной или полной утратой собственного капитала (этот вид риска может сопровождаться утратой и заемного капитала).

9. По возможности предвидения финансовые риски подразделяются на следующие две группы:

- **прогнозируемый финансовый риск.** Он характеризует те виды рисков, которые связаны с циклическим развитием экономики, сменой стадий конъюнктуры финансового рынка, предсказуемым развитием конкуренции и т. п. Предсказуемость финансовых рисков носит относительный характер, так как прогнозирование со 100 %-ным результатом исключает рассматриваемое явление из категории рисков. Примером прогнозируемых финансовых рисков являются инфляционный риск, процентный риск и некоторые другие их виды (естественно, речь идет о прогнозировании риска в краткосрочном периоде);

- **непрогнозируемый финансовый риск.** Он характеризует виды финансовых рисков, отличающихся полной непредсказуемостью проявления. Примером таких рисков выступают риски форс-мажорной группы, налоговый риск и некоторые другие.

Соответственно этому классификационному признаку финансовые риски подразделяются также на **регулируемые** и **нерегулируемые** в рамках предприятия.

10. По возможности страхования финансовые риски подразделяются также на две группы:

- **страхуемый финансовый риск.** К ним относятся риски, которые могут быть переданы в порядке внешнего страхования соответствующим страховым организациям (в соответствии с номенклатурой финансовых рисков, принимаемых ими к страхованию);

- **нестрахуемый финансовый риск.** К ним относятся те их виды, по которым отсутствует предложение соответствующих страховых продуктов на страховом рынке.

Состав рисков этих рассматриваемых двух групп очень подвижен и связан не только с возможностью их прогнозирования, но и с эффективностью осуществления отдельных видов страховых операций в конкретных экономических условиях при сложившихся формах государственного регулирования страховой деятельности.

Учитывая экономическую нестабильность развития страны, раннюю стадию жизненного цикла многих созданных в последнее десятилетие предприятий, а соответственно, и преимущественно агрессивный менталитет их руководителей и финансовых менеджеров, можно констатировать, что принимаемые ими финансовые риски отличаются большим разнообразием и достаточно высоким уровнем в сравнении с портфелем этих рисков у предприятий, функционирующих в странах с развитой рыночной экономикой.

11.2. Политика управления финансовыми рисками

Управление финансовыми рисками предприятия представляет собой специфическую сферу финансового менеджмента, которая в последние годы выделилась в особую область знаний – *риск-менеджмент*.

Управление финансовыми рисками предприятия представляет собой процесс предвидения и нейтрализации их негативных финансовых последствий, связанный с их идентификацией, оценкой, профилактикой и страхованием.

Основные принципы управления финансовыми рисками предприятия

1. Осознанность принятия рисков. Финансовый менеджер должен сознательно идти на риск, если он надеется получить соответствующий доход от осуществления финансовой операции. Естественно, по отдельным операциям после оценки уровня риска можно принять тактику *избежания риска*, однако полностью исключить риск из финансовой деятельности предприятия невозможно, так как финансовый риск – объективное явление, присущее большинству хозяйственных операций. Осознанность принятия тех или иных видов финансовых рисков является важнейшим условием нейтрализации их негативных последствий в процессе управления ими.

2. Управляемость принимаемыми рисками. В состав портфеля финансовых рисков должны включиться преимущественно те из них, которые поддаются нейтрализации в процессе управления независимо от их объективной или субъективной природы. Только по таким видам рисков финансовый менеджер может использовать весь арсенал внутренних механизмов их нейтрализации, т. е. проявить искусство управления ими. Риски неуправляемые, например, риски форс-мажорной группы, можно только передать внешнему страховщику.

3. Независимость управления отдельными рисками. Один из важнейших постулатов теории риск-менеджмента гласит, что риски независимы друг от друга и финансовые потери по одному из рисков портфеля необязательно увеличивают вероятность наступления рискованного случая по другим финансовым рискам. Иными словами, финансовые потери по различным видам рисков независимы друг от друга и в процессе управления ими должны нейтрализоваться индивидуально.

4. Сопоставимость уровня принимаемых рисков с уровнем доходности финансовых операций. Этот принцип является основополагающим в теории риск-менеджмента. Он заключается в том, что предприятие должно принимать в процессе

осуществления финансовой деятельности только те виды финансовых рисков, уровень которых не превышает соответствующего уровня доходности по шкале «доходность – риск». Любой вид риска, по которому уровень риска выше уровня ожидаемой доходности (с включенной в нее премией за риск), должен быть предприятием отвергнут (или должны быть пересмотрены размеры премии за данный риск).

5. Сопоставимость уровня принимаемых рисков с финансовыми возможностями предприятия. Ожидаемый размер финансовых потерь предприятия, соответствующий тому или иному уровню финансового риска, должен соответствовать той доле капитала, которая обеспечивает внутреннее страхование рисков. В противном случае наступление рискового случая повлечет за собой потерю определенной части активов, обеспечивающих операционную или инвестиционную деятельность предприятия, т. е. снизит его потенциал формирования прибыли и темпы предстоящего развития. Размер рискового капитала, включающего и соответствующие внутренние страховые фонды, должен быть определен предприятием заранее и служить рубежом принятия тех видов финансовых рисков, которые не могут быть переданы партнеру по операции или внешнему страховщику.

6. Экономичность управления рисками. Основу управления финансовыми рисками составляет нейтрализация их негативных финансовых последствий для деятельности предприятия при возможном наступлении рискового случая. Вместе с тем затраты предприятия по нейтрализации соответствующего финансового риска не должны превышать суммы возможных финансовых потерь по нему даже при самой высокой степени вероятности наступления рискового случая. Критерий экономичности управления рисками должен соблюдаться при осуществлении как внутреннего, так и внешнего страхования финансовых рисков.

7. Учет временного фактора в управлении рисками. Чем длиннее период осуществления финансовой операции, тем шире диапазон сопутствующих ей рисков и меньше возможностей обеспечивать нейтрализацию их негативных финансовых последствий по критерию экономичности управления рисками. При необходимости осуществления таких финансовых операций предприятие должно обеспечить получение необходимого дополнительного уровня доходности по ней не только за счет премии за риск, но и премии за ликвидность (так как период осуществления финансовой операции представляет собой период «замороженной ликвидности» вложенного в нее капитала). Только в этом случае у предприятия будет сформирован необходимый финансовый потенциал для нейтрализации негативных финансовых последствий по такой операции при возможном наступлении рискованного случая.

8. Учет финансовой стратегии предприятия в процессе управления рисками. Система управления финансовыми рисками должна базироваться на общих критериях избранной предприятием финансовой стратегии (отражающей его финансовую идеологию по отношению к уровню допустимых рисков), а также финансовой политики по отдельным направлениям финансовой деятельности. Как было установлено ранее, большинство направлений финансовой политики по вопросам управления финансовой деятельностью предприятия включают как обязательный элемент уровень допустимого риска. Аналогичные показатели установлены и в финансовой стратегии предприятия в целом. Поэтому управление рисками отдельных финансовых операций должно исходить из соответствующих параметров риска, содержащихся в этих плановых документах.

9. Учет возможности передачи рисков. Принятие ряда финансовых рисков несопоставимо с финансовыми возможностями предприятия по нейтрализации их негативных последствий при вероятном наступлении рискованного случая. В то же

время осуществление соответствующей финансовой операции может диктоваться требованиями стратегии и направленности финансовой деятельности. Включение таких рисков в портфель совокупных финансовых рисков допустимо лишь в том случае, если возможна частичная или полная их передача партнерам по финансовой операции или внешнему страховщику. Критерий внешней страхуемости рисков (по соответствующим видам наиболее рискованных финансовых операций) должен быть обязательно учтен при формировании портфеля финансовых рисков предприятия.

С учетом рассмотренных принципов на предприятии формируется специальная политика управления финансовыми рисками.

Политика управления финансовыми рисками представляет собой часть общей финансовой стратегии предприятия, заключающейся в разработке системы мероприятий по нейтрализации возможных негативных финансовых последствий рисков, связанных с осуществлением различных аспектов финансовой деятельности.

Основные мероприятия по формированию и реализации политики управления финансовыми рисками

1. Идентификация отдельных видов рисков, связанных с финансовой деятельностью предприятия. Процесс идентификации отдельных видов финансовых рисков осуществляется по следующим трем этапам.

На первом этапе в разрезе каждого направления финансовой деятельности (отдельных видов финансовых операций) определяются присущие им внешние или систематические виды финансовых рисков. В связи со спецификой финансовой деятельности предприятия отдельные из рассмотренных в процессе классификации видов систематических финансовых рисков из формируемого перечня исключаются (речь идет о **валютном риске**, если предприятие не осуществляет внешнеэкономической деятельности; **процентном риске**, если

предприятие не осуществляет депозитных операций и не привлекает финансовый кредит и т. п.).

На втором этапе определяется перечень внутренних или несистематических (специфических) финансовых рисков, присущих отдельным видам финансовой деятельности или намечаемых финансовых операций предприятия (риск снижения финансовой устойчивости, риск неплатежеспособности, структурный риск, кредитный риск и т. п.).

На третьем этапе формируется предполагаемый общий портфель финансовых рисков, связанных с предстоящей финансовой деятельностью предприятия (включающий возможные систематические и несистематические финансовые риски).

2. Оценка широты и достоверности информации, необходимой для определения уровня финансовых рисков. Выбор методов оценки уровня финансовых рисков, а также надежность ее результатов во многом определяются используемой в этих целях информационной базой. В процессе оценки качества этой информационной базы проверяется ее полнота для характеристики отдельных видов рисков; возможность построения необходимых рядов динамики (для оценки уровня рисков, проявляемых в динамике: инфляционного, валютного, процентного и т. п.) и требуемых группировок (при оценке статических видов рисков, например, кредитного, криминального и т. п.); возможность сопоставимой оценки сумм финансовых потерь в едином уровне цен; надежность источников информации (собственная информационная база, публикуемые статистические данные и т. п.). Следует иметь в виду, что недостаточная или некачественная информационная база, используемая в процессе оценки уровня финансовых рисков, усиливает субъективизм такой оценки, а следовательно, снижает эффективность всего дальнейшего процесса риск-менеджмента.

3. Выбор и использование соответствующих методов оценки вероятности наступления рискового события по отдельным

видам финансовых рисков. Система и содержание этих методов оценки подробно рассмотрена ранее при характеристике методического инструментария финансового менеджмента. Выбор конкретных методов оценки из рассмотренного их арсенала определяется следующими факторами:

- видом финансового риска;
- полнотой и достоверностью информационной базы, сформированной для оценки уровня вероятности различных финансовых рисков;
- уровнем квалификации финансовых менеджеров (риск-менеджеров), осуществляющих оценку; степень их подготовленности к использованию современного математического и статистического аппарата проведения такой оценки;
- технической и программной оснащенностью финансовых менеджеров (риск-менеджеров), возможностью использования современных компьютерных технологий проведения такой оценки;
- возможностью привлечения к оценке сложных финансовых рисков квалифицированных экспертов и др.

4. Определение размера возможных финансовых потерь при наступлении рисковогó события по отдельным видам финансовых рисков. Размер возможных финансовых потерь определяется характером осуществляемых финансовых операций, объемом задействованных в них активов (капитала) и максимальным уровнем амплитуды колеблемости доходов при соответствующих видах финансовых рисков. На основе этого определения производится группировка осуществляемых (намечаемых к осуществлению) финансовых операций по размеру возможных финансовых потерь.

В финансовом менеджменте используется следующая группировка финансовых операций по зонам риска с позиций возможных финансовых потерь при наступлении рисковогó случая:

а) безрисковая зона. В связи с безрисковым характером осуществляемых в ней операций возможные финансовые

потери по ним не прогнозируются. К таким финансовым операциям могут быть отнесены хеджирование, инвестирование средств в государственные краткосрочные облигации (при низких темпах инфляции в стране) и др.;

б) зона допустимого риска. Критерием допустимого уровня финансовых рисков является возможность потерь по рассматриваемой финансовой операции в размере расчетной суммы прибыли;

в) зона критического риска. Критерием критического уровня финансовых рисков является возможность потерь по рассматриваемой финансовой операции в размере расчетной суммы дохода. В этом случае убыток предприятия будет исчисляться суммой понесенных им затрат (издержек);

г) зона катастрофического риска. Критерием катастрофического уровня финансовых рисков является возможность потерь по рассматриваемой финансовой операции в размере всего собственного капитала или существенной его части. Такие финансовые операции при неудачном их исходе обычно приводят предприятие к банкротству.

Результаты проведенной группировки позволяют оценить уровень концентрации финансовых операций в различных зонах риска по размеру возможных финансовых потерь. Для этого определяется, какой удельный вес занимают отдельные финансовые операции в каждой из соответствующих зон риска. Выделение операций с высоким уровнем концентрации в наиболее опасных зонах риска (зонах катастрофического или критического риска) позволяет рассматривать их как объект повышенного внимания в процессе дальнейших этапов управления финансовыми рисками.

Для обобщающей характеристики уровня риска финансовой деятельности предприятия в целом используется показатель «коэффициент концентрации капитала в зоне соответствующего финансового риска». Он рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{ККЗР} = \frac{\text{КК}_3}{\text{К}},$$

где ККЗР – коэффициент концентрации капитала предприятия в зоне соответствующего финансового риска; КК_3 – объем капитала предприятия, связанного с операциями в соответствующей зоне риска (безрисковой; допустимого риска; критического риска; катастрофического риска); К – общая сумма капитала предприятия.

5. Исследование факторов, влияющих на уровень финансовых рисков предприятия. Такое исследование преследует цель выявить уровень управляемости отдельных видов финансовых рисков, а также определить пути возможной нейтрализации их негативных последствий. В процессе исследования факторы, влияющие на уровень финансовых рисков, подразделяются на *объективные* (факторы внешнего характера) и *субъективные* (факторы внутреннего характера).

В процессе исследования отдельные факторы рассматриваются по каждому виду финансовых операций предприятия. Кроме того, в процессе исследования определяется чувствительность реагирования уровня финансового риска на изменение отдельных факторов.

6. Установление предельно допустимого уровня финансовых рисков по отдельным финансовым операциям и видам финансовой деятельности. Такой уровень устанавливается в разрезе отдельных видов финансовых операций с учетом соответствующего менталитета руководителей и финансовых менеджеров предприятия (их приверженности к осуществлению консервативной, умеренной или агрессивной финансовой политики по отдельным видам финансовой деятельности).

При осуществлении *умеренной финансовой политики* предельными значениями уровня рисков отдельных финансовых операций по оценке специалистов являются:

- по финансовым операциям с допустимым размером потерь – 0,1;

- по финансовым операциям с критическим размером потерь – 0,01;
- по финансовым операциям с катастрофическим размером потерь – 0,001.

Это означает, что намечаемая финансовая операция с нестрахуемыми рисками по ней должна быть отклонена, если в одном случае из 10 по ней может быть потеряна вся расчетная сумма прибыли; в одном случае из 100 – потеряна сумма расчетного валового дохода; в одном случае из 1000 – потерян весь собственный капитал в результате банкротства.

7. Выбор и использование внутренних механизмов в нейтрализации негативных последствий отдельных видов финансовых рисков. Система таких внутренних механизмов включает различные методы их профилактики, мероприятия по самострахованию отдельных видов финансовых рисков и др. Подробно система внутренних механизмов нейтрализации негативных последствий отдельных финансовых рисков рассматривается в специальном разделе.

8. Выбор форм и видов страхования («передачи») отдельных финансовых рисков предприятия. В процессе такого страхования, осуществляемого специальными страховыми компаниями, страхуемые риски с существенными размерами возможных финансовых потерь «передаются» частично или полностью другим субъектам хозяйствования. Формы и виды страхования финансовых рисков, а также механизм его осуществления рассматриваются в специальном разделе.

9. Оценка результативности нейтрализации и организация мониторинга финансовых рисков. Система показателей результативности нейтрализации негативных последствий отдельных видов финансовых рисков включает уровень нейтразуемых возможных финансовых потерь; экономичность нейтрализации (соотношение затрат на ее осуществление с размером возможных потерь); оценку совокупного риска финансовой деятельности предприятия с учетом мероприятий по их

нейтрализации и др. Текущее наблюдение за финансовыми рисками включается в общую систему мониторинга финансовой деятельности предприятия.

Разработанная на предприятии политика управления финансовыми рисками может быть оформлена в виде специального документа – *бизнес-плана риск-менеджмента*, в котором отражаются следующие основные разделы:

- финансовая идеология предприятия в части принятия рисков, отраженная в финансовой стратегии и финансовой политике по основным аспектам его деятельности;
- основные виды рисков, присущие финансовой деятельности предприятия (портфель финансовых рисков предприятия, составленный по результатам их идентификации в разрезе видов финансовой деятельности и основных финансовых операций);
- группировка видов финансовых рисков по степени вероятности их возникновения и возможному размеру финансовых потерь при наступлении рискового случая;
- рекомендуемые формы нейтрализации рисков отдельных направлений финансовой деятельности и основных финансовых операций;
- проект бюджета по нейтрализации финансовых рисков с расчетом эффективности затрат;
- проект мероприятий (с указанием срока их осуществления и ответственных лиц) по обеспечению нейтрализации финансовых рисков и их мониторингу.

Разработанный документ позволяет в концентрированной форме изложить принципы и механизмы политики управления финансовыми рисками предприятия и ее эффективность.

11.3. Внутренние механизмы нейтрализации финансовых рисков

В системе методов управления финансовыми рисками предприятия основная роль принадлежит внутренним механизмам их нейтрализации.

Внутренние механизмы нейтрализации финансовых рисков представляют собой систему методов минимизации их негативных последствий, избираемых и осуществляемых в рамках самого предприятия.

Основным объектом использования внутренних механизмов нейтрализации являются, как правило, все виды допустимых финансовых рисков, значительная часть рисков критической группы, а также нестрахуемые катастрофические риски, если они принимаются предприятием в силу объективной необходимости. В современных условиях внутренние механизмы нейтрализации охватывают преимущественную часть финансовых рисков предприятия.

Преимуществом использования внутренних механизмов нейтрализации финансовых рисков является высокая степень альтернативности принимаемых управленческих решений, не зависящих, как правило, от других субъектов хозяйствования. Они исходят из конкретных условий осуществления финансовой деятельности предприятия и его финансовых возможностей, позволяют в наибольшей степени учесть влияние внутренних факторов на уровень финансовых рисков в процессе нейтрализации их негативных последствий.

Основные методы нейтрализации финансовых рисков

1. Избежание риска. Это направление нейтрализации финансовых рисков является наиболее радикальным. Оно заключается в разработке таких мероприятий внутреннего характера, которые полностью исключают конкретный вид финансового риска.

Основные способы избежания риска

- *Отказ от осуществления финансовых операций, уровень риска по которым чрезмерно высок.* Несмотря на высокую

эффективность этой меры, ее использование носит ограниченный характер, так как большинство финансовых операций связано с осуществлением основной производственно-коммерческой деятельности предприятия, обеспечивающей регулярное поступление доходов и формирование его прибыли.

- *Отказ от использования в высоких объемах заемного капитала.* Снижение доли заемных финансовых средств в хозяйственном обороте позволяет избежать одного из наиболее существенных финансовых рисков – потери финансовой устойчивости предприятия. Вместе с тем такое избежание риска влечет за собой снижение эффекта финансового левириджа, т. е. возможности получения дополнительной суммы прибыли на вложенный капитал.

- *Отказ от чрезмерного использования оборотных активов в низколиквидных формах.* Повышение уровня ликвидности активов позволяет избежать риска неплатежеспособности предприятия в будущем периоде. Однако такое избежание риска лишает предприятие дополнительных доходов от расширения объемов продажи продукции в кредит и частично порождает новые риски, связанные с нарушением ритмичности операционного процесса из-за снижения размера страховых запасов сырья, материалов, готовой продукции.

- *Отказ от использования временно свободных денежных активов в краткосрочных финансовых вложениях.* Эта мера позволяет избежать депозитного и процентного риска, однако порождает инфляционный риск, а также риск упущенной выгоды.

Перечисленный и другие формы избежания финансового риска, несмотря на свой радикализм в отвержении отдельных их видов, лишает предприятие дополнительных источников формирования прибыли, а соответственно, отрицательно влияет на темпы его экономического развития и эффективность использования собственного капитала. Поэтому в системе внутренних механизмов нейтрализации рисков их

избежание должно осуществляться очень взвешенно при следующих основных условиях:

- отказ от одного финансового риска не влечет возникновения другого риска более высокого или однозначного уровня;
- уровень риска несопоставим с уровнем доходности финансовой операции по шкале «доходность – риск»;
- финансовые потери по данному виду риска превышают возможности их возмещения за счет собственных финансовых средств предприятия;
- размер дохода от операции, генерирующей определенные виды риска, незначителен, т. е. занимает неощутимый удельный вес в формируемом положительном денежном потоке предприятия;
- финансовые операции не характерны для финансовой деятельности предприятия, носят инновационный характер и по ним отсутствует информационная база, необходимая для определения уровня финансовых рисков и принятия соответствующих управленческих решений.

2. Лимитирование концентрации риска. Механизм лимитирования концентрации финансовых рисков используется обычно по тем их видам, которые выходят за пределы допустимого их уровня, т. е. по финансовым операциям, осуществляемым в зоне критического или катастрофического риска. Такое лимитирование реализуется путем установления на предприятии соответствующих внутренних финансовых нормативов в процессе разработки политики осуществления различных аспектов финансовой деятельности.

Финансовые нормативы, обеспечивающие лимитирование концентрации рисков

- *Предельный размер (удельный вес) заемных средств, используемых в хозяйственной деятельности.* Этот лимит устанавливается отдельно для операционной и инвестиционной деятельности предприятия, а в ряде случаев – и для отдельных

финансовых операций (финансирования реального инвестиционного проекта; финансирования формирования оборотных активов и т. п.).

- *Минимальный размер (удельный вес) активов в высоколиквидной форме.* Этот лимит обеспечивает формирование так называемой «ликвидной подушки», характеризующей размер резервирования высоколиквидных активов с целью предстоящего погашения неотложных финансовых обязательств предприятия. В качестве «ликвидной подушки» в первую очередь выступают краткосрочные финансовые вложения предприятия, а также краткосрочные формы его дебиторской задолженности.

- *Максимальный размер товарного (коммерческого) или потребительского кредита, предоставляемого одному покупателю.* Размер кредитного лимита, направленный на снижение концентрации кредитного риска, устанавливается при формировании политики предоставления товарного кредита покупателям продукции.

- *Максимальный размер депозитного вклада, размещаемого в одном банке.* Лимитирование концентрации депозитного риска в этой форме осуществляется в процессе использования данного финансового инструмента инвестирования капитала предприятия.

- *Максимальный размер вложения средств в ценные бумаги одного эмитента.* Эта форма лимитирования направлена на снижение концентрации несистематического (специфического) финансового риска при формировании портфеля ценных бумаг. Для ряда институциональных инвесторов этот лимит устанавливается в процессе государственного регулирования их деятельности в системе обязательных нормативов.

- *Максимальный период отвлечения средств в дебиторскую задолженность.* За счет этого финансового норматива обеспечивается лимитирование риска неплатежеспособности, инфляционного риска, а также кредитного риска.

Лимитирование концентрации финансовых рисков является одним из наиболее распространенных внутренних механизмов риск-менеджмента, реализующих финансовую идеологию предприятия в части принятия этих рисков и не требующих высоких затрат.

3. Хеджирование. Этот термин используется в финансовом менеджменте в широком и узком прикладном значении. В широком толковании термин хеджирование характеризует процесс использования любых механизмов уменьшения риска возможных финансовых потерь — как внутренних (осуществляемых самим предприятием), так и внешних (передачу рисков другим хозяйствующим субъектам-страховщикам). В узком прикладном значении термин «хеджирование» характеризует внутренний механизм нейтрализации финансовых рисков, основанный на использовании соответствующих видов финансовых инструментов (как правило, производных ценных бумаг — деривативов). Далее термин «хеджирование» будет использоваться в этом значении.

Хеджирование финансовых рисков путем осуществления соответствующих операций с производными ценными бумагами является высокоэффективным механизмом уменьшения возможных финансовых потерь при наступлении рискового случая. Однако оно требует определенных затрат на выплату комиссионного вознаграждения брокерам, премий по опционам и т. п. Тем не менее уровень этих затрат значительно ниже, чем уровень затрат по внешнему страхованию финансовых рисков. Разнообразные формы хеджирования финансовых рисков уже получили распространение в практике отечественного риск-менеджмента.

Механизмы хеджирования финансовых рисков в зависимости от используемых видов производных ценных бумаг

- *Хеджирование с использованием фьючерсных контрактов.* Оно характеризует механизм нейтрализации финансовых рисков по операциям на товарной или фондовой

биржах путем проведения противоположных сделок с различными видами биржевых контрактов. Операция хеджирования с использованием фьючерсных контрактов требует совершения трех видов биржевых сделок: 1) покупки (продажи) реального актива или ценных бумаг с поставкой в будущем периоде (форвардная биржевая сделка); 2) продажи (или покупки) фьючерсных контрактов на аналогичное количество активов или ценных бумаг (открытие позиции по фьючерсным контрактам); 3) ликвидации позиции по фьючерсным контрактам в момент поставки реального актива или ценных бумаг путем совершения обратной (офсетной) сделки с ними.

Первые два вида биржевых сделок осуществляются в начальной стадии нейтрализации финансового риска, а третий их вид – в стадии завершения.

Принцип механизма хеджирования с использованием фьючерсных контрактов основан на том, что если предприятие несет финансовые потери из-за изменения цен к моменту поставки как продавец реального актива или ценных бумаг, то оно выигрывает в тех же размерах как покупатель фьючерсных контрактов на такое же количество активов или ценных бумаг, и наоборот. В связи с этим в механизме нейтрализации финансовых рисков данной группы различают два вида операций с использованием фьючерсных контрактов: хеджирование покупкой и хеджирование продажей этих контрактов.

- *Хеджирование с использованием опционов.* Оно характеризует механизм нейтрализации финансовых рисков по операциям с ценными бумагами, валютой, реальными активами или другими видами деривативов. В основе этой формы хеджирования лежит сделка с премией (опционом), уплачиваемой за право (но не обязательство) продать или купить в течение предусмотренного опционным контрактом срока ценную бумагу, валюту, реальный актив или дериватив в обусловленном количестве и по заранее оговоренной цене. В механизме нейтрализации финансовых рисков с использованием

этого вида производных ценных бумаг различают хеджирование на основе опциона на покупку (предоставляющего право покупки по оговоренной цене); опциона на продажу (предоставляющего право продажи по оговоренной цене); двойного опциона, или «стеллажа» (предоставляющего одновременно право покупки или продажи соответствующего финансового или реального актива по согласованной цене). Цена, которую предприятие выплачивает за приобретение опциона, по существу является уплачиваемой страховой премией; *хеджирование с использованием операции «своп»*.

Оно характеризует механизм нейтрализации финансовых рисков по операциям с валютой, ценными бумагами, долговыми финансовыми обязательствами предприятия. В основе операции «своп» лежит обмен (покупка-продажа) соответствующими финансовыми активами или финансовыми обязательствами с целью улучшения их структуры и снижения возможных потерь. В механизме нейтрализации финансовых рисков с использованием этой формы хеджирования применяются операции валютного свопа (обмена будущих обязательств в одной валюте на соответствующие обязательства в другом виде валюты); фондового свопа (обязательства превратить один вид ценной бумаги в другой, например, обращающиеся облигации предприятия в эмитируемые им акции); процентного свопа (обмена долговых финансовых обязательств предприятия с фиксированной процентной ставкой на обязательства с плавающей процентной ставкой, или наоборот).

Механизм нейтрализации финансовых рисков на основе различных форм хеджирования будет получать все большее развитие в отечественной практике риск-менеджмента в силу высокой его результативности.

4. Диверсификация. Механизм диверсификации используется прежде всего для нейтрализации негативных (финансовых последствий несистематических (специфических) видов рисков. Вместе с тем он позволяет минимизировать

в определенной степени и отдельные виды систематических (специфических) рисков: валютного, процентного и некоторых других. Принцип действия механизма диверсификации основан на разделении рисков, препятствующем их концентрации.

Основные формы диверсификации финансовых рисков предприятия

- *Диверсификация видов финансовой деятельности.* Она предусматривает использование альтернативных возможностей получения дохода от различных финансовых операций: краткосрочных финансовых вложений, формирования кредитного портфеля, осуществления реального инвестирования, формирования портфеля долгосрочных финансовых вложений и т. п.

- *Диверсификация валютного портфеля («валютной корзины») предприятия.* Она предусматривает выбор для проведения внешнеэкономических операций нескольких видов валют. В процессе этого направления диверсификации обеспечивается снижение финансовых потерь по валютному риску предприятия.

- *Диверсификация депозитного портфеля.* Она предусматривает размещение крупных сумм временно свободных денежных средств на хранение в нескольких банках. Так как условия размещения денежных активов при этом существенно не меняются, это направление диверсификации обеспечивает снижение уровня депозитного риска портфеля без изменения уровня его доходности.

- *Диверсификация кредитного портфеля.* Она предусматривает разнообразие покупателей продукции предприятия и направлена на уменьшение его кредитного риска. Обычно диверсификация кредитного портфеля в процессе нейтрализации этого вида финансового риска осуществляется совместно с лимитированием концентрации кредитных операций путем установления дифференцированного по группам покупателей кредитного лимита.

- *Диверсификация портфеля ценных бумаг.* Это направление диверсификации позволяет снижать уровень несистематического риска портфеля, не уменьшая при этом уровень его доходности (механизм такой нейтрализации за счет действия ковариации подробно рассмотрен ранее).

- *Диверсификация программы реального инвестирования.* Она предусматривает включение в программу инвестирования различных инвестиционных проектов с альтернативной отраслевой и региональной направленностью, что позволяет снизить общий инвестиционный риск по программе.

Характеризуя механизм диверсификации в целом, следует отметить, однако, что он избирательно воздействует на снижение негативных последствий отдельных финансовых рисков. Обеспечивая несомненный эффект в нейтрализации комплексных, портфельных финансовых рисков несистематической (специфической) группы, он не дает эффекта в нейтрализации подавляющей части систематических рисков: инфляционного, налогового и др. Поэтому использование этого механизма носит на предприятии ограниченный характер.

5. Распределение рисков. Механизм этого направления нейтрализации финансовых рисков основан на частичном их трансферте (передаче) партнерам по отдельным финансовым операциям. При этом хозяйственным партнерам передается та часть финансовых рисков предприятия, по которой они имеют больше возможностей нейтрализации их негативных последствий и располагают более эффективными способами внутренней страховой защиты.

Основные направления распределения рисков (их трансферта партнерам)

- *Распределение риска между участниками инвестиционного проекта.* В процессе такого распределения предприятие может осуществить трансферт подрядчикам финансовых рисков, связанных с невыполнением календарного плана строительно-монтажных работ, низким качеством этих работ,

хищением переданных им строительных материалов и некоторых других. Для предприятия, осуществляющего трансферт таких рисков, их нейтрализация заключается в переделке работ за счет подрядчика, выплаты им сумм неустоек и штрафов и в других формах возмещения понесенных потерь.

- *Распределение риска между предприятием и поставщиками сырья и материалов.* Предметом такого распределения являются прежде всего финансовые риски, связанные с потерей (порчей) имущества (активов) в процессе их транспортирования и осуществления погрузо-разгрузочных работ. Формы такого распределения рисков регулируются соответствующими международными правилами «ИНКОТЕРМС-90».

- *Распределение риска между участниками лизинговой операции.* Так, при оперативном лизинге передается арендодателю риск морального устаревания используемого (лизингуемого) актива, риск потери им технической производительности (при соблюдении установленных правил эксплуатации) и ряд других видов рисков, предусматриваемых соответствующими специальными оговорками в заключаемом контракте.

- *Распределение риска между участниками факторинговой (форфейтинговой) операции.* Предметом такого распределения является прежде всего кредитный риск предприятия, который в преимущественной его доле передается соответствующему финансовому институту: коммерческому банку или факторинговой компании. Эта форма распределения риска носит для предприятия платный характер, однако позволяет в существенной степени нейтрализовать негативные финансовые последствия его кредитного риска.

Степень распределения рисков, а следовательно, и уровень нейтрализации их негативных финансовых последствий для предприятия является предметом его контрактных переговоров с партнерами, отражаемых согласованными с ними условиями соответствующих контрактов.

6. Самострахование (внутреннее страхование). Механизм этого направления нейтрализации финансовых рисков основан на резервировании предприятием части финансовых ресурсов, позволяющем преодолеть негативные финансовые последствия по тем финансовым операциям, по которым эти риски не связаны с действиями контрагентов.

Основные формы самострахования

- *Формирование резервного (страхового) фонда предприятия.* Он создается в соответствии с требованиями законодательства и устава предприятия. На его формирование направляется не менее 5 % суммы прибыли, полученной предприятием в отчетном периоде.

- *Формирование целевых резервных фондов.* Примером такого формирования могут служить фонд страхования ценового риска (на период временного ухудшения конъюнктуры рынка); фонд уценки товаров на предприятиях торговли; фонд погашения безнадежной дебиторской задолженности по кредитным операциям предприятия и т. п. Перечень таких фондов, источники их формирования и размеры отчислений в них определяются уставом предприятия и другими внутренними нормативами.

- *Формирование резервных сумм финансовых ресурсов в системе бюджетов, доводимых различным центрам ответственности.* Такие резервы предусматриваются обычно во всех видах капитальных бюджетов и в ряде гибких текущих бюджетов.

- *Формирование системы страховых запасов материальных и финансовых ресурсов по отдельным элементам оборотных активов предприятия.* Такие страховые запасы создаются по денежным активам, сырью, материалам, готовой продукции. Размер потребности в страховых запасах по отдельным элементам оборотных активов устанавливается в процессе их нормирования.

- *Нераспределенный остаток прибыли, полученной в отчетном периоде.* До его распределения он может рассматриваться

как резерв финансовых ресурсов, направляемых в необходимом случае на ликвидацию негативных последствий отдельных финансовых рисков.

Используя этот механизм нейтрализации финансовых рисков, необходимо иметь в виду, что страховые резервы во всех их формах, хотя и позволяют быстро возместить понесенные предприятием финансовые потери, «замораживают» использование достаточно ощутимой суммы финансовых средств. В результате этого снижается эффективность использования собственного капитала предприятия, усиливается его зависимость от внешних источников финансирования. Это определяет необходимость оптимизации сумм резервируемых финансовых средств с позиций предстоящего их использования для нейтрализации лишь отдельных видов финансовых рисков. К числу таких рисков могут быть отнесены:

- нестрахуемые виды финансовых рисков;
- финансовые риски допустимого и критического уровня с невысокой вероятностью возникновения;
- большинство финансовых рисков допустимого уровня, расчетная стоимость предполагаемого ущерба по которым невысока.

7. Прочие методы внутренней нейтрализации финансовых рисков

• *Обеспечение востребования с контрагента по финансовой операции дополнительного уровня премии за риск.* Если уровень риска по намечаемой к осуществлению финансовой операции превышает расчетный уровень дохода (по шкале «доходность-риск»), необходимо обеспечить получение дополнительного дохода или отказаться от ее проведения.

• *Получение от контрагентов определенных гарантий.* Такие гарантии, связанные с нейтрализацией негативных финансовых последствий при наступлении рискованного случая, могут быть предоставлены в форме поручительства, гарантийных писем третьих лиц, страховых полисов в пользу

предприятия со стороны его контрагентов по высокорисковым финансовым операциям.

- *Сокращение перечня форс-мажорных обстоятельств в контрактах с контрагентами.* В современной отечественной хозяйственной практике этот перечень необоснованно расширяется (против общепринятых международных коммерческих и финансовых правил), что позволяет партнерам предприятия избегать в ряде случаев финансовой ответственности за невыполнение своих контрактных обязательств.

- *Обеспечение компенсации возможных финансовых потерь по рискам за счет предусматриваемой системы штрафных санкций.* Это направление нейтрализации финансовых рисков предусматривает расчет и включение в условия контрактов с контрагентами необходимых размеров штрафов, пени, неустоек и других форм финансовых санкций в случае нарушения ими своих обязательств (несвоевременных платежей за продукцию, невыплаты процентов и т. п.). Уровень штрафных санкций должен в полной мере компенсировать финансовые потери предприятия в связи с неполучением расчетного дохода, инфляцией, снижением стоимости денег во времени и т. п.

Выше были рассмотрены лишь основные внутренние механизмы нейтрализации финансовых рисков. Они могут быть существенно дополнены с учетом специфики финансовой деятельности предприятия и конкретного состава портфеля его финансовых рисков.

Контрольные вопросы

1. Что такое финансовые риски и какие характеристики им присущи? По каким признакам их можно классифицировать?
2. На каких принципах основывается управление финансовыми рисками предприятий?
3. Какие мероприятия включает формирование и реализация политики управления финансовыми рисками?
4. Что такое самострахование?
5. Назовите методы управления рисками.

Глава 12. АНТИКРИЗИСНОЕ ФИНАНСОВОЕ УПРАВЛЕНИЕ ПРИ УГРОЗЕ БАНКРОТСТВА

12.1. Сущность, виды и процедуры банкротства

Переход к рыночной экономике вызвал появление нового для нашей финансовой практики понятия – «банкротство предприятия». С позиций финансового менеджмента **банкротство характеризует реализацию катастрофических рисков предприятия в процессе его финансовой деятельности, вследствие которой оно неспособно удовлетворить в установленные сроки предъявленные со стороны кредиторов требования и выполнить обязательства перед бюджетом.**

Хотя банкротство предприятия является юридическим фактом (только арбитражный суд может признать факт банкротства предприятия), в его основе лежат преимущественно финансовые причины.

Основные причины банкротства

1. Серьезное нарушение финансовой устойчивости предприятия, препятствующее нормальному осуществлению его хозяйственной деятельности. Реализация этого катастрофического риска характеризуется превышением финансовых обязательств предприятия над его активами. Такое финансовое состояние предприятия отражается показателем «чистая отрицательная стоимость» (или «чистая стоимость дефицита»), который определяется по формуле

$$\text{ЧОС} = \text{ЗК} - \text{А},$$

где ЧОС – сумма чистой отрицательной стоимости предприятия; ЗК – сумма заемного капитала, используемого предприятием (его финансовых обязательств); А – сумма активов

предприятия (не включающая отражаемую в их составе по балансу сумму убытка прошлых лет и отчетного периода).

2. Существенная несбалансированность в рамках относительно продолжительного периода времени объемов его денежных потоков. Реализация этого катастрофического риска характеризуется продолжительным превышением объема отрицательного денежного потока над положительным и отсутствием перспектив перелома этой негативной тенденции.

3. Продолжительная неплатежеспособность предприятия, вызванная низкой ликвидностью его активов. Реализация этого катастрофического риска характеризуется значительным превышением неотложных финансовых обязательств предприятия над суммой остатка его денежных средств и активов в высоколиквидной форме, которое носит хронический характер.

Характер рассмотренных причин показывает, что финансовая несостоятельность предприятия, определяющая юридический факт его банкротства, во многом является следствием неэффективного финансового менеджмента.

В условиях нестабильной экономики, замедления платежного оборота, недостаточной квалификации менеджеров и их приверженности к агрессивным формам осуществления финансовой деятельности институт банкротства получает все большее распространение. Оно является предметом обширного государственного регулирования в силу отрицательных последствий деятельности финансово несостоятельных предприятий для развития экономики страны в целом.

Последствия банкротства

- Финансово несостоятельное предприятие генерирует серьезные финансовые риски для успешно работающих предприятий – его партнеров, нанося им ощутимый экономический ущерб в процессе своей деятельности. Это снижает общий потенциал экономического развития страны.

- Финансово несостоятельное предприятие осложняет формирование доходной части государственного бюджета

и внебюджетных фондов, замедляя реализацию предусмотренных программ экономического и социального развития.

- Неэффективно используя предоставленные ему кредитные ресурсы в товарной и денежной форме, финансово несостоятельное предприятие влияет на снижение общей нормы прибыли от капитала, используемого в сфере предпринимательства.

- Вынужденно сокращая объемы своей хозяйственной деятельности в связи с финансовыми трудностями, такие предприятия генерируют сокращение численности рабочих мест и количества занятых в общественном производстве, усиливая тем самым социальную напряженность в стране.

С учетом изложенного *механизм банкротства предприятий следует рассматривать как действенную форму перераспределения общественного капитала с целью более эффективного его использования.*

Виды банкротства предприятий

1. Реальное банкротство – полная неспособность предприятия восстановить в предстоящем периоде свою финансовую устойчивость и платежеспособность в силу реальных потерь используемого капитала. Катастрофический уровень потерь капитала не позволяет такому предприятию осуществлять эффективную хозяйственную деятельность в предстоящем периоде, вследствие чего оно объявляется банкротом юридически.

2. Техническое банкротство – состояние неплатежеспособности предприятия, вызванное существенной просрочкой его дебиторской задолженности. При этом размер дебиторской задолженности превышает размер кредиторской задолженности предприятия, а сумма его активов значительно превосходит объем его финансовых обязательств. Техническое банкротство при эффективном антикризисном управлении предприятием, включая его санирование, обычно не приводит к юридическому его банкротству.

3. Умышленное банкротство – преднамеренное создание (или увеличение) руководителем или собственником предприятия его неплатежеспособности; нанесение ими экономического ущерба предприятию в личных интересах или в интересах иных лиц; заведомо некомпетентное финансовое управление. Выявленные факты умышленного банкротства преследуются в уголовном порядке.

4. Фиктивное банкротство – заведомо ложное объявление предприятием своей несостоятельности с целью введения в заблуждение кредиторов для получения от них отсрочки (рассрочки) выполнения своих кредитных обязательств или скидки с суммы кредитной задолженности. Такие действия также преследуются в уголовном порядке.

Условия и порядок признания предприятия банкротом основываются на определенных законодательных процедурах. Рассмотрение дел о финансовой несостоятельности (банкротстве) предприятия производится арбитражным судом.

Законодательно предусмотренные процедуры банкротства

1. Подача заявления о возбуждении судебного производства по делу о несостоятельности (банкротстве) предприятия. Такое заявление в соответствии с действующим законодательством может быть подано предприятием-должником, кредитором, прокурором.

Заявление предприятия-должника подается на основании решения его собственника; органа, уполномоченного управлять его имуществом, или его руководящего органа (если такое право ему предоставлено в соответствии с учредительными документами). В заявлении должны указываться: сумма требований, которые не могут быть удовлетворены; причины, по которым предприятие-должник считает невозможным выполнить свои обязательства, и другие необходимые сведения. К заявлению предприятия-должника прилагается список его кредиторов и дебиторов (с указанием сумм соответственно кредиторской и дебиторской задолженности), а также отчетный бухгалтерский баланс за последний период.

Заявление кредитора содержит иск к предприятию-должнику с приложением документов, подтверждающих финансовые требования к нему, которые не были удовлетворены в предусмотренный законом срок. В заявлении может содержаться ходатайство о проведении внешнего управления имуществом предприятия-должника или его санации.

Заявление прокурора направляется в арбитражный суд в случае обнаружения им признаков умышленного или фиктивного банкротства предприятия и в других случаях, предусмотренных законодательством.

На основании заявления предприятия-должника, кредитора или прокурора судья арбитражного суда возбуждает производство по делу о несостоятельности (банкротстве) предприятия, о чем выносит соответствующее определение.

2. Судебное разбирательство по делу о несостоятельности (банкротстве) предприятия. Целью судебного разбирательства является установление реальных причин неплатежеспособности предприятия, возможностей и форм их устранения, а также наличие или отсутствие реальных предпосылок успешного преодоления возникшего финансового кризиса в предстоящем периоде.

3. Принятие арбитражным судом решения по делу о несостоятельности (банкротстве) предприятия. Принципиально это решение может иметь следующие формы:

а) об отклонении заявления при выявлении финансовой состоятельности предприятия-должника. Так, заявление отклоняется, если неплатежеспособность предприятия носит технический характер («техническое банкротство») и имеющиеся активы позволяют ему в полной мере удовлетворить все финансовые обязательства и осуществлять дальнейшую хозяйственную деятельность;

б) о приостановлении производства по делу в связи с осуществлением реорганизационных процедур. Такие процедуры направлены на предотвращение ликвидации предприятия и его

выход из финансового кризиса. Реорганизационные процедуры включают внешнее управление имуществом предприятия-должника и его санацию. Основанием для вынесения решения об осуществлении реорганизационных процедур является наличие реальной возможности восстановить платежеспособность и финансовую устойчивость предприятия-должника путем реализации части его имущества, прекращения дальнейшего привлечения кредитов во всех их формах и других финансовых мероприятий. Состав таких мероприятий является содержанием антикризисного финансового управления предприятием и подробно рассматривается в последующих разделах;

в) о признании предприятия-должника банкротом и его ликвидации. В этом случае осуществляются специальные ликвидационные процедуры (открывается конкурсное производство). Ряд ликвидационных процедур при банкротстве предприятия непосредственно связаны с функциями финансового менеджмента. Этот менеджмент возлагается на ликвидационную комиссию, которая в соответствии с законодательством осуществляет общее управление имуществом предприятия-банкрота и удовлетворение требований кредиторов.

12.2. Политика антикризисного финансового управления предприятием при угрозе банкротства

С позиций финансового менеджмента возможное наступление банкротства представляет собой кризисное состояние предприятия, при котором оно неспособно осуществлять финансовое обеспечение своей хозяйственной деятельности. Преодоление такого кризисного состояния, диагностируемого как «угроза банкротства», требует разработки и осуществления специальных методов финансового управления предприятием.

Рыночная экономика выработала обширную систему финансовых методов предварительной диагностики и возможной защиты предприятия от банкротства, которая получила

название *системы антикризисного финансового управления*. Для реализации этой системы управления готовятся особые финансовые специалисты – менеджеры по антикризисному управлению предприятием. Суть этой финансовой системы управления состоит в том, что угроза банкротства диагностируется еще на ранних стадиях ее возникновения, что позволяет своевременно привести в действие специальные финансовые механизмы или обосновать необходимость определенных реорганизационных процедур. Если эти механизмы и процедуры в силу несвоевременного или недостаточно эффективного их осуществления не привели к финансовому оздоровлению предприятия, оно стоит перед необходимостью в добровольном или принудительном порядке прекратить свою хозяйственную деятельность и начать ликвидационные процедуры.

Основные принципы антикризисного финансового управления предприятием

1. Постоянная готовность к возможному нарушению финансового равновесия предприятия. Теория антикризисного финансового управления исходит из того, что достигаемое в результате эффективного финансового менеджмента финансовое равновесие предприятия очень изменчиво в динамике. Возможное его изменение на любом этапе экономического развития предприятия определяется естественной реакцией на изменения внешних и внутренних условий его хозяйственной деятельности. Ряд этих условий усиливают конкурентную позицию и рыночную стоимость предприятия. Другие, наоборот – вызывают кризисные явления в его финансовом развитии. Объективность проявления этих условий в динамике определяет необходимость постоянной готовности финансовых менеджеров к возможному нарушению финансового равновесия предприятия на любом этапе его экономического развития.

2. Ранняя диагностика кризисных явлений в финансовой деятельности предприятия. Учитывая, что угроза банкротства

предприятия реализует самый высокий уровень катастрофического риска, присущего финансовой деятельности предприятия, и связана с наиболее ощутимыми потерями капитала его собственников, она должна диагностироваться на самых ранних стадиях с целью своевременного использования возможностей ее нейтрализации.

3. Дифференциация индикаторов кризисных явлений по степени их опасности для финансового развития предприятия. Финансовый менеджмент использует в процессе диагностики банкротства предприятия обширный арсенал индикаторов его кризисного развития. Эти индикаторы фиксируют различные аспекты финансовой деятельности предприятия, характер которых с позиции генерирования угрозы банкротства неоднозначен. В связи с этим в процессе антикризисного управления предприятием необходимо соответствующим образом группировать индикаторы кризисных явлений по степени их опасности для финансового развития предприятия.

4. Срочность реагирования на отдельные кризисные явления в финансовом развитии предприятия. В соответствии с теорией антикризисного финансового управления каждое появившееся кризисное явление не только имеет тенденцию к расширению с каждым новым хозяйственным циклом предприятия, но и порождает новые сопутствующие ему кризисные финансовые явления. Поэтому чем раньше будут включены антикризисные механизмы по каждому диагностированному кризисному явлению, тем большими возможностями к восстановлению нарушенного финансового равновесия будет располагать предприятие.

5. Адекватность реагирования предприятия на степень реальной угрозы его финансовому равновесию. Используемая система механизмов по нейтрализации угрозы банкротства в подавляющей своей части связана с финансовыми затратами или потерями, вызванными сокращением объемов операционной деятельности, приостановлением реализации

инвестиционных проектов и т. п. При этом уровень этих затрат и потерь находится в прямой зависимости от целенаправленности механизмов такой нейтрализации и масштаба их использования.

Поэтому «включение» отдельных механизмов нейтрализации угрозы банкротства должно исходить из реального уровня этой угрозы и быть адекватным этому уровню. В противном случае или не будет достигнут ожидаемый эффект (если действие механизмов недостаточно), или предприятие будет нести неоправданно высокие расходы (если действие механизма избыточно для данного уровня угрозы банкротства).

6. Полная реализация внутренних возможностей выхода предприятия из кризисного финансового состояния. В борьбе с угрозой банкротства, особенно на ранних стадиях ее диагностики, предприятие должно рассчитывать исключительно на внутренние финансовые возможности. Опыт показывает, что при нормальных маркетинговых позициях предприятия угроза банкротства полностью может быть нейтрализована внутренними механизмами антикризисного финансового управления и в пределах финансовых возможностей предприятия. Только в этом случае предприятие может избежать болезненных для него реорганизационных процедур.

7. Использование при необходимости соответствующих форм санации предприятия для предотвращения его банкротства. Если угроза банкротства диагностирована лишь на поздней ее стадии и носит катастрофический характер, а механизмы внутренней ее нейтрализации не позволяют достичь необходимого эффекта в восстановлении финансового равновесия, предприятие должно инициировать свою санацию, избрав для этого наиболее эффективные ее формы. Такая мера принимается как крайняя в системе мероприятий по антикризисному финансовому управлению предприятием в целях предотвращения его реального банкротства.

Рассмотренные принципы служат основой организации антикризисного финансового управления предприятием при угрозе банкротства.

Основной целью антикризисного финансового управления является разработка и реализация мер, направленных на быстрое возобновление платежеспособности и восстановление достаточного уровня финансовой устойчивости предприятия, обеспечивающие его выход из кризисного финансового состояния.

С учетом этой цели на предприятии разрабатывается специальная политика антикризисного финансового управления при угрозе банкротства.

Политика антикризисного финансового управления представляет собой часть общей финансовой стратегии предприятия, заключающейся в разработке системы методов предварительной диагностики угрозы банкротства и «включении» механизмов финансового оздоровления предприятия, обеспечивающих его выход из кризисного состояния.

Методы реализации политики антикризисного финансового управления предприятием при угрозе банкротства

1. Осуществление постоянного мониторинга финансового состояния предприятия с целью раннего обнаружения признаков его кризисного развития. В этих целях в системе общего мониторинга финансового состояния предприятия выделяется особая группа объектов наблюдения, формирующая возможное «кризисное поле», реализующее угрозу его банкротства. В процессе наблюдения используются как традиционные, так и специальные показатели – «индикаторы кризисного развития».

2. Определение масштабов кризисного состояния предприятия. При обнаружении в процессе мониторинга существенных отклонений от нормального хода финансовой деятельности, определяемого направлениями его финансовой стратегии и системой плановых и нормативных финансовых показателей, выявляются масштабы кризисного состояния

предприятия, т. е. его глубина с позиций угрозы банкротства. Такая идентификация масштабов кризисного состояния предприятия позволяет осуществлять соответствующий селективный подход к выбору системы механизмов защиты от возможного банкротства.

3. Исследование основных факторов, обуславливающих кризисное развитие предприятия. Разработка политики антикризисного финансового управления определяет необходимость предварительной группировки таких факторов по основным определяющим признакам; исследование степени влияния отдельных факторов на формы и масштабы кризисного финансового развития; прогнозирование развития факторов, оказывающих такое негативное влияние.

4. Формирование системы целей выхода предприятия из кризисного состояния, адекватных его масштабам. Цели антикризисного финансового управления конкретизируются в соответствии с масштабами кризисного состояния предприятия. Они должны учитывать также прогноз развития основных факторов, определяющих угрозу банкротства предприятия. С учетом этих условий финансовый менеджмент на данном этапе может быть направлен на реализацию трех принципиальных целей, адекватных масштабам кризисного состояния предприятия:

- 1) устранение неплатежеспособности предприятия;
- 2) восстановление финансовой устойчивости предприятия (обеспечение его финансового равновесия в краткосрочной перспективе);
- 3) изменение финансовой стратегии с целью обеспечения устойчивого экономического роста предприятия (достижение его финансового равновесия в долгосрочной перспективе).

5. Выбор и использование действенных внутренних механизмов финансовой стабилизации предприятия, соответствующих масштабам его кризисного финансового состояния.

Внутренние механизмы финансовой стабилизации призваны обеспечить реализацию срочных мер по возобновлению платежеспособности и восстановлению финансового равновесия предприятия за счет внутренних резервов. Эти механизмы основаны на последовательном использовании определенных моделей управленческих решений, выбираемых в соответствии со спецификой хозяйственной деятельности предприятия и масштабами его кризисного развития. В системе антикризисного финансового управления предприятием этому направлению политики уделяется первостепенное внимание.

6. Выбор эффективных форм санации предприятия. Если масштабы кризисного финансового состояния предприятия не позволяют выйти из него за счет реализации внутренних методов и финансовых резервов, предприятие вынуждено прибегнуть к внешней помощи, которая обычно принимает форму его санации. Санация предприятия может проводиться как до, так и в процессе производства дела о банкротстве. В первом случае предприятие само может выступить инициатором своей санации и выбора ее форм. В процессе санации необходимо обосновать выбор наиболее эффективных ее форм (включая формы, связанные с реорганизацией предприятия) с тем, чтобы в возможно более короткие сроки достичь финансового оздоровления и не допустить объявления банкротства предприятия.

7. Обеспечение контроля за результатами разработанных мероприятий по выводу предприятия из финансового кризиса. Учитывая важность реализации разработанных мероприятий для последующей жизнедеятельности предприятия такому контролю уделяется первостепенное внимание. Он возлагается, как правило, непосредственно на руководителей предприятия. Основная часть этих мероприятий контролируется в системе оперативного контроллинга, организованного на предприятии. Результаты контроля периодически обсуждаются с целью внесения необходимых корректив, направленных на повышение эффективности антикризисных мер.

Содержание отдельных направлений политики антикризисного финансового управления предприятием подробно рассматривается в последующих разделах.

Контрольные вопросы

1. Назовите причины возникновения банкротства.
2. Виды банкротства предприятия.
3. Принципы системы антикризисного финансового управления предприятием.
4. Что предусматривает реализация политики антикризисного финансового управления?

Глава 13. ДИАГНОСТИКА БАНКРОТСТВА

13.1. Система экспресс-диагностики банкротства

Оценка кризисных факторов финансового развития и прогнозирование возможного банкротства предприятия осуществляются задолго до проявления его явных признаков. Такая оценка и прогнозирование являются предметом диагностики банкротства, характеризующей в концентрированном виде содержание первых трех направлений формирования и реализации политики антикризисного финансового управления предприятием.

Диагностика банкротства представляет собой систему целевого финансового анализа, направленного на выявление параметров кризисного развития предприятия, генерирующих угрозу его банкротства в предстоящем периоде.

В зависимости от целей и методов осуществления диагностика банкротства предприятия подразделяется на две основные системы:

- 1) систему экспресс-диагностики банкротства;
- 2) систему фундаментальной диагностики банкротства.

В этом разделе рассматривается содержание системы экспресс-диагностики банкротства, осуществляемой на предприятии.

Экспресс-диагностика банкротства характеризует систему регулярной оценки кризисных параметров финансового развития предприятия, осуществляемой на базе данных его финансового учета по стандартным алгоритмам анализа.

Основной целью экспресс-диагностики банкротства является раннее обнаружение признаков кризисного развития предприятия и предварительная оценка масштабов кризисного его состояния.

Основные этапы экспресс-диагностики банкротства

1. Определение объектов наблюдения «кризисного поля», реализующего угрозу банкротства предприятия. Опыт показывает, что в современных экономических условиях практически все аспекты финансовой деятельности предприятия могут генерировать угрозу его банкротства. Поэтому система наблюдения «кризисного поля» должна строиться с учетом степени генерирования этой угрозы путем выделения наиболее существенных объектов по этому критерию.

2. Формирование системы индикаторов оценки угрозы банкротства предприятия. Система таких индикаторов формируется по каждому объекту наблюдения «кризисного поля». В процессе формирования все показатели-индикаторы подразделяются на **объемные** (выражаемые абсолютной суммой) и **структурные** (выражаемые относительными показателями).

3. Анализ отдельных сторон кризисного финансового развития предприятия, осуществляемый стандартными методами. Основу такого анализа составляет сравнение фактических показателей-индикаторов с плановыми (нормативными) и выявление размеров отклонений в динамике. Рост размера негативных отклонений в динамике характеризует нарастание кризисных явлений финансовой деятельности предприятия, генерирующих угрозу его банкротства.

В процессе анализа отдельных сторон кризисного финансового развития предприятия используются следующие стандартные его методы:

- горизонтальный (трендовый) финансовый анализ;
- вертикальный (структурный) финансовый анализ;
- сравнительный финансовый анализ;
- анализ финансовых коэффициентов;
- анализ финансовых рисков;
- интегральный финансовый анализ, основанный на модели Дюпона.

4. Предварительная оценка масштабов кризисного финансового состояния предприятия. Такая оценка проводится на основе анализа отдельных сторон кризисного развития предприятия за ряд предшествующих этапов. Практика финансового менеджмента использует при оценке масштабов кризисного финансового состояния предприятия три принципиальных характеристики:

- 1) легкий финансовый кризис;
- 2) глубокий финансовый кризис;
- 3) финансовая катастрофа.

При необходимости каждая из этих характеристик может получить более углубленную дифференциацию.

Система экспресс-диагностики банкротства обеспечивает раннее обнаружение признаков кризисного развития предприятия и позволяет принять оперативные меры по их нейтрализации. Ее предупредительный эффект наиболее ощутим на стадии легкого финансового кризиса предприятия. При иных масштабах кризисного финансового состояния предприятия она обязательно должна дополняться системой фундаментальной диагностики.

13.2. Система фундаментальной диагностики банкротства

Фундаментальная диагностика банкротства характеризует систему оценки параметров кризисного финансового развития предприятия, осуществляемой на основе методов факторного анализа и прогнозирования.

Основными целями фундаментальной диагностики банкротства являются:

- углубление результатов оценки кризисных параметров финансового развития предприятия, полученных в процессе экспресс-диагностики банкротства;
- подтверждение полученной предварительной оценки масштабов кризисного финансового состояния предприятия;

- прогнозирование развития отдельных факторов, генерирующих угрозу банкротства предприятия, и их негативных последствий;
- оценка и прогнозирование способности предприятия к нейтрализации угрозы банкротства за счет внутреннего финансового потенциала.

Этапы фундаментальной диагностики банкротства

1. Систематизация основных факторов, обуславливающих кризисное финансовое развитие предприятия. Факторный анализ и прогнозирование составляют основу фундаментальной диагностики банкротства, поэтому систематизации отдельных факторов, намечаемых к исследованию, должно быть уделено первостепенное внимание.

В процессе изучения и оценки эти факторы подразделяются на две основные группы: 1) не зависящие от деятельности предприятия (внешние, или экзогенные, факторы); 2) зависящие от деятельности предприятия (внутренние, или эндогенные, факторы).

Внешние факторы кризисного финансового развития, в свою очередь, при анализе подразделяются на три подгруппы:

а) социально-экономические факторы общего развития страны. В составе этих факторов рассматриваются только те, которые оказывают негативное воздействие на хозяйственную деятельность данного предприятия, т. е. формируют угрозу его банкротства;

б) рыночные факторы. При рассмотрении этих факторов исследуются негативные для данного предприятия тенденции развития товарных (как по сырью и материалам, так и по выпускаемой продукции) и финансового рынков;

в) прочие внешние факторы. Их состав предприятие определяет самостоятельно с учетом специфики своей деятельности.

Внутренние факторы кризисного финансового развития также подразделяются при анализе на три подгруппы в зависимости от особенностей формирования денежных потоков предприятия:

- а) факторы, связанные с операционной деятельностью;*
- б) факторы, связанные с инвестиционной деятельностью;*
- в) факторы, связанные с финансовой деятельностью.*

2. Проведение комплексного фундаментального анализа с использованием специальных методов оценки влияния отдельных факторов на кризисное финансовое развитие предприятия. Основу такого анализа составляет выявление степени негативного воздействия отдельных факторов на различные аспекты финансового развития предприятия.

Основные методы осуществления фундаментального анализа

- **Полный комплексный анализ финансовых коэффициентов.** При осуществлении этого анализа существенно расширяется круг объектов «кризисного поля», а также система показателей-индикаторов возможной угрозы банкротства.

- **Корреляционный анализ.** Этот метод используется для определения степени влияния отдельных факторов на характер кризисного финансового развития предприятия. Количественно степень этого влияния может быть измерена с помощью одно- или многофакторных моделей корреляции. По результатам такой оценки проводится ранжирование отдельных факторов по степени их негативного воздействия на финансовое развитие предприятия.

- **СВОТ-анализ [SWOT-analysis].** Название этого метода представляет аббревиатуру начальных букв терминов, характеризующих объекты этого анализа:

S – Strength (сильные стороны предприятия);

W – Weakness (слабые стороны предприятия);

O – Opportunity (возможности развития предприятия);

T – Treat (угрозы развитию предприятия).

Основным содержанием СВОТ-анализа является исследование характера сильных и слабых сторон предприятия в разрезе отдельных внутренних эндогенных факторов, а также позитивного или негативного влияния отдельных внешних (экзогенных) факторов, обуславливающих кризисное финансовое развитие предприятия.

Результаты СВОТ-анализа представляются обычно графически по комплексному исследованию влияния основных факторов.

• **Аналитическая «модель Альтмана».** Она представляет собой алгоритм интегральной оценки угрозы банкротства предприятия, основанный на комплексном учете важнейших показателей, диагностирующих кризисное финансовое его состояние. На основе обследования предприятий-банкротов Э. Альтман определил коэффициенты значимости отдельных факторов в интегральной оценке вероятности банкротства. Модель Альтмана имеет следующий вид:

$$Z = 1,2 \times X_1 + 1,4 \times X_2 + 3,3 \times X_3 + 0,6 \times X_4 + 1,0 \times X_5,$$

где Z – интегральный показатель уровня угрозы банкротства (Z -счет Альтмана); X_1 – отношение оборотных активов (рабочего капитала) к сумме всех активов предприятия; X_2 – уровень рентабельности капитала; X_3 – уровень доходности активов; X_4 – коэффициент соотношения собственного и заемного капитала; X_5 – оборачиваемость активов (в числе оборотов).

Уровень угрозы банкротства предприятия в модели Альтмана оценивается по следующей шкале.

Значение показателя « Z »	Вероятность банкротства
До 1,8	Очень высокая
1,81–2,70	Высокая
2,71–2,99	Возможная
3,00 и выше	Очень низкая

Несмотря на относительную простоту использования этой модели для оценки угрозы банкротства, в наших экономических условиях она не позволяет получить достаточно объективный результат. Это вызывается различиями в учете

отдельных показателей, влиянием инфляции на их формирование, несоответствием балансовой и рыночной стоимости отдельных активов и другими объективными причинами, которые определяют необходимость корректировки коэффициентов значимости показателей, приведенных в модели Альтмана, и учета ряда других показателей оценки кризисного развития предприятия.

3. Прогнозирование развития кризисного финансового состояния предприятия под негативным воздействием отдельных факторов. Такой прогноз осуществляется на основе разработки специальных многофакторных регрессионных моделей, использования в этих целях аналитического аппарата СВОТ-анализа и других методов, подробно рассмотренных ранее при изложении принципов фундаментального анализа. В процессе прогнозирования учитываются факторы, оказывающие наиболее существенное негативное воздействие на финансовое развитие и генерирующие наибольшую угрозу банкротства предприятия в предстоящем периоде.

4. Прогнозирование способности предприятия к нейтрализации угрозы банкротства за счет внутреннего финансового потенциала. В процессе такого прогнозирования определяется, как быстро и в каком объеме предприятие способно:

- обеспечить рост чистого денежного потока;
- снизить общую сумму финансовых обязательств;
- реструктуризировать свои финансовые обязательства путем перевода их из краткосрочных форм в долгосрочные;
- снизить уровень текущих затрат и коэффициент операционного левериджа;
- снизить уровень финансовых рисков в своей деятельности;
- положительно изменить другие финансовые показатели, несмотря на негативное воздействие отдельных факторов.

Обобщающую оценку способности предприятия к нейтрализации угрозы банкротства в краткосрочном перспективном

периоде позволяет получить прогнозируемый в динамике коэффициент возможной нейтрализации текущей угрозы банкротства, который рассчитывается по следующей формуле:

$$КН_{уб} = \frac{ЧДП}{ФО},$$

где $КН_{уб}$ – коэффициент возможной нейтрализации угрозы банкротства в краткосрочном перспективном периоде; ЧДП – ожидаемая сумма чистого денежного потока; ФО – средняя сумма финансовых обязательств.

5. Окончательное определение масштабов кризисного финансового состояния предприятия. Идентификация масштабов кризисного финансового состояния должна включать аналитические и прогнозные результаты фундаментальной диагностики банкротства и определять возможные направления восстановления финансового равновесия предприятия.

Фундаментальная диагностика банкротства позволяет получить наиболее развернутую картину кризисного финансового состояния предприятия и конкретизировать формы и методы предстоящего его финансового оздоровления.

Контрольные вопросы

1. Выделите этапы экспресс-диагностики банкротства.
2. Каковы основные цели и этапы фундаментальной диагностики банкротства?
3. Охарактеризуйте модель Альтмана.

Глава 14. СИСТЕМА МЕХАНИЗМОВ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛИЗАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЯ ПРИ УГРОЗЕ БАНКРОТСТВА

14.1. Внутренние механизмы финансовой стабилизации

Основная роль в системе антикризисного управления предприятием отводится широкому использованию внутренних механизмов финансовой стабилизации. Это связано с тем, что успешное применение этих механизмов позволяет не только снять финансовый стресс угрозы банкротства, но и в значительной мере избавить предприятие от зависимости использования заемного капитала, ускорить темпы его экономического развития.

Основные этапы финансовой стабилизации предприятия в условиях кризисной ситуации

1. Устранение неплатежеспособности. В какой бы степени не оценивался по результатам диагностики банкротства масштаб кризисного состояния предприятия, наиболее неотложной задачей в системе мер финансовой его стабилизации является восстановление способности к осуществлению платежей по своим неотложным финансовым обязательствам с тем, чтобы предупредить возникновение процедуры банкротства.

2. Восстановление финансовой устойчивости (финансового равновесия). Хотя неплатежеспособность предприятия может быть устранена в течение короткого периода за счет осуществления ряда аварийных финансовых операций, причины, генерирующие неплатежеспособность, могут оставаться неизменными, если не будет восстановлена до безопасного уровня финансовая устойчивость предприятия. Это позволит устранить угрозу банкротства не только в коротком, но и в относительно более продолжительном промежутке времени.

3. Обеспечение финансового равновесия в длительном периоде. Полная финансовая стабилизация достигается только тогда, когда предприятие обеспечило длительное финансовое равновесие в процессе своего предстоящего экономического развития, т. е. создало предпосылки стабильного снижения стоимости используемого капитала и постоянного роста своей рыночной стоимости. Эта задача требует ускорения темпов экономического развития на основе внесения определенных корректив в отдельные параметры финансовой стратегии предприятия. Скорректированная с учетом неблагоприятных факторов финансовая стратегия предприятия должна обеспечивать высокие темпы устойчивого роста его операционной деятельности при одновременной нейтрализации угрозы его банкротства в предстоящем периоде.

Каждому этапу финансовой стабилизации предприятия соответствуют определенные ее внутренние механизмы, которые в практике финансового менеджмента принято подразделять на оперативные, тактические и стратегические.

Используемые вышеперечисленные внутренние механизмы финансовой стабилизации носят *защитный* или *наступательный* характер.

Оперативный механизм финансовой стабилизации, основанный на принципе «отсечения лишнего», представляет собой защитную реакцию предприятия на неблагоприятное финансовое развитие и лишен каких-либо наступательных управленческих решений.

Тактический механизм финансовой стабилизации, используя отдельные защитные мероприятия, в преимущественном виде представляет собой наступательную тактику, направленную на перелом неблагоприятных тенденций финансового развития и выход на рубеж финансового равновесия предприятия.

Стратегический механизм финансовой стабилизации представляет собой исключительно наступательную стратегию

финансового развития, обеспечивающую оптимизацию необходимых финансовых параметров, подчиненную целям ускорения всего экономического роста предприятия.

Рассмотрим более подробно содержание каждого из внутренних механизмов, используемых на отдельных этапах финансовой стабилизации предприятия.

1. Оперативный механизм финансовой стабилизации представляет собой систему мер, направленную, с одной стороны, на уменьшение размера текущих внешних и внутренних финансовых обязательств предприятия в краткосрочном периоде, с другой – на увеличение суммы денежных активов, обеспечивающих срочное погашение этих обязательств. Принцип «отсечения лишнего», лежащий в основе этого механизма, определяет необходимость сокращения размеров как текущих потребностей (вызывающих соответствующие финансовые обязательства), так и отдельных видов ликвидных активов (с целью их срочной конверсии в денежную форму).

Выбор соответствующего направления оперативного механизма финансовой стабилизации диктуется характером реальной неплатежеспособности предприятия, индикатором которой служит *коэффициент чистой текущей платежеспособности*. В отличие от ранее рассмотренного традиционного коэффициента текущей платежеспособности предприятия, он требует дополнительной корректировки (определяемой кризисным финансовым состоянием предприятия) как состава оборотных активов, так и состава краткосрочных финансовых обязательств.

Из состава оборотных активов исключается следующая неликвидная (в краткосрочном периоде) их часть:

- безнадежная дебиторская задолженность;
- неликвидные запасы товарно-материальных ценностей;
- расходы будущих периодов.

Из состава краткосрочных финансовых обязательств исключается следующая внутренняя их часть, которая может

быть перенесена на период завершения финансовой стабилизации:

- расчеты по начисленным дивидендам и процентам, подлежащим выплате;
- расчеты с дочерними предприятиями (филиалами).

С учетом внесения этих корректив коэффициент чистой текущей платежеспособности определяется по следующей формуле:

$$KЧТП = \frac{OA - OA_H}{K\Phi O - K\Phi O_{BO}},$$

где КЧТП – коэффициент чистой текущей платежеспособности предприятия в условиях его кризисного развития; OA – сумма всех оборотных активов предприятия; OA_H – сумма неликвидных (в краткосрочном периоде) оборотных активов предприятия; КΦO – сумма всех краткосрочных (текущих) финансовых обязательств предприятия; КΦO_{BO} – сумма внутренних краткосрочных (текущих) финансовых обязательств предприятия, которая может быть отложена до завершения его финансовой стабилизации.

С учетом значения коэффициента чистой текущей платежеспособности предприятия направления оперативного механизма его финансовой стабилизации могут быть представлены следующей схемой.

Как видно из приведенной схемы, основным содержанием оперативного механизма финансовой стабилизации является обеспечение сбалансирования денежных активов и краткосрочных финансовых обязательств предприятия, достигаемое различными методами в зависимости от диктуемых условий реального финансового состояния предприятия.

Ускоренная ликвидность оборотных активов, обеспечивающая рост положительного денежного потока в краткосрочном периоде, достигается за счет следующих основных мероприятий:

- ликвидации портфеля краткосрочных финансовых вложений;
- ускорения инкассации дебиторской задолженности;
- снижения периода предоставления товарного (коммерческого) кредита;
- увеличения размера ценовой скидки при осуществлении наличного расчета за реализуемую продукцию;
- снижения размера страховых запасов товарно-материальных ценностей;
- уценки трудноликвидных видов запасов товарно-материальных ценностей до уровня цены спроса с обеспечением последующей их реализации и др.

Ускоренное частичное дезинвестирование внеоборотных активов, обеспечивающее рост положительного денежного потока в краткосрочном периоде, достигается за счет следующих основных мероприятий:

- реализации высоколиквидной части долгосрочных финансовых инструментов инвестиционного портфеля;
- проведения операций возвратного лизинга, в процессе которых ранее приобретенные в собственность основные средства продаются лизингодателю с одновременным оформлением договора их финансового лизинга;
- ускоренной продажи неиспользуемого оборудования по ценам спроса на соответствующем рынке;
- аренды оборудования, ранее намечаемого к приобретению в процессе обновления основных средств и др.

Ускоренное сокращение размера краткосрочных финансовых обязательств, обеспечивающее снижение объема отрицательного денежного потока в краткосрочном периоде, достигается за счет следующих основных мероприятий:

- пролонгации краткосрочных финансовых кредитов;
- реструктуризации портфеля краткосрочных финансовых кредитов с переводом отдельных из них в долгосрочные;

- увеличения периода предоставляемого поставщиками товарного (коммерческого) кредита;
- отсрочки расчетов по отдельным формам внутренней кредиторской задолженности предприятия и др.

Цель этого этапа финансовой стабилизации считается достигнутой, если устранена текущая неплатежеспособность предприятия, т. е. объем поступления денежных средств превышает объем неотложных финансовых обязательств в краткосрочном периоде. Это означает, что угроза банкротства предприятия в текущем отрезке времени ликвидирована, хотя и носит, как правило, отложенный характер.

2. Тактический механизм финансовой стабилизации представляет собой систему мер, направленных на достижение точки финансового равновесия предприятия в предстоящем периоде. Принципиальная модель финансового равновесия предприятия имеет следующий вид:

$$\text{ЧП}_0 + \text{АО} + \Delta\text{АК} + \Delta\text{СФР}_n = \Delta\text{И}_{\text{ск}} + \text{ДФ} + \text{ПУП} + \text{СП} + \Delta\text{РФ},$$

где ЧП_0 – чистая операционная прибыль предприятия; АО – сумма амортизационных отчислений; $\Delta\text{АК}$ – сумма прироста акционерного (паевого) капитала при дополнительной эмиссии акций (увеличении размеров паевых взносов в уставный фонд); $\Delta\text{СФР}_n$ – прирост собственных финансовых ресурсов за счет прочих источников; $\Delta\text{И}_{\text{ск}}$ – прирост объема инвестиций, финансируемых за счет собственных источников; ДФ – сумма дивидендного фонда (фонда выплат процентов собственникам предприятия на вложенный капитал); ПУП – объем программы участия наемных работников в прибыли (выплат за счет прибыли); СП – объем социальных, экологических и других внешних программ предприятия, финансируемых за счет прибыли; $\Delta\text{РФ}$ – прирост суммы резервного (страхового) фонда предприятия.

Как видно из приведенной формулы, правую ее часть составляют все источники формирования собственных финансовых ресурсов предприятия, а левую — соответственно все направления использования этих ресурсов. Поэтому в упрощенном виде модель финансового равновесия предприятия, к достижению которой предприятие стремится в кризисной ситуации, может быть представлена в следующем виде:

$$\text{ОГ}_{\text{сфр}} = \text{ОП}_{\text{сфр}},$$

где $\text{ОГ}_{\text{сфр}}$ — возможный объем генерирования собственных финансовых ресурсов предприятия; $\text{ОП}_{\text{сфр}}$ — необходимый объем потребления собственных финансовых ресурсов предприятия.

С учетом возможных объемов генерирования и расходования собственных финансовых ресурсов варианты моделей финансового равновесия могут быть выражены графически.

Увеличение объема генерирования собственных финансовых ресурсов, обеспечивающее рост левой части неравенства, достигается за счет следующих основных мероприятий:

- оптимизации ценовой политики предприятия, обеспечивающей дополнительный размер операционного дохода;
- сокращения суммы постоянных издержек (включая сокращение управленческого персонала, расходов на текущий ремонт и т. п.);
- снижения уровня переменных издержек (включая сокращение производственного персонала основных и вспомогательных подразделений; повышение производительности труда и т. п.);
- осуществления эффективной налоговой политики, обеспечивающей минимизацию налоговых платежей по отношению к сумме дохода и прибыли предприятия (направленной на возрастание суммы чистой прибыли предприятия);
- проведения ускоренной амортизации активной части основных средств с целью возрастания объема амортизационного потока;

- своевременной реализации выбываемого в связи с высоким износом или неиспользуемого имущества;
- осуществления эффективной эмиссионной политики за счет дополнительной эмиссии акций (или привлечения дополнительного паевого капитала) и др.

Сокращение необходимого объема потребления собственных финансовых ресурсов, обеспечивающее снижение левой части неравенства, достигается за счет следующих основных мероприятий:

- снижения инвестиционной активности предприятия во всех основных ее формах;
- обеспечения обновления операционных внеоборотных активов преимущественно за счет их аренды (лизинга);
- осуществления дивидендной политики, адекватной кризисному финансовому развитию предприятия с целью увеличения чистой прибыли, направляемой на производственное развитие;
- сокращения объема программы участия наемных работников в прибыли (в период кризисного развития должны быть существенно снижены суммы премиальных выплат за счет этого источника);
- отказа от внешних социальных и других программ предприятия, финансируемых за счет его прибыли;
- снижения размеров отчислений в резервный и другие страховые фонды, осуществляемых за счет прибыли и др.

Цель этого этапа финансовой стабилизации считается достигнутой, если предприятие вышло на рубеж финансового равновесия, предусматриваемый целевыми показателями финансовой структуры капитала и обеспечивающий достаточную его финансовую устойчивость.

3. Стратегический механизм финансовой стабилизации представляет собой систему мер, направленных на поддержание достигнутого финансового равновесия предприятия

в длительном периоде. Этот механизм базируется на использовании модели устойчивого экономического роста предприятия, обеспечиваемого основными параметрами его финансовой стратегии.

Модель устойчивого экономического роста имеет различные математические варианты в зависимости от используемых базовых показателей финансовой стратегии предприятия. Однако, учитывая, что все эти базовые показатели количественно и функционально взаимосвязаны, результаты расчета основного искомого показателя – возможного для данного предприятия темпа прироста объема реализации продукции (т. е. объема операционной его деятельности) – остаются неизменными.

Рассмотрим наиболее простой вариант модели устойчивого экономического роста предприятия, имеющий следующий вид:

$$\Delta OP = \frac{ЧП \times ККП \times A \times КО_A}{OP \times СК},$$

где ΔOP – возможный темп прироста объема реализации продукции, не нарушающий финансовое равновесие предприятия, выраженный десятичной дробью; ЧП – сумма чистой прибыли предприятия; ККП – коэффициент капитализации чистой прибыли, выраженный десятичной дробью; А – стоимость активов предприятия; $КО_A$ – коэффициент оборачиваемости активов в разгах; OP – объем реализации продукции; СК – сумма собственного капитала предприятия.

Если базовые параметры финансовой стратегии предприятия остаются неизменными в предстоящем периоде, расчетный показатель будет оставлять оптимальное значение возможного прироста объема реализации продукции. Любое отклонение от этого оптимального значения будет или требовать дополнительного привлечения финансовых ресурсов (нарушая финансовое равновесие), или генерировать дополнительный объем этих ресурсов, не обеспечивая эффективно их использования в операционном процессе.

Если же по условиям конъюнктуры товарного рынка предприятие не может выйти на запланированный темп прироста объема реализации продукции или, наоборот, может существенно его превысить, для обеспечения новой ступени финансового равновесия предприятия в параметры его финансовой стратегии должны быть внесены соответствующие коррективы (т. е. изменены значения отдельных базовых финансовых показателей).

Таким образом, модель устойчивого экономического роста является регулятором оптимальных темпов развития объема операционной деятельности (прироста объема реализации продукции) или в обратном ее варианте – регулятором основных параметров финансового развития предприятия (отражаемых системой рассмотренных коэффициентов). Она позволяет закрепить достигнутое на предыдущем этапе антикризисного управления предприятием финансовое равновесие в долгосрочной перспективе его экономического развития.

Результаты проведенных расчетов показывают, что, изменяя параметры финансовой стратегии предприятия, можно изменять оптимальный темп прироста объема реализации продукции, сохраняя при этом достигнутое (базовое) финансовое равновесие.

Таким образом, по стратегическому механизму финансовой стабилизации предприятия можно сделать следующие выводы.

1. Максимальный период безкризисного развития при достигнутом равновесном финансовом состоянии предприятия определяется периодом соответствия темпов прироста объема реализации продукции их значениям, рассчитанным по модели устойчивого экономического роста. Любое отклонение от расчетных значений этого показателя приводит к потере предприятием состояния финансового равновесия.

2. Устойчивый экономический рост предприятия обеспечивается следующими основными параметрами его финансового развития:

- коэффициентом рентабельности реализации продукции;
- политикой распределения прибыли (отражаемой коэффициентом капитализации чистой прибыли);
- политикой формирования структуры капитала (отражаемой коэффициентом финансового левериджа) или, соответственно, политикой финансирования активов (отражаемой коэффициентом левериджа активов);
- политикой формирования состава активов (отражаемой коэффициентом оборачиваемости активов).

Изменяя любые перечисленные параметры финансовой стратегии предприятия, можно добиться приемлемых темпов его экономического развития в условиях финансового равновесия.

3. Все параметры модели устойчивого экономического роста изменчивы во времени и в целях обеспечения финансового равновесия предприятия должны периодически корректироваться с учетом внутренних условий его развития, изменения конъюнктуры финансового и товарного рынков и других факторов внешней среды.

Исходя из этих выводов, в параметры финансовой стратегии предприятия в процессе антикризисного управления и в ходе дальнейшего его развития вносятся необходимые коррективы, задаваемые возможными темпами прироста объема реализации продукции.

Цель этого этапа финансовой стабилизации считается достигнутой, если в результате ускорения темпов устойчивого экономического роста предприятия обеспечивается соответствующий рост его рыночной стоимости в долгосрочной перспективе.

Рассмотренные методы антикризисного управления свидетельствуют о широком диапазоне возможностей финансовой стабилизации предприятия за счет использования ее внутренних механизмов.

14.2. Формы санации предприятия и их эффективность

В системе стабилизационных мер, направленных на вывод предприятия из кризисного финансового состояния, важная роль отводится его санации.

Санация представляет собой систему мероприятий по финансовому оздоровлению предприятия, реализуемых с помощью сторонних юридических или физических лиц и направленных на предотвращение объявления предприятия-должника банкротом и его ликвидации.

В условиях рыночной экономики санация предприятий имеет значительный экономический потенциал, является важным инструментом регулирования структурных изменений и входит в систему наиболее действенных механизмов финансовой стабилизации предприятий.

Санация предприятия проводится в трех основных случаях:

- 1) до возбуждения кредиторами дела о банкротстве, если предприятие в попытке выхода из кризисного состояния прибегает к внешней помощи по своей инициативе;
- 2) если само предприятие, обратившись в арбитражный суд с заявлением о своем банкротстве, одновременно предлагает условия своей санации (такие случаи санации наиболее характерны для государственных предприятий);
- 3) если решение о проведении санации выносит арбитражный суд по поступившим предложениям от желающих удовлетворить требования кредиторов к должнику и погасить его обязательства перед бюджетом.

В двух последних случаях санация осуществляется в процессе производства дела о банкротстве предприятия при условии согласия собрания кредиторов со сроками выполнения их требований и на перевод долга.

Наиболее широкий диапазон форм имеет санация, инициируемая самим предприятием до возбуждения кредиторами дела о его банкротстве. В этом случае она носит упреждающий

характер, полностью согласуется с целями и интересами предприятия, подчинена задачам антикризисного его управления и сочетается с осуществляемыми мерами внутренней финансовой стабилизации.

Иницилируемая предприятием санация представляет сложный и во многих отношениях болезненный для него процесс, требующий эффективного финансового управления на всех стадиях его осуществления.

Основные этапы санации

1. Определение целесообразности и возможности проведения санации. На этом этапе управления на основе результатов диагностики банкротства и мониторинга осуществления мероприятий по внутренней финансовой стабилизации предприятия принимается принципиальное решение о проведении санации.

Целесообразность проведения санации обуславливается тем, что использование внутренних механизмов финансовой стабилизации предприятия не достигло своих целей и кризисное финансовое состояние предприятия продолжает углубляться.

Возможность осуществления санации определяется перспективами выхода из кризисного финансового состояния и успешного развития предприятия при оказании ему существенной внешней помощи на современном этапе. Если по результатам объективной оценки такая перспектива имеется, то иницилируемая предприятием санация имеет шансы на успех.

2. Обоснование концепции санации. Такая концепция отражает идеологию осуществления предполагаемой санации, определяя ее предстоящие направления и формы. В зависимости от принципиального подхода различают оборонительную и наступательную концепции осуществления санации предприятия.

Оборонительная концепция санации направлена на сокращение объемов операционной и инвестиционной деятельности предприятия, обеспечивающее сбалансированность денежных

потоков на более низком объемном их уровне. Эта концепция предполагает привлечение внешней финансовой помощи для соответствующей реструктуризации предприятия, в процессе которой оно избавляется от ряда производственных структурных подразделений, незавершенных реальных инвестиций и других видов активов в целях финансовой стабилизации.

Наступательная концепция санации направлена на диверсификацию операционной и инвестиционной деятельности предприятия, обеспечивающую увеличение размера чистого денежного потока в предстоящем периоде за счет роста эффективности хозяйственной деятельности. В этом случае внешняя финансовая помощь и другие реорганизационные мероприятия, осуществляемые в процессе санации, используются в целях расширения ассортимента конкурентоспособной продукции, выхода на другие региональные рынки, быстрого завершения начатых реальных инвестиционных проектов. Наступательная концепция санации не противоречит основным параметрам общей стратегии экономического развития предприятия.

3. Определение направления осуществления санации. В зависимости от масштабов кризисного состояния предприятия, идентифицированных в процессе диагностики банкротства, и принятой концепции санации различают два основных направления ее осуществления.

1. Санация предприятия, направленная на рефинансирование его долга. Такая санация осуществляется обычно для помощи предприятию в устранении его неплатежеспособности, если его кризисное состояние идентифицировано как временное и не носящее катастрофического характера. Это направление санации не меняет статуса юридического лица санируемого предприятия.

2. Санация предприятия, направленная на его реструктуризацию (реорганизацию). Такая санация осуществляется при более тяжелых масштабах кризисного финансового состояния

предприятия и требует осуществления ряда реорганизационных процедур, обеспечивающих более эффективные организационные формы его хозяйственной деятельности. Как правило, этот вид санации связан с изменением статуса юридического лица saniруемого предприятия.

4. Выбор формы санации. Форма санации непосредственно характеризует тот механизм, с помощью которого достигаются ее основные цели. Эти формы избираются в рамках конкретного направления санации, избранного предприятием, с учетом особенностей его кризисной ситуации.

Санация предприятия, направленная на рефинансирование его долга

Основные формы санации

- *Дотации и субвенции за счет средств бюджета.* В такой форме saniруются в основном государственные предприятия (хотя законодательно не воспрещена государственная финансовая поддержка предприятий и альтернативных форм собственности). Эта форма санирования связана со следующими основными условиями: необходимостью обеспечения дальнейшего развития приоритетных отраслей экономики; отраслевой и межотраслевой переориентацией деятельности предприятия; осуществлением антимонопольных мероприятий; с другими целями по инициативе органов, уполномоченных управлять государственным имуществом.

- *Государственное льготное кредитование.* Оно осуществляется, как правило, по той же группе предприятий и при таких же условиях, что и в предшествующем случае. Отличием этой формы санирования является лишь возвратный характер предоставляемых финансовых ресурсов и значительно более льготный режим кредитования в сравнении с условиями финансового рынка.

- *Государственная гарантия коммерческим банкам по кредитам, выдаваемым saniруемому предприятию.* При отсутствии у государства возможностей осуществить прямое

финансирование или кредитование санируемого предприятия, а также в случае, если финансовый кризис носит временный характер и может быть преодолен предприятием при оказании ему финансовой помощи, используется данная форма санирования ранее рассмотренной категории предприятий.

- *Целевой банковский кредит.* Такая форма санации осуществляется, как правило, коммерческим банком, обслуживающим предприятие, после тщательного аудита последнего. Так как предоставление такого целевого санационного кредита имеет очень высокий уровень риска, ставка процента по нему обычно достигает максимального уровня, используемого в кредитной политике банка. Для осуществления контроля и помощи предприятию коммерческий банк при высоком размере кредита в перечне условий санации может потребовать введения в состав его руководства своего представителя или уполномоченного лица.

- *Перевод долга на другое юридическое лицо.* Таким юридическим лицом может быть любой хозяйствующий субъект, который пожелал принять участие в санации предприятия-должника. Условия такого перевода долга оговариваются специальным договором. Однако для этой формы рефинансирования долга требуется обязательное согласие кредитора (если кредитор не дает согласия на перевод долга на другое лицо, то предприятие-должник не может использовать эту форму санации, так как это означало бы одностороннее изменение согласованных условий кредитного договора). В случае согласия кредитора на перевод долга другому лицу новый должник имеет право выдвигать против требований кредитора все возражения, основанные на договорных отношениях между кредитором и первым должником.

- *Реструктуризация краткосрочных кредитов в долгосрочные.* Эта форма санации используется обычно только по финансовым кредитам, где кредитором выступает коммерческий банк, осуществляющий обслуживание предприятия.

В процессе такой формы реструктуризации долга по долгосрочному кредиту существенно повышаются ставки процента.

- *Выпуск облигаций и других долгосрочных ценных бумаг под гарантию санатора.* Такая форма санации осуществляется, как правило, коммерческим банком, обслуживающим предприятие, если по каким-либо причинам предоставление ему прямого банковского кредита или реструктуризация его долга невозможны. В роли такого гаранта-санатора может выступать и страховая компания.

- *Отсрочка погашения облигаций предприятия.* Одним из необходимых условий такой формы санации является относительно невысокий круг инвесторов, вложивших свои средства в облигации предприятия. Это условие определяется тем, что решение о такой форме санации должно быть принято большинством инвесторов-кредиторов данного предприятия по данному виду его долгового обязательства.

- *Списание санатором-кредитором части долга.* Эта форма санации предприятия предпринимается кредитором в том случае, если требование о полном погашении долга нереально и приведет предприятие к финансовому краху. Обычно санация в форме списания части долга сопровождается соглашением между кредитором и предприятием об иных формах его компенсации на последующих этапах.

Санация предприятия, направленная на его реструктуризацию (реорганизацию)

Основные формы санации

- *Слияние.* Такая форма санации осуществляется путем объединения предприятия-должника с другим финансово устойчивым предприятием. В результате такого объединения предприятие-должник теряет свой самостоятельный юридический статус. Различают *горизонтальное слияние*, в процессе которого объединяются предприятия одной отрасли; *вертикальное слияние*, которое объединяет предприятия смежных отраслей (например, производителей и потребителей сырья);

конгломератное слияние, в процессе которого объединяются предприятия, не связанные между собой ни отраслевыми, ни технологическими особенностями. Для предприятия-санатора побудительным мотивом этой формы санации является обычно достигаемый эффект синергизма, а для санируемого предприятия – возможность сохранения рабочих мест и направленности производственной деятельности. В процессе слияния предприятия консолидируют бухгалтерскую отчетность.

- *Поглощение*. Эта форма санации осуществляется путем приобретения предприятия-должника предприятием-санатором (для последнего это является одной из форм инвестиций – приобретение целостного имущественного комплекса или основной части его активов). Для санатора эффект поглощения также связан с синергизмом. Санируемое предприятие при поглощении обычно теряет свой самостоятельный статус, хотя как юридическое лицо может сохраниться в виде дочернего предприятия.

- *Разделение*. Такая форма санации может быть использована для предприятий, осуществляющих многоотраслевую хозяйственную (производственную) деятельность. Эффект такой формы санации состоит в том, что за счет существенного сокращения общехозяйственного управленческого аппарата, непроизводственных и вспомогательных служб значительно сокращается сумма постоянных издержек, в связи с чем за счет эффекта операционного леввериджа каждое новое выделенное подразделение быстрее может достичь точки безубыточности своей деятельности. Выделенные в процессе разделения предприятия получают статус нового юридического лица, а имущественные права и обязанности переходят к каждому из них на основе разделительного баланса.

- *Преобразование в открытое акционерное общество*. Такая форма санации, осуществляемая по инициативе группы

учредителей, позволяет существенно расширить финансовые возможности предприятия, обеспечить пути его выхода из кризиса и дать новый импульс его экономическому развитию. Условием такой санации выступает необходимость обеспечения учредителями минимального размера уставного фонда, установленного законодательством.

- *Передача в аренду.* Эта форма характерна в настоящее время для санирования государственных предприятий, при которой они передаются в аренду членам трудового коллектива. Условием осуществления такой формы санации является принятие на себя коллективом арендаторов долгов санлируемого предприятия. Принципиально такая форма санации может быть использована и для предприятий негосударственных форм собственности.

- *Приватизация.* В этой форме санятся государственные предприятия. В настоящее время эта форма санации получила большое развитие. Условия и формы приватизации государственных предприятий регулируются обширной системой законодательных актов.

5. Подбор санатора. Такой подбор осуществляется исходя из выбранных форм санации и предшествует разработке бизнес-плана санации предприятия, в которой санатор должен принимать обязательное участие. В реальной практике разработка бизнес-плана санации часто осуществляется до выбора санатора и лишь представляется ему на рассмотрение.

При формах санации, направленных на рефинансирование долга предприятия, основными санаторами могут выступать:

- собственники предприятия (в том числе и государственные органы – по предприятиям государственной формы собственности);
- кредиторы предприятия;
- коммерческие банки, осуществляющие обслуживание предприятия.

При формах санации, направленных на реструктуризацию (реконструкцию) предприятия, основными санаторами могут быть:

- собственники предприятия;
- предприятия-кредиторы;
- сторонние хозяйствующие субъекты – юридические лица;
- трудовой коллектив saniруемого предприятия.

6. Подготовка бизнес-плана санации. Бизнес-план представляет собой основной документ, определяющий цели и процесс осуществления санации предприятия-должника. Бизнес-план санации разрабатывается обычно представителями санатора, предприятия-должника и независимой аудиторской фирмы.

7. Расчет эффективности санации. Этот расчет позволяет определить целесообразность всего процесса санации, оценить различные альтернативные ее формы. Эффективность санации определяется путем соотнесения результатов (эффекта) и затрат на ее осуществление в предложенной форме.

Результаты санации (хотя и направлены на устранение неплатежеспособности и восстановление финансовой устойчивости предприятия) в конечном итоге могут быть оценены размером дополнительной прибыли (разницей между ее суммой после и до осуществления санации). Дополнительная прибыль в этом случае получается за счет нормализации хозяйственной деятельности предприятия при соответствующей финансовой поддержке (в сравнении с суммой прибыли, получаемой в условиях кризисного его развития). В процессе расчета эффективности санации сумма дополнительной прибыли предприятия приводится к настоящей стоимости.

Затраты на осуществление санации определяются путем разработки специального бюджета (*бюджета санации*). Принципиально эти затраты могут рассматриваться

как инвестиции санатора в saniруемое предприятие с целью получения прибыли (в прямой или косвенной форме) в предстоящем периоде.

Такой подход позволяет применять для оценки эффективности санации те же методы, которые используются при оценке эффективности реальных инвестиций.

Эффект синергизма, который сопутствует таким формам санации, как слияние и поглощение, рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{ЭС}_C = \text{РС}_0 - (\text{РС}_1 + \text{РС}_2),$$

где ЭС_C – сумма эффекта синергизма, достигаемого в процессе слияния (поглощения); РС_0 – прогнозируемая рыночная стоимость вновь создаваемого предприятия в процессе слияния (поглощения); РС_1 ; РС_2 – оценка рыночной стоимости отдельных объединяемых предприятий.

Сравнение эффективности различных форм санации позволяет выбрать наиболее оптимальный вариант ее осуществления.

8. Утверждение бизнес-плана санации. После рассмотрения проекта бизнес-плана санации с расчетом ее эффективности всеми заинтересованными сторонами (предприятием-должником, его кредиторами и санаторами) он утверждается их представителями и принимается к исполнению.

9. Мониторинг реализации мероприятий бизнес-плана санации. Такой мониторинг включается в систему текущего и оперативного финансового контроллинга и обеспечивается финансовой службой предприятия.

Цель санации считается достигнутой, если удалось за счет внешней финансовой помощи или реорганизационных мероприятий нормализовать хозяйственную деятельность и избежать объявления предприятия-должника банкротом с последующей его ликвидацией.

Контрольные вопросы

1. Каковы этапы финансовой стабилизации предприятия в условиях кризисной ситуации?
2. Опишите внутренние механизмы финансовой стабилизации.
3. В каких случаях проводится санация предприятия?
4. Определите этапы проведения санации.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Балабанов, И.Т. Риск-менеджмент / И.Т. Балабанов. – М. : Импэто, 2010.
2. Балабанов, И.Т. Основы финансового менеджмента / И.Т. Балабанов. – М. : Финансы и статистика, 2005. – 478 с.
3. Башарин, Г.П. Начала финансовой математики / Г.П. Башарин. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 160 с. ; 2007. – 305 с.
4. Белолипецкий, В.Г. Финансы фирмы / В.Г. Белолипецкий. – М. : ИНФРА-М, 2007. – 273 с.
5. Беренс, В. Руководство по оценке эффективности инвестиций : пер. с англ. / В. Беренс, П. Хавранек. – М. : Эксмо, 1995. – 228 с. ; 2006. – 188 с.
6. Бернар, И. Толковый экономический и финансовый словарь : пер. с франц. / И. Бернар, Ж.К. Колли – М. : Международные отношения, 1997. – 784 с.
7. Бернстайн, Л.А. Анализ финансовой отчетности : теория, практика и интерпретация : пер. с англ. / Л.А. Бернстайн. – М. : Финансы и статистика, 2003. – 624 с.
8. Бирман, Г. Экономический анализ инвестиционных проектов : пер. с англ. / Г. Бирман, С. Шмидт. – М. : Банки и биржи : Юнити, 2003. – 631 с.
9. Бланк, И.А. Инвестиционный менеджмент / И.А. Бланк. – Киев : ИТЕМ : Юнайтед Лондон Трейд Лимитед, 2007. – 448 с.
10. Бланк, И.А. Стратегия и тактика управления финансами / И.А. Бланк. – Киев : ИТЕМ : АДЕФ-Украина, 2003. – 534 с.
11. Бланк, И.А. Словарь-справочник финансового менеджера / И.А. Бланк. – Киев : Ника-Центр : Эльга, 1998. – 480 с.
12. Бланк, И.А. Управление прибылью / И.А. Бланк. – Киев : Ника-Центр : Эльга, 2007. – 768 с.

13. Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента / И.А. Бланк. – Киев : Ника-Центр : Эльга, 2012. – Т. 1. – 656 с.
14. Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента / И.А. Бланк. – Киев : Ника-Центр : Эльга, 2012. – Т. 2. – 674 с.
15. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов : пер. с англ. / Р. Брейли, С. Майерс. – М. : Олимп-Бизнес, 2012. – 1008 с.
16. Бригхем, Ю. Энциклопедия финансового менеджмента : пер. с англ. / Ю. Бригхем. – М. : РАГС : Экономика, 2004. – 350 с.
17. Вяткин, В. Принятие финансовых решений в управлении бизнесом : учеб. / В. Вяткин, Дж. Хэмптон, А. Казак. – М. : Екатеринбург : ЯВА, 1998. – 356 с.
18. Герчикова, И.Н. Финансовый менеджмент / И.Н. Герчикова. – М. : Консалтбанкир, 2005. – 312 с.
19. Риски в современном бизнесе / П.Г. Грабовой [и др.]. – М. : Аланс, 2009. – 240 с.
20. Дамари, Р. Финансы и предпринимательство : финансовые инструменты, используемые западными фирмами для роста и развития : пер. с англ. / Р. Дамари. – Ярославль : Елень, 2007. – 223 с.
21. Друри, К. Введение в управленческий и производственный учет : пер. с англ. / К. Друри. – М. : Юнити, 2005. – 783 с.
22. Ефимова, О.В. Финансовый анализ / О.В. Ефимова. – М. : Бухгалтерский учет, 2012. – 352 с.
23. Карлин, Т. Анализ финансовых отчетов (на основе СААР) : учеб. : пер. с англ. / Т. Карлин, М. Макмин. – М. : ИНФРА-М, 2001. – 448 с.
24. Карп, М.В. Финансовый лизинг на предприятии : монография / М.В. Карп, Р.А. Махмутов, Е.М. Шабалин. – М. : Финансы : Юнити, 1998. – 120 с.

25. Ковалев, А.И. Анализ финансового состояния предприятия / А.И. Ковалев, В.П. Привалов. – М. : Центр экономики и маркетинга, 2001. – 256 с.
26. Ковалев, В.В. Управление финансами / В.В. Ковалев. – М. : ФБК-ПРЕСС, 1998. – 160 с.
27. Кочович, Е. Финансовая математика. Теория и практика финансово-банковских расчетов / Е. Кочович. – М. : Финансы и статистика, 2004. – 271 с.
28. Краткий курс по экономике предприятия : пер. с нем. / под ред. Н.Н. Ушаковой, Е.В. Савельева, Н.Н. Гуляевой. – Киев : Генеза, 2008. – 340 с.
29. Крейнина, М.Н. Финансовый менеджмент / М.Н. Крейнина. – М. : Дело и Сервис, 2001. – 400 с.
30. Лапуста, М.Г. Риски в предпринимательской деятельности / М.Г. Лапуста, Л.Г. Шаршукова. – М. : ИНФРА-М, 2010. – 410 с.
31. Лукасевич, И.Я. Анализ финансовых операций / И.Я. Лукасевич. – М. : Финансы : ЮНИТИ, 1998. – 400 с.
32. Мелкумов, Я.С. Кредитные ресурсы: расчеты и анализ / Я.С. Мелкумов, В.Н. Румянцев. – М. : Бизнес-школа : Интел-Синтез, 2010.
33. Миддлтон, Д. Бухгалтерский учет и принятие финансовых решений : пер. с англ. / Д. Миддлтон. – М. : Аудит : Юнити, 2006.
34. Павлова, П.Н. Финансы предприятия / П.Н. Павлова. – М. : Финансы, Юнити, 2005. – 678 с.
35. Панова, Г.С. Кредитная политика коммерческого банка / Г.С. Панова. – М. : ДИС, 2002.
36. Розенберг, Дж. Инвестиции : терминологический словарь : пер. с англ. / Дж. Розенберг. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 400 с.
37. Рукина, С.Н. Финансы коммерческих предприятий и организаций / С.Н. Рукина. – М.: Экспертное бюро-М, 2008.

38. Стоянова, Е.С. Финансовый менеджмент. Российская практика / Е.С. Стоянова. – М. : Перспектива, 2008. – 150 с.
39. Стоянова, Е.С. Управление оборотным капиталом / Е.С. Стоянова, Е.В. Быкова, И.А. Бланк. – М. : Перспектива, 2007. – 128 с.
40. Теплова, Т.В. Финансовые решения: стратегия и тактика / Т.В. Теплова. – М. : Магистр, 2011. – 208 с.
41. Уткин, Э.А. Новые финансовые инструменты рынка / Э.А. Уткин. – М. : Дебет-Кредит, 2003.
42. Хелферт, Э. Техника финансового анализа : пер. с англ. / Э. Хелферт. – М. : Аудит : Юнити, 2003. – 640 с.
43. Хорн, В. Основы управления финансами : пер. с англ. / В. Хорн. – М. : Финансы и статистика, 2005.
44. Чедвиз, Л. Основы финансового учета : пер. с англ. / Л. Чедвиз. – М. : Банки и биржи : Юнити, 1997.
45. Четыркин, Е.М. Методы финансовых и коммерческих расчетов / Е.М. Четыркин. – М. : Дело, 1995. – 320 с.
46. Шарп, У.Ф. Инвестиции : пер. с англ. / У.Ф. Шарп, Дж. А. Гордон, Дж. В. Бэйли – М. : ИНФРА-М, 2003. – 1028 с.
47. Шим, Дж.К. Методы управления стоимостью и анализа затрат : пер. с англ. / Дж. К. Шим, Дж. Г. Сигел. – М. : Филинь, 1996. – 344 с.
48. Шим, Дж.К. Финансовый менеджмент : пер. с англ. / Дж. К. Шим, Дж. Г. Сигел. – 2-е изд., стер. – М. : Филинь, 1997. – 395 с.