

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

О.Г. Коваленко, О.А. Евстигнеева

УПРАВЛЕНИЕ КАПИТАЛОМ

Электронное учебное пособие



УДК 658.15

ББК 65.05

Рецензенты:

финансовый директор общества с ограниченной ответственностью
«Бизнес-партнер плюс» *К.С. Подгорнова*;
канд. экон. наук, доцент Тольяттинского государственного
университета *А.А. Шерстобитова*.

Коваленко, О.Г. Управление капиталом : электронное учебное пособие / О.Г. Коваленко, О.А. Евстигнеева. – Тольятти : Изд-во ТГУ, 2017. – 1 оптический диск.

В учебном пособии основное внимание уделено методам управления оборотным и внеоборотным капиталом предприятия.

Предназначено для студентов направления подготовки бакалавра 38.03.01 «Экономика» высшего профессионального образования всех форм обучения.

Текстовое электронное издание.

Рекомендовано к изданию научно-методическим советом Тольяттинского государственного университета.

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

© ФГБОУ ВО «Тольяттинский
государственный университет», 2017



Редактор *Т.Д. Савенкова*

Технический редактор *Н.П. Крюкова*

Компьютерная верстка: *Л.В. Сызганцева*

Художественное оформление,

компьютерное проектирование: *Г.В. Карасева, И.В. Карасев*

Дата подписания к использованию 01.06.2017.

Объем издания 18,4 Мб.

Комплектация издания: компакт-диск, первичная упаковка.

Заказ № 1-25-16.

Издательство Тольяттинского государственного университета

445020, г. Тольятти, ул. Белорусская, 14,

тел. 8 (8482) 53-91-47, www.tltsu.ru

Содержание

ВВЕДЕНИЕ	6
1. УПРАВЛЕНИЕ ОБОРОТНЫМ КАПИТАЛОМ	7
1.1. Постоянные и временные текущие активы	7
1.2. Оптимальный уровень текущих активов	9
1.3. Финансирование текущих активов	11
2. АНАЛИЗ ОБОРОТНОГО КАПИТАЛА	17
2.1. Чистый оборотный капитал как показатель ликвидности	17
2.2. Коэффициент текущей ликвидности как измеритель ликвидности	18
2.3. Анализ чистого коммерческого цикла	25
2.4. Показатели ликвидности, основанные на денежных активах	27
2.5. Анализ операционной активности	28
3. УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ АКТИВАМИ	41
3.1. Минимальный остаток денежных средств	41
3.2. Максимальный остаток денежных средств	43
3.3. Оптимальный остаток денежных средств	44
3.4. Прогноз потребности в денежных средствах	46
4. УПРАВЛЕНИЕ ДЕБИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТЬЮ	51
4.1. Влияние дебиторской задолженности на показатели рентабельности и ликвидности	51
4.2. Оптимальный уровень дебиторской задолженности	52
4.3. Кредитная политика	53
4.4. Принятие решения по предоставлению коммерческого кредита	59
4.5. Политика инкассации	61
5. УПРАВЛЕНИЕ ЗАПАСАМИ	64
5.1. Факторы, влияющие на управление запасами	64
5.2. Оптимальный уровень запасов	65
5.3. Оценка эффективности инвестиций в запасы	68
5.4. Методы управления запасами	74

6. КРАТКОСРОЧНЫЕ ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ	77
6.1. Внешние источники финансирования	77
6.2. Способы краткосрочного финансирования	78
7. УПРАВЛЕНИЕ СОБСТВЕННЫМ И ЗАЕМНЫМ КАПИТАЛОМ ПРЕДПРИЯТИЯ	85
7.1. Структура внеоборотных активов предприятия	85
7.2. Управление амортизационными отчислениями предприятия при формировании дисконтированного чистого денежного потока на предприятии	88
7.3. Управление заемным капиталом предприятия	89
Библиографический список	92
ГЛОССАРИЙ	95

ВВЕДЕНИЕ

В процессе обучения студентов направления подготовки бакалавров 38.03.01 «Экономика» управлению капиталом уделяется особое внимание в силу его существенного отличия от других сфер финансовой деятельности предприятия.

Категория «капитал» — это ключевое понятие в теории финансов и один из основных объектов управления финансовой деятельностью хозяйствующего субъекта.

Под *управлением капиталом* понимают систему принципов и методов разработки и реализации управленческих решений, связанных с оптимальным его формированием из различных источников, а также обеспечением его эффективного использования в различных видах хозяйственной деятельности предприятия. Исходя из этого, руководство компании принимает финансовые и инвестиционные решения по размещению капитала. Следует отметить, что направленные на потребление ресурсы капиталом не являются.

Капитал — это часть финансовых ресурсов, направляемая на производственно-хозяйственные цели (текущие расходы и развитие).

Капитал — это деньги, предназначенные для извлечения прибыли. В структуру капитала входят денежные средства, которые вложены:

- 1) в основные фонды;
- 2) нематериальные активы;
- 3) оборотные фонды;
- 4) фонды обращения.

Управление капиталом — прямая обязанность финансовых служб, причем это непрерывный процесс, требующий ежедневного контроля.

В учебном пособии достаточно подробно рассмотрены все стороны управления капиталом: анализ, финансирование и собственно управление. Даны примеры решения типовых задач, предложены контрольные вопросы.

1. УПРАВЛЕНИЕ ОБОРОТНЫМ КАПИТАЛОМ

1.1. Постоянные и временные текущие активы

Политика управления оборотным капиталом — это политика фирмы относительно уровня ее текущих активов и того, как они должны быть профинансированы. Например, фирме требуется принять решение о том, на какую сумму надо иметь денежные активы, какой уровень запасов поддерживать и сколько средств вкладывать в дебиторскую задолженность. Фирма также должна решить, какие источники привлечь для финансирования текущих активов — краткосрочные или долгосрочные либо предусмотреть их сочетание. Все вместе — уровень текущих активов и источники их финансирования — формирует политику управления оборотным капиталом.

На политику управления оборотным капиталом влияют многие факторы, в том числе изменчивость текущих активов, которая, в свою очередь, оказывается под воздействием отраслевой принадлежности и сезонности производства. Так, фирмы, оказывающие услуги, и производственные предприятия нуждаются, как правило, в разных уровнях текущих активов. А сезонные предприятия, работающие только летом, нуждаются в ином объеме оборотного капитала по сравнению с предприятиями, производящими товары круглый год.

Влияние факторов на политику управления оборотным капиталом можно проиллюстрировать на примере производственной фирмы, выпускающей продукцию равномерно в течение года. Однако ее продажи сезонные: в одни периоды она продает товаров больше, в другие — меньше.

Если уровень производства равномерный, а уровень продаж неравномерный, то запасы готовой продукции увеличиваются, когда производство превышает продажи. Но когда продажи превышают производство, эти запасы уменьшаются.

Другие элементы текущих активов также могут меняться в течение года. Дебиторская задолженность, например, растет, когда продажи в кредит превышают платежи покупателей, и снижается, когда платежи превышают новые продажи в кредит. Деньги появляются

при инкассации продаж и убывают, когда сама фирма гасит свои долги. Таким образом, текущие активы изменяются во времени.

Подвергаясь колебаниям, уровень текущих активов, тем не менее, редко достигает нуля, поскольку фирма почти всегда имеет некоторую сумму денежных средств, запасов и долгов клиентов. Таким образом, величина текущих активов изменяется во времени, но редко падает ниже некоторого минимального уровня, остающегося относительно постоянным (рис. 1).

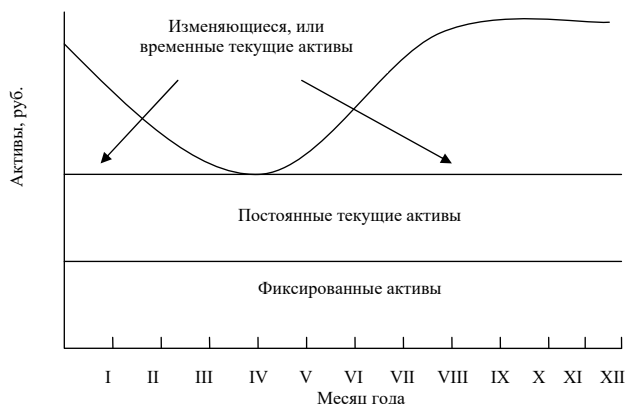


Рис. 1. Изменение текущих активов фирмы в течение одного года

На политику управления оборотным капиталом оказывают влияние три вида активов:

- 1) временная часть текущих активов, представляющая такой уровень запасов, дебиторской задолженности и денег, который сезонно изменяется;
- 2) постоянная часть текущих активов – уровень запасов, денег, дебиторской задолженности, который остается неизменным;
- 3) фиксированные активы – это земля, здания, сооружения, оборудование и другое имущество, которое не может быть продано или заменено в течение длительного периода.

Постоянные текущие активы имеют тенденцию к наращиванию. Деньги фирмы увеличиваются с ростом бизнеса, дебиторская задолженность растет с ростом количества покупателей, запасы ра-

стут, когда открываются новые возможности. Как меняется величина текущих активов в течение нескольких лет, показано на рис. 2.

Следовательно, перед бизнесом стоят две задачи: сдерживать рост текущих активов, которые изменяются в течение операционного цикла, и управлять постоянными текущими активами, которые растут благодаря долгосрочному росту бизнеса во времени.

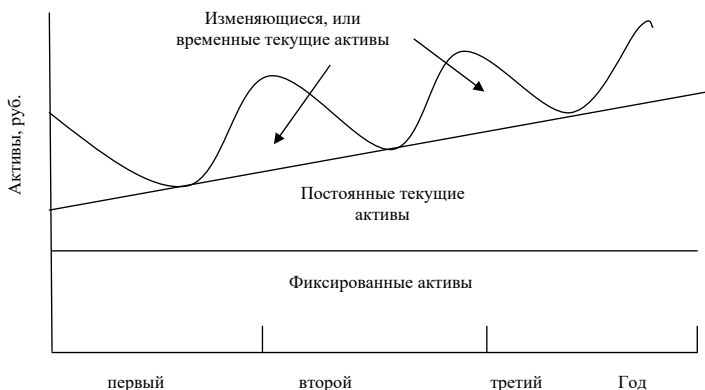


Рис. 2. Изменение текущих активов фирмы в течение нескольких лет

1.2. Оптимальный уровень текущих активов

Кредиторы меньше рискуют, когда компании-контрагенты имеют большое превышение текущих активов над текущими пассивами. Однако владельцы таких компаний не могут быть солидарны с ними, потому что текущие активы, как правило, не дают им большой отдачи. Деньги компании обычно держат в коммерческих банках на текущих счетах, по которым не выплачиваются проценты. Дебиторская задолженность также не приносит доходов, так как это деньги, которых компания еще не имеет, потому что покупатели еще не оплатили свои счета. Запасы не принесут прибыли до тех пор, пока не будут проданы. Будучи ликвидными, эти активы имеют преимущества, но держать их не очень рентабельно.

В то же время фиксированные активы способны обеспечивать существенный доход. Основные средства компания использует, что-

бы превратить сырье в продукт, который можно продать с прибылью. Долгосрочные инвестиции обычно приносят больший доход, чем текущие активы. Фиксированные активы могут быть рентабельными, но они, как правило, не являются ликвидными. Кредиторы не соглашаются принимать фиксированные активы в качестве залога за краткосрочные займы. Обусловлено это тем, что им придется потратить много времени и средств, чтобы продать заложенные фиксированные активы, если фирма-заемщик откажется платить по долгам. В результате кредиторы предпочитают, чтобы фирмы использовали ликвидные активы в качестве обеспечения займов.

В связи с этим в своей политике управления оборотным капиталом фирмы сталкиваются с необходимостью выбора. С одной стороны, они могут предпочесть ликвидность, позволив себе иметь большие суммы текущих активов на случай, если скоро понадобятся деньги. С другой стороны, они могут выбрать рентабельность, позволив себе иметь низкий уровень текущих активов и осуществлять инвестиции в первую очередь в высокодоходные фиксированные активы.

Однако на практике фирмы не выбирают, какую из сторон предпочесть. Более того, их менеджеры предпочитают баланс между ликвидностью и рентабельностью, что отражает желание иметь и прибыль, и ликвидные активы.

Поиск баланса между ликвидностью и рентабельностью выступает в качестве главного критерия для финансового менеджера, исследующего оптимальный уровень текущих активов. И тот уровень, который менеджеры окончательно определяют, есть в действительности результат их усилий, направленных на поддержание оптимального уровня каждого компонента текущих активов. Другими словами, оптимальный уровень текущих активов обеспечивается оптимальными уровнями денег, запасов и дебиторской задолженности. Каждым компонентом управляют отдельно, а общий результат приводит к оптимальному уровню текущих активов в целом.

Рассмотрим, каким образом достигается оптимальный уровень каждого компонента текущих активов.

Деньги: менеджеры стараются держать достаточное количество денежных активов, чтобы осуществлять ежедневные операции и в то же время вкладывать свободные суммы в ценные бумаги.

Запасы: менеджеры ищут уровень, который позволит сократить величину потерянных продаж из-за отсутствия запасов и в то же время снизить затраты по содержанию этих запасов.

Дебиторская задолженность: фирма старается увеличить продажи, но держит под контролем сомнительную задолженность и затраты на их инкассацию, проводя здоровую кредитную политику.

Установив политику, обеспечивающую оптимальный уровень текущих активов, финансовый менеджер должен уделить внимание другой стороне оборотного капитала – финансированию текущих активов, т. е. управлению текущими пассивами.

1.3. Финансирование текущих активов

Как переменная, так и постоянная части текущих активов должны быть профинансированы. Задача, стоящая перед финансовыми менеджерами, – это поиск источников финансирования, будь то краткосрочные или долгосрочные займы, вклады собственников или их различные комбинации.

Выбор фирмой источников финансирования текущих активов зависит от желания менеджеров иметь прибыль, не подвергая фирму рискам.

Краткосрочное долговое финансирование обычно менее затратное, чем долгосрочное, и всегда менее затратное, чем финансирование собственным капиталом. Однако краткосрочные займы более рискованны, так как у фирмы может быть недостаточно денег, чтобы погасить долги (согласно изменениям денежного потока). Или могут вырасти процентные ставки, что повлечет за собой рост стоимости краткосрочных источников как возобновляемых займов. Долгосрочные займы и собственный капитал менее рискованны, так как платежи по ним откладываются (в случае собственного капитала – навсегда), а процентная ставка фиксируется на длительный период.

Баланс между риском и стоимостью финансовых альтернатив зависит от фирмы, ее финансовых менеджеров и их предпочтений в выборе источников финансирования.

Различают три подхода к финансированию текущих активов, в свою очередь определяющих источники финансирования: агрессивный, консервативный и умеренный.

Фирма, применяющая *агрессивный* подход, для финансирования текущих активов использует преимущественно краткосрочные источники, увеличивает риск из-за наличия риска процентных ставок (их изменения), но увеличивает и потенциальную доходность из-за низкозатратного финансирования.

Фирма, которая применяет *консервативный* подход, избегает краткосрочного финансирования, чтобы снизить риск, но и сокращает потенциал по максимизации своей стоимости, ибо долгосрочные кредиты и собственный капитал имеют высокую цену привлечения.

Умеренный подход призван сбалансировать интересы риска и доходности.

Рассмотрим эти подходы более подробно.

Агрессивный подход вовлекает использование краткосрочных долгов, чтобы профинансировать временные текущие активы, часть или весь объем постоянных текущих активов и даже некоторые фиксированные активы (рис. 3).

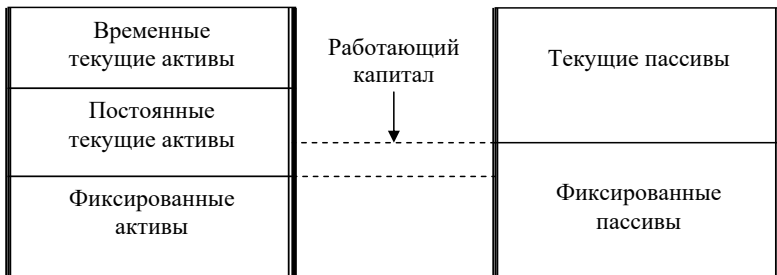


Рис. 3. Агрессивный подход к финансированию текущих активов

Если сравнить текущие активы и текущие пассивы, то будет видно, что все временные текущие активы и большая часть постоянных текущих активов финансируются за счет краткосрочных источников. В результате фирма имеет незначительную величину чистого оборотного, или работающего, капитала. В зависимости от природы бизнеса эта незначительная сумма работающего капитала может быть рискованной: нет «воздушной подушки» (буфера) между стоимостью ликвидных активов и суммой долгов, которые надо выплатить в краткосрочном периоде (со сроком погашения менее года).

Фирма может быть более агрессивной, чем показано на рис. 3. Если она финансирует все текущие активы текущими обязательствами, т. е. ее текущие активы равны текущим пассивам, работающий капитал фирмы равен нулю и «подушки» нет вовсе. Менеджеры могут пойти дальше, финансируя часть своих долгосрочных активов (здания, оборудование) краткосрочными источниками и тем самым формируя отрицательный работающий капитал. Это очень рискованно (например, могут неожиданно вырасти процентные ставки по краткосрочным ссудам).

Однако менеджеров привлекает агрессивное финансирование, обеспечивающее возможность использовать относительно большие суммы краткосрочных долгов для финансирования текущих активов. Обычно их соблазняют более низкие процентные ставки. Менеджеры будут принимать риск, если ожидаемая рентабельность достаточно высока, что оправдывает этот риск.

Консервативный подход заключается в использовании долгосрочных заемных средств и собственного капитала для финансирования всех долгосрочных активов, постоянной части текущих активов и некоторой величины временных текущих активов.

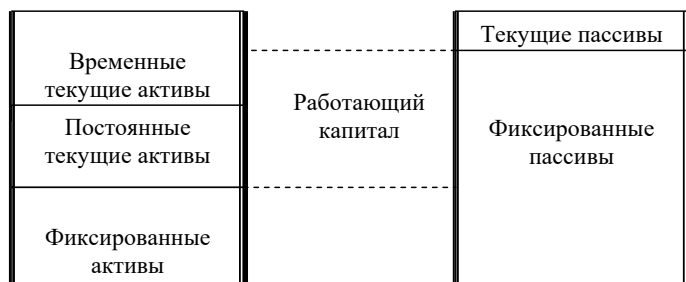


Рис. 4. Консервативный подход к финансированию текущих активов

При таком подходе фирма имеет большую сумму чистого оборотного, или работающего, капитала, что также означает низкий риск, поскольку она имеет достаточно активов, которые могут быть проданы для удовлетворения краткосрочных долгов (рис. 4).

Финансовый менеджер, применяющий *ультраконсервативный* подход, смог бы использовать собственный капитал на финанси-

вание всех активов и не подвергать себя долгам. Используя только собственный капитал, фирма смогла бы иметь максимально возможную величину работающего капитала, так как она не имела бы долгов.

Консервативный подход имеет и оборотную сторону: долгосрочное финансирование обычно более затратное, чем краткосрочное. Таким образом, полагаясь на долгосрочные источники, текущие активы приходится финансировать за счет средств, которые могли бы быть размещены для более эффективного использования.

Умеренный подход к финансированию показан на рис. 5. Концепция бухгалтерского учета, известная как принцип соответствия, устанавливает, что стоимость актива признается в течение всего времени, когда актив обеспечивает выручку или прибыль для бизнеса. Эта концепция может быть применена для определения умеренной позиции, находящейся между агрессивным и консервативным подходами.

Согласно принципу соответствия, временные текущие активы, которые учитываются в балансе в коротком периоде, могут финансироваться краткосрочными долгами, т. е. текущими пассивами. Постоянная часть текущих активов и фиксированные активы, отражаемые в балансе в течение длительного времени, финансируются долгосрочными источниками.



Рис. 5. Умеренный подход к финансированию текущих активов

Если сравнить текущие активы и текущие пассивы, то можно увидеть, что фирма согласовала свои временные текущие активы с текущими пассивами. Она также согласовала постоянную часть текущих активов и фиксированные активы с долгосрочными

источниками финансирования. Эта политика дает фирме среднюю величину чистого оборотного, или работающего, капитала. Такой подход характеризуется умеренной степенью риска, сбалансированного умеренной величиной ожидаемой доходности.

Каким образом каждый подход к финансовой политике влияет на риск и потенциальную доходность фирмы, позволяет выявить коэффициентный анализ. Сравним выбранные финансовые коэффициенты для трех фирм, которые различаются только способом финансирования текущих активов (табл. 1).

Таблица 1

Основные характеристики подходов к финансированию текущих активов

Показатели, млн руб.	Фирма А	Фирма С	Фирма М
Активы:			
временные текущие	200	200	200
постоянные текущие	400	400	400
фиксированные	600	600	600
Итого	1 200	1 200	1 200
Пассивы:			
текущие пассивы	300	100	200
долгосрочные займы	300	500	400
собственный капитал	600	600	600
Итого	1 200	1 200	1 200
Чистая прибыль за год	126	114	120
Работающий капитал	300	500	400
Расчетные показатели:			
коэффициент текущей ликвидности	2,0	6,0	3,0
рентабельность собственного капитала, %	21	19	20

Фирма А применяет агрессивный подход, фирма С – консервативный, а фирма М – умеренный.

Фирма А, применяющая агрессивный подход финансирования текущих активов, имеет самую большую чистую прибыль, самую маленькую величину работающего капитала и самый низкий коэффициент текущей ликвидности, но самую высокую рентабельность собственного капитала. Это согласуется с концепцией взаимосвязи риска и доходности (чем больший риск принимает на себя фирма,

тем больший доход она ожидает получить), однако при этом нет гарантии, что чистая прибыль всегда будет положительной.

Фирма С, следующая в своей деятельности консервативной политике, имеет самую низкую чистую прибыль, самую большую величину работающего капитала и самый высокий коэффициент текущей ликвидности, но низкую рентабельность собственного капитала. Это отражает ее относительно низкий риск и самую низкую потенциальную доходность.

Фирма М следует умеренной политике. Ее временные текущие активы соответствуют текущим пассивам. Эта позиция находится между агрессивной и консервативной.

В реальности каждая фирма должна найти свой баланс финансовых источников и свою политику управления оборотным капиталом, основанную на стратегии развития и отраслевых особенностях.

Контрольные вопросы

1. Что представляет собой оборотный капитал?
2. Насколько важна для фирмы проблема управления оборотным капиталом?
3. Как компромисс между риском и доходностью влияет на политику управления оборотным капиталом?
4. Что представляет собой агрессивный подход?
5. Что представляет собой консервативный подход?
6. Что представляет собой умеренный подход?
7. Какие задачи призвана решать политика управления оборотным капиталом?
8. Почему величина текущих активов изменяется во времени?
9. Что представляют собой постоянные и временные текущие активы?
10. Объясните суть проблемы «ликвидность против рентабельности» в контексте управления оборотным капиталом.

2. АНАЛИЗ ОБОРОТНОГО КАПИТАЛА

2.1. Чистый оборотный капитал как показатель ликвидности

Чистый оборотный, или работающий, капитал, как показатель ликвидности и краткосрочной финансовой прочности – это обычный аналитический инструмент. Кредиторы, как правило, полагаются на разницу между текущими активами и текущими пассивами. Кредитные договоры и облигационные соглашения часто содержат условия по поддержанию минимального уровня работающего капитала.

Финансовые аналитики оценивают величину работающего капитала для рекомендаций по принятию инвестиционных решений.

Все публичные финансовые отчеты обязаны отделять текущие активы от нетекущих и краткосрочные обязательства от долгосрочных в ответ на потребности пользователей этих отчетов.

И хотя величина работающего капитала более релевантна решениям пользователей, чем другие финансовые показатели, такие как продажи или общая величина активов, сама по себе она имеет ограничения для целей прямого сравнения и оценки адекватности работающего капитала.

Рассмотрим это на следующем примере (в условных стоимостных единицах):

	Компания А	Компания В
Текущие активы	300,0	1200,0
Текущие пассивы	100,0	1000,0
Работающий капитал	200,0	200,0

Обе компании имеют одинаковый по величине работающий капитал. Однако даже быстрое сравнение отношения текущих активов к текущим пассивам указывает, что положение компании А предпочтительнее.

2.2. Коэффициент текущей ликвидности как измеритель ликвидности

Анализ приведенного выше примера позволяет говорить о необходимости изучения относительной величины работающего капитала.

Традиционным относительным показателем считается *коэффициент текущей ликвидности*, который рассчитывается по формуле

$$k_{т.л} = \frac{ТА}{ТП},$$

где ТА – текущие активы; ТП – текущие пассивы.

Для компании А коэффициент равен 3, для компании В – 1,2, что выявляет их различные финансовые позиции.

Причина широкого использования коэффициента текущей ликвидности заключается в его способности измерять:

✓ покрытие текущих обязательств. Чем выше значение коэффициента, тем больше уверенность, что текущие пассивы будут оплачены;

✓ своеобразный «буфер» для убытков. Чем больше «буфер», тем ниже риск. Коэффициент текущей ликвидности показывает предел безопасности, имеющийся в наличии для покрытия обесцененных неденежных текущих активов, когда последние в конечном счете реализуются;

✓ резерв ликвидных фондов. Коэффициент уместен как измеритель безопасности от неопределенности и случайностей в денежных потоках компании. Неопределенности и потрясения, такие как забастовки и экстраординарные убытки, могут временно и неожиданно ухудшить денежные потоки.

Несмотря на то что коэффициент является уместным и полезным показателем ликвидности и краткосрочной платежеспособности, использовать его нужно с определенными ограничениями, которые следует осознавать.

Первым шагом в критической оценке коэффициента как инструмента анализа ликвидности и краткосрочной платежеспособности является исследование числителя и знаменателя. Если мы определяем ликвидность как способность обеспечить денежные

платежи адекватными денежными поступлениями, то следует задать вопрос: охватывает ли коэффициент текущей ликвидности это важное понятие? Иными словами, предсказывает ли он будущие поступления и платежи, измеряет ли адекватность входящих потоков выходящими потоками?

Отрицательный ответ на оба вопроса очевиден. Коэффициент текущей ликвидности — это статический измеритель способности удовлетворять текущие обязательства на дату составления баланса. Текущий источник денежных средств не имеет ни логического, ни причинного отношения к будущим входящим потокам денег. В то же время будущие входящие потоки являются наилучшим индикатором ликвидности. Эти потоки зависят от факторов, исключенных из коэффициента, в том числе от продаж, денежных расходов и доходов, изменений в условиях бизнеса. Чтобы прояснить эти ограничения, необходимо исследовать более детально элементы текущих активов.

Сначала рассмотрим каждый элемент числителя, входящий в текущие активы, и его связь с анализом ликвидности.

Деньги и денежные эквиваленты. Деньги в хорошо управляемой компании — это изначально предусмотренный резерв, создаваемый в целях защиты от краткосрочной денежной несбалансированности. К примеру, продажи, снижающиеся более быстрыми темпами, чем денежные выплаты за поставки материалов, требуют наличия излишка денег. Но деньги являются активами, не приносящими доход, а денежные эквиваленты — это обычно низкодоходные ценные бумаги, и поэтому вложения компаний в эти активы не слишком велики. Более того, компании полагаются на заменители денег в форме открытой кредитной линии, не входящей в расчет коэффициента текущей ликвидности.

Рыночные ценные бумаги. Излишек денежных средств в виде страхового резерва часто используется в форме инвестиций в ценные бумаги с рентабельностью, превышающей рентабельность денежных эквивалентов. Имеет смысл рассматривать такие инвестиции как доступные для погашения краткосрочных обязательств. Поскольку инвестиции в ценные бумаги учитываются по цене приобретения, большинство проблем по определению их рыночной стоимости отпадают. Однако следует признать: чем более отдалена дата составле-

ния баланса от даты приобретения ценных бумаг, тем больше вероятность незафиксированных изменений в их рыночной стоимости.

Дебиторская задолженность. Главный определяющий фактор дебиторской задолженности — это продажи. Связь дебиторской задолженности и продаж устанавливается с помощью кредитной политики и методов инкассации. Изменения в дебиторской задолженности корреспондируются с изменениями в продажах, хотя не обязательно прямо пропорционально.

Анализ дебиторской задолженности как источника денег должен признать периодическую возобновляемость этого актива, его возобновляемую природу. За инкассацией одного счета следует новый кредит в форме отсрочки платежа. Соответственно, уровень дебиторской задолженности не является измерителем будущих входящих потоков денег.

Запасы. Главным определяющим фактором запасов, как и дебиторской задолженности, являются продажи или ожидаемые продажи, а не уровень текущих пассивов. Поскольку продажи есть функция спроса и предложения, методы управления запасами поддерживают пропорциональный прирост запасов. Более того, продажи инициируют превращение запасов в деньги. Будущие входящие денежные потоки от продаж запасов зависят от рентабельности продаж. Однако коэффициент текущей ликвидности не признает ни уровня, ни рентабельности продаж, являющихся факторами будущих денежных поступлений.

Заранее оплаченные расходы. Предоплата — это расходы, которые принесут пользу в будущем. Их величина в общей сумме текущих активов обычно невелика. Однако надо быть осведомленным о тенденции компаний со слабой финансовой позицией включать в авансированные расходы расходы будущих периодов и другие статьи сомнительной ликвидности. Следует исключать такие статьи из расчета работающего капитала и коэффициента текущей ликвидности.

При анализе ликвидности также критически следует оценивать *текущие обязательства*. Они представляют собой источник финансирования и в первую очередь зависят от продаж, а способность компании удовлетворить их, когда наступит срок, измеряется оборотным капиталом. Например, закупки, увеличивающие счета к

оплате, есть функция от продаж, следовательно, кредиторская задолженность перед поставщиками изменяется вместе с продажами. До тех пор, пока продажи остаются неизменными или растут, платежи по текущим обязательствам выплачиваются. В этом смысле элементы коэффициента текущей ликвидности влияют, но не существенно, на будущие денежные потоки. Следует также помнить, что в текущие обязательства, входящие в расчет коэффициента текущей ликвидности, не включают ожидаемые денежные платежи (к примеру, обязательства под подрядное строительство, лизинг).

На основании вышеизложенного можно сделать три вывода.

1. Ликвидность в большей мере связана с прогнозом денежных потоков и в меньшей степени — с уровнем денег и денежных эквивалентов.
2. Не существует прямой связи между работающим капиталом, рассчитанным через балансовые остатки текущих активов и текущих пассивов, и подходящей моделью будущего денежного потока.
3. Политика управления дебиторской задолженностью и запасами в первую очередь направлена на эффективное использование активов и только во вторую очередь — на ликвидность.

Эти выводы не в пользу коэффициента текущей ликвидности как аналитического инструмента. Тогда возникает вопрос: почему же он так широко используется? Причинами могут быть его «понимаемость», простота в расчетах и доступность информации для расчетов. Использовать коэффициент также предпочитают кредиторы (особенно банкиры) при изучении кредитоспособности заемщика. С помощью этого коэффициента кредиторы оценивают возможность заемщика рассчитываться по обязательствам в том случае, когда денежные поступления на его счета задерживаются. Однако такой экстраемальный анализ не всегда полезен для оценки ликвидности.

Уместными представляются две другие точки зрения.

Первая. Анализ краткосрочной ликвидности и платежеспособности должен признавать относительное преимущество проектов денежных потоков и прогнозных финансовых отчетов перед коэффициентом текущей ликвидности. Однако этот анализ требует информации (в том числе оценку спроса на продукцию), которой нет в финансовых отчетах.

Вторая. Если бы в анализе использовался коэффициент текущей ликвидности как статический измеритель способности текущих активов обеспечивать текущие обязательства, то следовало бы признать, что это другая концепция ликвидности, отличная от описанной выше. В нашем контексте ликвидность – это способность и скорость превращения текущих активов в деньги, а также степень сокращения текущих активов в результате их конвертации.

Конечно, нельзя отказываться от коэффициента текущей ликвидности как аналитического инструмента. Но важно понимать его релевантное применение. Рассмотренные ограничения коэффициента текущей ликвидности указывают на некоторый аналитический процесс корректировки, который зачастую неосуществим. Поэтому коэффициент текущей ликвидности требует ограниченного его использования, например для измерения способности текущих активов погашать соответствующие текущие обязательства. В то же время превышение текущих активов, если таковое имеется, можно рассматривать как ликвидный излишек, доступный для удовлетворения дисбаланса в денежных потоках.

Таким образом, чтобы результаты анализа были адекватны реальной ситуации, следует оценить и измерить:

- качество текущих активов и текущих пассивов, входящих в расчет коэффициента;
- скорость оборачиваемости текущих активов и текущих пассивов, т. е. временной период, необходимый для превращения дебиторской задолженности и запасов в деньги, которые затем используются для оплаты текущих долгов.

Наряду с абсолютными и относительными показателями в анализе оборотного капитала следует использовать методы сравнения, в частности трендовый и вертикальный анализ. При проведении *трендового анализа* компоненты оборотного капитала и коэффициента текущей ликвидности превращаются в индексы и затем исследуются во времени. *Вертикальный анализ* представляет собой исследование составных элементов (композиции) текущих активов во времени.

Эти сравнительные временные анализы вместе с внутриотраслевыми тенденциями позволяют выявить полезную для аналитика информацию.

Изменения величины коэффициента текущей ликвидности должны интерпретироваться с осторожностью, так как они вовсе не подразумевают изменения в ликвидности или в операционной деятельности. Так, в периоды спада производства компания может продолжать платить по текущим долгам, пока запасы и дебиторская задолженность обеспечивают увеличение текущих активов. И наоборот, в благоприятный для компании период увеличение задолженности перед бюджетом может понизить коэффициент текущей ликвидности. Часто сопутствующее управленческому успеху развитие компании может потребовать роста текущих активов и текущих пассивов. Но такой «принудительный» успех влечет за собой уменьшение коэффициента текущей ликвидности, что можно проиллюстрировать следующим примером.

Расширяющейся компании потребовалось двойное увеличение текущих активов и четвертное увеличение текущих пассивов при неизменной величине работающего капитала. Это привело к снижению коэффициента текущей ликвидности в два раза:

Показатели	Первый год	Второй год
Текущие активы, млн руб.	300	600
Текущие пассивы, млн руб.	100	400
Работающий капитал, млн руб.	200	200
Коэффициент текущей ликвидности	3	1,5

Похожее влияние на коэффициент текущей ликвидности может оказать и инфляция, так как она способствует увеличению остатков текущих активов и текущих обязательств.

К методам сравнения относят также *эмпирический анализ*, который в данном случае использует следующее правило: коэффициент текущей ликвидности должен быть больше или равен двум. Коэффициент ниже нормативного значения свидетельствует об увеличении риска ликвидности. Одно время в мировой практике был принят норматив, равный 2,5. Изменение нормативного значения коэффициента (2,0 вместо 2,5) означало понижение уровня консерватизма кредиторов, особенно банкиров. Хотя на это мог оказать влияние и более совершенный учет, позволяющий банкирам и кредиторам снизить требования к нормативу до приемлемого уровня.

Нормативное значение коэффициента, равное двум, предполагает, что имеются 2 рубля текущих активов, на которые может рассчитывать каждый рубль текущих обязательств, или альтернативно, что стоимость текущих активов может снизиться на 50 % (например, при их ликвидации, реализации) и все же оставаться достаточной, чтобы покрыть текущие обязательства. Коэффициент текущей ликвидности, намного превышающий норматив, несмотря на то что позволяет полностью покрыть текущие обязательства, свидетельствует о неэффективном использовании ресурсов и низком уровне рентабельности активов компании.

Оценка коэффициента текущей ликвидности с помощью эмпирического правила вызывает сомнение по двум причинам:

1) в оценке коэффициента более важны качество текущих активов и композиция (состав) текущих пассивов. Например, две компании с идентичными коэффициентами текущей ликвидности могут представлять неодинаковый риск из-за различий в качественном составе работающего капитала и источников его финансирования;

2) потребности в работающем капитале изменяются вместе с отраслевыми условиями и в зависимости от длительности чистого коммерческого цикла.

Аналитику следует быть осведомленным о так называемом «менеджменте» коэффициента текущей ликвидности, также известном как «украшение витрин». Так, в закрытом периоде (между обязательными годовыми отчетами) руководство фирмы время от времени может настаивать на инкассации дебиторской задолженности, стимулировании авансовых платежей, сокращении запасов ниже нормального уровня, задержке типичных для фирмы закупок для погашения текущих обязательств.

В результате увеличивается коэффициент текущей ликвидности. Проиллюстрируем это на следующем примере.

Компания увеличивает коэффициент текущей ликвидности за счет более раннего, чем обычно, погашения кредиторской задолженности на 50 тыс. руб.:

	До выплат	После выплат
Текущие активы, тыс. руб.	200	150
Текущие пассивы, тыс. руб.	100	50
Работающий капитал, тыс. руб.	100	100
Коэффициент текущей ликвидности	2	3

Следовательно, аналитик не должен ограничивать свой анализ показателями, рассчитанными на основе годовых балансовых отчетов. Его следует расширить промежуточными измерениями коэффициента текущей ликвидности. Промежуточный анализ делает более трудным для менеджмента «приукрашивание витрин» и позволяет аналитику оценивать сезонное влияние на коэффициент.

2.3. Анализ чистого коммерческого цикла

Потребности компании в работающем капитале находятся под влиянием инвестиций в запасы, а также отношений между отсрочкой платежа от поставщиков и кредитными условиями, предоставляемыми покупателям. Перечисленные определения составляют понятие «чистого» коммерческого цикла. Расчет его приведен в следующем примере.

Финансовая информация на конец года (в млн руб.):	
Продажи за год	360
Дебиторская задолженность	40
Запасы*	50
Кредиторская коммерческая задолженность**	20
Себестоимость реализованной продукции (в том числе амортизация – 30)	320

* Запасы на начало года – 100 млн руб.

** Предполагается, что эти счета относятся к закупкам, включенным в себестоимость реализованной продукции.

Рассчитаем величину ежедневных закупок. Для этого к запасам на начало года прибавим себестоимость реализованной за год продукции и вычтем запасы на конец года. Из полученного результата вычтем величину амортизации, включенную в себестоимость реализованной продукции:

$$50 + 320 - 100 = 270 \text{ млн руб.}$$

$$270 - 30 = 240 \text{ млн руб.}$$

Это значит, что в течение года было совершено закупок на сумму 240 млн руб.

Ежедневные закупки составили в среднем

$$240 : 365 = 0,66 \text{ млн руб.}$$

Период погашения кредиторской задолженности $T_{кр}$ составляет 30 дней:

$$T_{кр} = 20 \text{ млн руб.} : 0,66 \text{ млн руб.}$$

Период погашения дебиторской задолженности $T_{инк}$ составляет 41 день:

$$T_{инк} = 40 \text{ млн руб.} : 360 \text{ млн руб.} \cdot 365 \text{ дн.}$$

Период оборота запасов $T_{зап}$ составляет 51 день:

$$T_{зап} = 50 \text{ млн руб.} : 360 \text{ млн руб.} \cdot 365 \text{ дн.}$$

Чистый коммерческий цикл равен: $41 + 51 - 30 = 62$ дня.

Все расчеты проведены корректно, на согласующейся основе. А именно: дебиторская задолженность, учтенная как продажи, разделена на дневные продажи; запасы, учтенные в себестоимости реализованной продукции, разделены на дневную себестоимость реализованной продукции; кредиторская задолженность, учтенная как закупки, разделена на ежедневные закупки.

Анализ показывает, что компания имеет 41-дневные продажи, связанные в дебиторской задолженности, поддерживает на 51 день товарных запасов и получает от поставщиков отсрочку платежа в 30 дней. Чем длиннее чистый коммерческий цикл, тем больше потребность в работающем капитале. Сокращение периода инкассации или периода оборота запасов понижает эти потребности. Увеличение периода погашения кредиторской задолженности как кредита от поставщиков понижает потребности в работающем капитале.

Потребности в работающем капитале определяются отраслевыми условиями и практикой. Сравнения, использующие отраслевые коэффициенты ликвидности, и расчет потребности в работающем капитале, включающий «чистый» коммерческий цикл, полезны при анализе адекватности работающего капитала.

Кроме этого, анализ ликвидности текущих активов должен включать *обзор динамики продаж*. Поскольку продажи необходимы, чтобы запасы превратить в дебиторскую задолженность, а дебиторскую задолженность — в деньги, рост продаж подразумевает превращение запасов в более ликвидные активы. Снижение продаж приостанавливает этот процесс.

2.4. Показатели ликвидности, основанные на денежных активах

Деньги и денежные эквиваленты — наиболее ликвидные текущие активы. Рассмотрим коэффициенты, основанные на этих активах.

1. *Доля денежных активов*, измеряемая соотношением

$$\frac{\text{деньги} + \text{денежные эквиваленты} + \text{ценные бумаги}}{\text{текущие активы}}$$

Чем выше этот коэффициент, тем более ликвидны текущие активы. Коэффициент имеет минимальный риск потери стоимости в случае реализации данных активов и почти не требует времени для конвертации в деньги. Однако надо признавать возможные ограничения на эти денежные активы. Например, кредиторы иногда требуют, чтобы заемщики поддерживали компенсационные остатки на своих банковских счетах. Аналитик должен оценивать влияние этих остатков на кредитоспособность компании, ее кредитные возможности, на отношения с банком. Следует помнить, что компенсационные остатки не снимаются со счетов. Необходимо также признать дополнительные факторы, имеющие отношение к оценке этого коэффициента. Один из них связан с эффективным управлением, сокращающим требуемый уровень денежных активов; другой — с открытой кредитной линией, которая является эффективным заменителем денежных средств.

2. *Коэффициент абсолютной ликвидности*, измеряемый соотношением

$$\frac{\text{деньги} + \text{денежные эквиваленты} + \text{ценные бумаги}}{\text{текущие пассивы}}$$

Коэффициент используется для измерения величины денежных активов, доступной для погашения текущих обязательств. Это жесткий тест, игнорирующий возобновляемую природу текущих активов и текущих пассивов. Однако его важность как абсолютной формы ликвидности не может недооцениваться.

Мировой опыт банкротств дает множество примеров неплатежеспособности компаний со значительными размерами активов (как текущих, так и фиксированных), неспособных при этом оплачивать свои долги и эффективно функционировать.

2.5. Анализ операционной активности

Анализ ликвидности сопровождается анализом деловой активности, которую характеризуют показатели оборачиваемости дебиторской задолженности, запасов и кредиторской задолженности.

Дебиторская задолженность как измеритель ликвидности

Для многих компаний, продающих товары в кредит, дебиторская задолженность является важной частью оборотного капитала. В оценке ликвидности кроме качества оборотного капитала и коэффициента текущей ликвидности необходимо также измерять качество и ликвидность дебиторской задолженности. И качество, и ликвидность дебиторской задолженности находятся под влиянием уровня ее оборачиваемости. Качество определяется вероятностью инкассации без потерь. Опыт показывает, что чем дольше дебиторская задолженность просрочена, тем ниже вероятность ее инкассации. Оборачиваемость — это индикатор возраста дебиторской задолженности, особенно полезный при сравнении с ожидаемым показателем оборачиваемости, который рассчитывается на основании установленных фирмой кредитных условий. Ликвидность дебиторской задолженности означает скорость ее конвертации в деньги. Оборачиваемость дебиторской задолженности есть мера этой скорости.

$$K_{\text{деб}} = \frac{\text{продажи в кредит}}{\text{средняя дебиторская задолженность}}.$$

Самый простой способ расчета средней дебиторской задолженности — сложить счета к получению на начало и конец отчетного

периода и разделить сумму на два. Более точная оценка получается, если использовать месячную или квартальную информацию. Чем больше колебания в продажах, тем более вероятно искажение коэффициента.

В расчет коэффициента оборачиваемости следует включать только продажи в кредит, так как продажи по предоплате или оплате в момент отгрузки товара не создают дебиторской задолженности. Но поскольку финансовые документы редко раскрывают продажи, показывая отдельно продажи в кредит и за деньги, этот коэффициент часто рассчитывают на основе общей величины продаж, предполагая, что продажи без отсрочки платежа незначительны. Если же они значительны, то коэффициент становится неточным и менее полезным. Однако, если доля продаж без отсрочки платежа в общих продажах относительно стабильна, ежегодные сравнения изменений оборачиваемости дебиторской задолженности более уместны. Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности показывает, как часто в среднем дебиторская задолженность возобновляется, т. е. получена и инкассирована в течение года.

Пример расчета. Имеется следующая информация по компании: годовые продажи (все в кредит) составили 1 200 тыс. руб., дебиторская задолженность в начале года – 150 тыс. руб., в конце года – 250 тыс. руб. Тогда:

$$K_{\text{деб}} = \frac{1200}{(150 + 250) : 2} = 6.$$

Это значит, что средняя дебиторская задолженность погашалась в течение года 6 раз.

Период погашения дебиторской задолженности

Измеряя скорость инкассации, коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности является полезным для анализа, но его нельзя напрямую сравнить с периодом отсрочки платежа, который компания предоставляет своим покупателям. Поэтому анализируют и другой показатель – период погашения дебиторской задолженности, иначе называемый периодом инкассации. Он рассчитывается превращением коэффициента оборачиваемости в дни продаж, связанных в дебиторской задолженности. Период инкассации изме-

ряет количество дней, которые в среднем требуются клиентам для погашения задолженности.

Период инкассации $T_{\text{инк}}$ рассчитывается по формуле

$$T_{\text{инк}} = \frac{360}{K_{\text{деб}}},$$

где 360 — приблизительное количество дней в году. Для более точного расчета следует использовать точное число дней в году (365 или 366).

Используя информацию предыдущего примера, рассчитаем период инкассации:

$$T_{\text{инк}} = 360 : 6 = 60 \text{ дн.}$$

Альтернативный расчет, известный как *дневные продажи в дебиторской задолженности*, представляет собой деление дебиторской задолженности, возникшей на конец анализируемого периода, на средние ежедневные продажи:

$$\text{дебиторская задолженность} : \frac{\text{продажи}}{360}.$$

Этот показатель отличается от периода инкассации, расчет которого приведен выше. При определении периода инкассации используется средняя дебиторская задолженность, в то время как в последнем, альтернативном расчете используется дебиторская задолженность на конец анализируемого периода.

Основываясь на информации примера, получим следующий результат альтернативного расчета:

$$\text{средние дневные продажи} = 1\,200 : 360 = 3,3 \text{ тыс. руб.};$$

$$\frac{\text{дебиторская задолженность}}{\text{средние дневные продажи}} = \frac{250}{3,3} = 75 \text{ дней.}$$

Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности и период инкассации сравнивают со средними значениями по отрасли или сроком предоставления анализируемой компанией коммерческого кредита. Когда период инкассации сравнивается с условиями продаж, предоставляемыми компанией, можно оценить уровень оплаты счетов клиентами во времени (какое время клиенты затрачивают на оплату). Например, если компания предоставляет обыч-

ную отсрочку платежа в 40 дней, то средний период инкассации в 75 дней свидетельствует о следующих возможных проблемах:

- слабых усилиях компании по инкассации;
- задержках покупателями платежей;
- финансовых затруднениях покупателей.

Решение первой проблемы требует корректировки управленческих действий, в то время как две другие лежат в плоскости качества и ликвидности дебиторской задолженности. Поэтому следует выявить, насколько типична (презентативна) дебиторская задолженность. Другими словами, характеризует ли дебиторская задолженность коммерческую деятельность компании.

Например, дебиторская задолженность может быть скрыта в финансово зависимой дочерней фирме. Также возможно, что средние величины не являются типичной дебиторской задолженностью, которую они представляют. Так, инкассационный период в 75 дней может иметь место не потому, что все клиенты пользуются такой отсрочкой платежа, а скорее из-за нарушений платежной дисциплины одним или двумя крупными клиентами.

Прекрасным инструментом анализа экстремального периода инкассации является возрастной анализ дебиторской задолженности, перечисленной в последовательности повышения срока ее погашения (по количеству дней). Он позволяет выявить, насколько сконцентрирована или разбросана дебиторская задолженность:

Сумма дебиторской задолженности, тыс. руб.	Текущая задолженность	Задолженность по длительности просрочки			
		до 30 дней	от 31 до 60 дней	от 61 до 90 дней	свыше 90 дней

Возрастной анализ приводит к более точным выводам относительно качества и ликвидности дебиторской задолженности. Он влияет на принятие управленческих решений в области кредитной политики фирмы. Однако информация для выполнения возрастного анализа часто недоступна для внешних аналитиков. Поэтому о качестве дебиторской задолженности они могут судить по кредитному рейтингу, поступающему от агентств, которые имеют доступ к соответствующей информации.

Заслуживают внимания и некоторые другие особенности дебиторской задолженности. В частности, требует тщательного изучения дебиторская задолженность в форме векселей. Особенно в том случае, когда они являются средством для расширения платежного периода непогашенных открытых счетов.

Аналитику также надо владеть информацией о торговой политике фирмы с точки зрения оценки инкассационного периода. Так, фирма может согласиться с вялыми платежами клиентов, которые способствуют валовой доходности бизнеса в целом. В таком случае прибыль от продаж компенсирует продолжительное использование клиентами денежных средств фирмы. Данное обстоятельство может повлиять на анализ качества дебиторской задолженности, но не ее ликвидности. Фирма может также предоставить более либеральный коммерческий кредит в случаях, когда:

- 1) выпускается новый товар;
- 2) увеличиваются объемы продаж с целью полной загрузки производственных мощностей;
- 3) превалируют специальные конкурентные условия.

Таким образом, при оценке периода инкассации надо анализировать отношения между дебиторской задолженностью, продажами и прибылью.

Заслуживает внимания также трендовый анализ дебиторской задолженности. Тенденция периода инкассации во времени — важная оценка качества и ликвидности дебиторской задолженности.

Другая тенденция, за которой надо следить, — это связь между резервом на покрытие сомнительной дебиторской задолженности и ее валовой величиной:

$$\frac{\text{резерв покрытия сомнительной дебиторской задолженности}}{\text{валовая величина дебиторской задолженности}}$$

Рост данного коэффициента во времени означает снижение взыскиваемости дебиторской задолженности. И наоборот, снижение коэффициента означает улучшение взыскиваемости или потребность в переоценке резерва на покрытие сомнительной дебиторской задолженности.

Таким образом, показатели ликвидности дебиторской задолженности важны для анализа работающего капитала. Они также важны и для анализа эффективности использования активов в целом.

Показатели оборачиваемости запасов

Запасы составляют существенную долю текущих активов компании. Причины этого зачастую не связаны с необходимостью компании поддерживать соответствующие ликвидные фонды, так как их редко хранят в форме запасов.

Запасы представляют собой инвестиции, сделанные с целью получения дохода. Этот доход обеспечивается ожидаемой прибылью в результате продажи товаров и услуг клиентам. Большинству компаний требуется поддерживать определенный уровень запасов. Если запасы недостаточны, продажи падают ниже допустимого уровня. И наоборот, при чрезмерных запасах компания подвергается дополнительным издержкам на их хранение и страхование, а сами запасы – моральному и физическому износу.

Чрезмерные запасы связывают денежные средства, которые могли бы быть использованы компанией более рентабельно в другом месте. Из-за риска их содержания и из-за того, что им требуется значительно больше времени (по сравнению с дебиторской задолженностью) для конвертации в деньги, запасы рассматриваются как менее ликвидные текущие активы. Однако не во всех случаях, так как некоторые товары и сырье могут быть проданы без особых усилий, расходов и потерь. Зато пока еще модные товары, специальные комплектующие детали или скоропортящиеся предметы могут быстро потерять свою стоимость, если не будут проданы вовремя (в нормативные сроки).

Анализ краткосрочной ликвидности и оборотного капитала должен включать оценку качества и ликвидности запасов. Для этих целей пользуются такими показателями, как коэффициент оборачиваемости и период оборота запасов.

Оборачиваемость запасов

Коэффициентом оборачиваемости запасов $K_{\text{зап}}$ измеряют среднюю скорость движения запасов компании:

$$K_{\text{зап}} = \frac{\text{себестоимость реализованной продукции}}{\text{среднегодовая величина запасов}}.$$

Числитель формулы в большей степени соответствует показателю, характеризующему использование запасов, так как в себестоимость продукции включены материальные затраты.

Иногда в расчет коэффициента оборачиваемости запасов включают не себестоимость реализованной продукции, а объем продаж, что делает этот коэффициент менее точным, так как объем продаж помимо себестоимости включает валовую прибыль.

Самым точным расчет будет тогда, когда в числитель будут включены только материальные затраты. Но такая статья для внешнего аналитика недоступна, поэтому ее заменяют себестоимостью реализованной продукции, величину которой можно найти в отчете о финансовых результатах.

Когда недоступной оказывается и информация о себестоимости продаж, для расчета используется показатель объема продаж, позволяющий рассчитать модифицированный коэффициент оборачиваемости запасов. Модифицированный коэффициент можно применять для сравнительного трендового анализа, особенно если он используется постоянно, а изменения в валовой прибыли незначительны.

Средняя величина запасов рассчитывается сложением величины запасов на начало и на конец анализируемого периода и делением полученной суммы на два. Средняя расчетная величина может быть уточнена расчетом средних квартальных или средних месячных значений запасов.

При оценке уровня запасов на определенную дату (например, на конец года) рассчитывают коэффициент оборачиваемости запасов, используя в знаменателе остатки запасов на эту дату. Аналитик также должен исследовать состав запасов и сделать необходимые корректировки (например, от LIFO к FIFO).

На оборачиваемость запасов влияет не только эффективность управления ими, но и отраслевые особенности бизнеса.

Другой показатель оборачиваемости, полезный для оценки закупочной и производственной политики, — *период оборота запасов* $T_{\text{зап}}$:

$$T_{\text{зап}} = \frac{360}{\text{оборачиваемость запасов}}.$$

Этот коэффициент показывает количество дней, которые потребовались компании для реализации средней величины запасов в анализируемом году.

Альтернативный расчет периода оборота запасов проводится по формуле

$$T'_{\text{зап}} = \frac{\text{запасы на конец года}}{\text{себестоимость среднедневных продаж}}.$$

Здесь показатель отражает количество дней, требуемых для продажи запасов, учитываемых в балансе на конец года. Знаменатель коэффициента рассчитывается делением годовой себестоимости продаж на продолжительность года в днях:

$$\frac{\text{себестоимость продаж}}{360}.$$

Покажем все расчеты показателей оборачиваемости запасов на примере.

Дана следующая информация (в тыс. руб.):

Продажи за год	1800
Себестоимость продаж	1200
Запасы на начало года	200
Запасы на конец года	400

Коэффициент оборачиваемости запасов

$$K_{\text{зап}} = \frac{1200}{(200 + 400) : 2} = 4.$$

Период оборота запасов

$$T_{\text{зап}} = 360 : 4 = 90 \text{ дней.}$$

Для альтернативного расчета коэффициента оборачиваемости необходимо определить себестоимость среднедневных продаж:

$$1200 : 360 = 3,3 \text{ тыс. руб.}$$

Период оборота запасов, рассчитанный альтернативным методом, составляет 120 дней (400 : 3,3).

Коэффициенты оборачиваемости представляют собой измерители как качества, так и ликвидности запасов. Показатель качества запасов характеризует способность компании использовать и продавать запасы. Когда предполагается продажа запасов для погашения долга, то предметом анализа становится стоимость возмещения запасов. В нормальном течении бизнеса запасы обычно продаются с прибылью. Поэтому важной является величина стандартной валовой прибыли, так как денежные средства от реализации запасов, доступные для погашения текущих обязательств, включают и себестоимость запасов, и прибыль.

При анализе запасов с точки зрения их продаж следует скорректировать доходы на величину издержек по продаже запасов. Но в то же время надо признать, что функционирующая компания не использует запасы для погашения текущих пассивов, поскольку серьезное снижение их нормального уровня может привести к сокращению объемов продаж.

Когда оборачиваемость запасов снижается и становится меньше отраслевой нормы, это свидетельствует о замедленном движении запасов вследствие морального износа, низкого спроса или непродаваемости. В данных условиях возникает вопрос о возможностях компании покрыть затраты на содержание этих запасов.

В дальнейшем анализе следует выявить, из-за чего происходит снижение оборачиваемости запасов: из-за их наращивания в ожидании роста продаж, контрактных обязательств, увеличения цен, прекращения работы, недостатка сырья или других уважительных причин. Также аналитик должен быть осведомлен о методах управления запасами (например, о системе just-in-time), стимулируют ли они содержание низких уровней запасов за счет интеграции в единую систему оформления заказов, производства, продаж и распределения. Эффективное управление запасами увеличивает их оборачиваемость.

Качество анализа оборачиваемости запасов можно повысить, рассчитав коэффициенты оборачиваемости по каждой группе запасов, т. е. по сырью и материалам, незавершенному производству и готовой продукции. Коэффициенты оборачиваемости по группам запасов дают более точные выводы относительно качества запасов в целом. Не следует забывать, что оборачиваемость запасов есть

совокупность коэффициентов оборачиваемости разных групп запасов. Одна проблема, препятствующая анализу коэффициентов оборачиваемости запасов по группам, – это отсутствие необходимой информации. Однако ее можно найти в бухгалтерском балансе.

Оборачиваемость запасов – это также критерий ликвидности, так как характеризует скорость их превращения (конвертации) в денежные активы.

Полезным показателем ликвидности запасов является *конвертационный период, или операционный цикл*. Этот показатель сочетает период инкассации дебиторской задолженности и времени, необходимого для продажи запасов, чтобы получить временной интервал конвертации запасов в деньги.

Для определения конвертационного периода используем результаты расчетов двух ранее рассмотренных независимых примеров:

Период оборота запасов	90 дней
Период инкассации	60 дней
Операционный цикл	150 дней

Следовательно, фирме потребовалось 150 дней ($90 + 60$), чтобы продать запасы в кредит и затем инкассировать возникшую дебиторскую задолженность.

При анализе коэффициентов оборачиваемости следует учитывать влияние альтернативных методов бухгалтерского учета на оценку элементов, входящих в расчет этих коэффициентов. Например, две компании используют для оценки своих запасов метод LIFO, однако их коэффициенты оборачиваемости, скорее всего, будут несравнимы между собой, поскольку запасы каждой могли быть закуплены в разные годы по разным ценам. Кроме того, часто компании имеют на конец года нетипично низкий уровень запасов, а это может увеличить коэффициент оборачиваемости до ненормально высокого уровня.

Ликвидность краткосрочных обязательств

Текущие пассивы являются важным элементом как работающего капитала, так и коэффициента текущей ликвидности по двум взаимосвязанным причинам:

✓ они используются при определении достаточности запаса безопасности, показывая превышение текущих активов над текущими пассивами;

✓ они вычитаются из текущих активов для определения величины работающего капитала.

В показателях работающего капитала и коэффициента текущей ликвидности краткосрочная задолженность в силу того, что она вычитается из текущих активов, выглядит как погашенная, т. е. ликвидированная к моменту расчета, хотя на самом деле текущие обязательства по своей сути являются возобновляемыми.

При условии, что продажи остаются стабильными, закупки и текущие пассивы будут также неизменны. Увеличение объема продаж обычно приводит к увеличению текущих пассивов. Динамика и направление изменения продаж – хороший показатель будущих текущих обязательств.

Для анализа работающего капитала и коэффициента текущей ликвидности важно *качество текущих пассивов*. Не все текущие пассивы представляют в равной мере неотложные платежные требования. Например, обязательства по различным налоговым платежам должны быть выплачены быстро, независимо от текущих финансовых трудностей. Известно, что способность государственных, региональных и местных властей по сбору долгов является безапелляционной. А при возникновении задолженности перед поставщиками, с которыми компания имеет длительные отношения, отсрочка и пересмотр долгов во время финансовых затруднений плательщика и возможны, и общеприняты.

Качество текущих обязательств должно оцениваться по степени срочности платежей. Следует признать, что зачастую деньги, поступающие на счет от текущей деятельности, рассматриваются как доступные для погашения текущих обязательств, однако при этом забывается, что оплата труда и аналогичные расходы требуют первоочередного погашения. Коммерческая задолженность и другие краткосрочные долги выплачиваются только после того, как удовлетворены первоочередные обязательства.

В ходе анализа необходимо также иметь информацию о незарегистрированных обязательствах, имеющих претензии на текущие денежные активы. Примерами являются обязательства по договорам и лизинговые обязательства. Если имеет место условие ускоренного платежа по долгосрочным займам, то отказ удовлетворить текущие взносы может привести к реализации требования оплатить заем в целом.

Период погашения кредиторской задолженности $T_{кр}$, включающей текущие непросроченные обязательства, рассчитывается по формуле

$$T_{кр} = \frac{\text{кредиторская задолженность}}{\text{закупки} : 360}.$$

Однако при расчете этого коэффициента есть трудность: в финансовых отчетах отсутствует информация о закупках.

Для торговых компаний приблизительная величина закупок определяется путем корректировки себестоимости реализованной продукции (на величину включенной в нее амортизации и других неденежных затрат) и изменений в запасах следующим образом:

Закупки = откорректированная себестоимость реализованной продукции + запасы на конец периода – запасы на начало периода.

Если на себестоимость реализованной продукции помимо материальных затрат отнесены значительные суммы других денежных затрат, это может снизить точность расчетов, основанных на приблизительных закупках в кредит.

Другой полезный показатель – *оборачиваемость кредиторской задолженности* $K_{кр}$ – рассчитывается по формуле

$$K_{кр} = \frac{\text{закупки}}{\text{средняя величина кредиторской задолженности}}.$$

Этот коэффициент показывает скорость, с которой компания оплачивает свои закупки.

Контрольные вопросы

1. Какие методики применяются при анализе оборотного капитала?
2. Что представляет собой вертикальный анализ оборотного капитала?
3. Что представляет собой горизонтальный анализ оборотного капитала?
4. Что представляет собой коэффициентный анализ оборотного капитала?
5. Охарактеризуйте понятие работающего капитала как показателя ликвидности.
6. Как рассчитывается и интерпретируется коэффициент текущей ликвидности?
7. Каковы ограничения коэффициента текущей ликвидности?
8. Как рассчитывается и интерпретируется коэффициент абсолютной ликвидности?
9. Как рассчитывается и интерпретируется коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности?
10. Раскройте понятие периода инкассации: расчет и интерпретация.
11. Как рассчитываются и интерпретируются показатели оборачиваемости запасов?
12. Что такое ликвидность краткосрочных обязательств?
13. Как рассчитывается и интерпретируется коэффициент срочной ликвидности?
14. Что представляет собой показатель ликвидности, основанный на величине денежного потока?
15. Что такое финансовая гибкость компании?

3. УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ АКТИВАМИ

3.1. Минимальный остаток денежных средств

Величина минимального остатка денежных средств зависит от следующих факторов:

- от способности руководства быстро и на приемлемых условиях привлечь денежные средства, когда в них возникнет необходимость;
- умения предвидеть потребность в наличных средствах, т. е. точность прогнозирования сроков расчетов по обязательствам;
- способности противостоять неблагоприятным обстоятельствам.

Рассмотрим эти факторы более подробно.

Привлечение денег в необходимые сроки и в требуемых размерах.

Если бы менеджеры фирмы могли привлекать деньги немедленно, когда в них нуждаются, и без процентов, им бы не требовалось иметь остатки денежных средств на банковских счетах. Сразу же после получения денег от клиентов фирма вкладывала бы их в краткосрочные доходные бумаги. Однако в реальности ни фирма, ни кто-либо еще не может взять заем или продать имущество, чтобы получить все деньги сразу и бесплатно. На практике привлечение денежных средств требует временных и стоимостных затрат, в связи с чем фирмы и поддерживают хотя бы некоторую сумму на своих счетах.

Вопрос лишь в том, какой должна быть эта сумма, оставаясь минимальной, но достаточной. Только опыт дает ответ на этот вопрос. Чем больше требуется времени на получение денежных средств и чем дороже они обходятся, тем больше потребность в поддержании остатков на счетах. Более того, если трудности возникают также и с источниками финансирования (например, из-за того, что у фирмы не было ликвидных активов или краткосрочные процентные ставки были очень высоки), то фирма будет вынуждена поддерживать достаточный уровень денежных средств, чтобы покрыть все прогнозные потребности до следующего срока, когда вновь ожидается поступление денег.

Прогноз денежных потребностей. Потоки денежных средств могут колебаться под влиянием внешнего окружения или делового риска. Например, в условиях слабой экономики и люди, и фирмы

оплачивают счета с задержками. Даже при устойчивых продажах фирма может испытывать дефицит денежных средств. Кроме того, если экономическая среда характеризуется изменчивыми процентными ставками или изменчивым уровнем инфляции, то потребность в потоках денежных средств может существенно изменяться под влиянием экономических факторов. Чтобы защититься от неопределенности деловой среды, фирмы поддерживают большие, чем требуются, суммы денежных активов.

Похожая ситуация возникает, когда фирма только начинает свой бизнес или когда ее бизнес является высокорискованным и поток денежных средств изменяется вследствие неравномерного роста фирмы, часто непредсказуемыми темпами. Тогда менеджеры будут ограничены во времени для оценки потребностей в денежных средствах с достаточной определенностью. В таких случаях фирмы хранят на счетах деньги сверх необходимой суммы, чтобы иметь некий запас, предохраняющий их в условиях изменчивости потоков денежных средств.

Как много денег фирма должна иметь на своих счетах в целях защиты от неопределенности, зависит от доступности и цены источников средств, а также от изменчивости денежных поступлений.

Предвидение и противостояние неблагоприятным ситуациям. Большинство платежей фирмы ожидают и планируют. Однако могут возникать (как правило, неожиданно) непреодолимые неблагоприятные ситуации, такие как географические катаклизмы, пожары, эпидемии, забастовки и др., которые сильно истощают денежные ресурсы фирмы. Страхование может помочь, но не заменяет собой деньги, когда в них возникает потребность. Менеджеры прогнозируют вероятность наступления таких событий, а также оценивают, как быстро и с какими затратами могут быть получены необходимые денежные средства. Собственно, они корректируют денежные остатки. И чем меньше менеджмент расположен принимать риски, тем больше в целях предосторожности должно быть денежных активов у фирмы.

3.2. Максимальный остаток денежных средств

Предположим, что менеджеры пришли к выводу о необходимости поддерживать на счетах фирмы как минимум 20 000 руб. Возникает вопрос, на который им надо ответить: до какой суммы целесообразно аккумулировать деньги на счетах, чтобы превышение ее рассматривать как временно свободные средства, которые следует инвестировать с целью получения дохода?

Если на счетах, к примеру, имеется 20 001 руб., должен ли этот, сверх необходимой суммы один рубль быть инвестирован? Или можно было бы допустить аккумуляцию на счете 30 000 руб. до того, как сумма сверх необходимой будет инвестирована? Ответ зависит:

- от наличия инвестиционных возможностей;
- ожидаемого дохода от этих инвестиций;
- затрат по списанию и инвестированию денежных средств.

Рассмотрим эти факторы.

1. *Инвестиционные возможности.* Всегда существуют альтернативные краткосрочные доходные инструменты вложения капитала, с помощью которых фирмы могут инвестировать свои деньги. Это краткосрочные депозиты, коммерческие векселя, рыночные ценные бумаги и др. Чем больше фирма имеет таких возможностей, тем быстрее она будет инвестировать деньги, а не просто накапливать их на банковских счетах.

2. *Ожидаемый доход от инвестиций.* Потенциальный доход от инвестиций так же важен, как и их величина. Если ожидаемая рентабельность вложений относительно велика, то фирма будет быстро инвестировать свободные денежные средства. Если она низкая, то фирма может позволить себе накопить денежные средства до такой величины, когда их инвестирование будет иметь смысл.

3. *Транзакционные затраты.* Инвестирование денежных средств сопровождается некоторыми затратами. Например, когда клиент открывает сберегательный счет, ему надо найти информацию о том, как это сделать. На поиск информации требуется время, а время, как известно, имеет стоимость. Денежные и другие затраты по переводу денег в доходные финансовые инструменты называются транзакционными издержками — издержками, связанными со сделкой.

Если потенциальный доход от инвестиций не превышает транзакционных издержек, то такое инвестирование бессмысленно.

Транзакционные издержки влияют и на частоту инвестиций фирмы. Если они относительно низкие, фирма будет инвестировать часто и будет оставлять на счетах небольшую сумму. И наоборот, если транзакционные издержки сравнительно высоки, фирма будет реже осуществлять инвестиции, накапливая большие суммы на банковских счетах.

Итак, фирма определяет минимальную и максимальную сумму денежных активов. Минимальная сумма зависит от способности фирмы быстро и с минимальными затратами удовлетворять свои потребности в денежных средствах, а также от защитных мер относительно неблагоприятных ситуаций. Максимальная сумма денежных остатков зависит от инвестиционных возможностей фирмы, ожидаемой доходности от этих инвестиций и транзакционных издержек.

3.3. Оптимальный остаток денежных средств

Финансовые теоретики разработали несколько математических моделей, позволяющих фирмам найти оптимальный целевой остаток денежных активов между минимальными и максимальными ограничениями, который уравнивал бы интересы ликвидности и доходности. Одна из этих моделей – модель Миллера – Орра.

В 1996 году Мертон Миллер и Даниель Орр разработали модель управления денежными средствами, с помощью которой решается задача оптимизации остатка денежных активов в условиях, когда этот остаток изменяется в верхних и нижних пределах (рис. 6). Если достигнут верхний предел, фирма покупает ценные бумаги, при этом остаток денег снижается до целевого уровня. Если достигнут нижний предел, ценные бумаги продаются и денежный остаток растет до целевой отметки.

Целевой остаток денежных средств Z определяется по формуле

$$Z = \sqrt[3]{\frac{3 \cdot TC \cdot V}{4 \cdot r}} + L,$$

где TC – транзакционные издержки (покупка или продажа краткосрочных ценных бумаг); V – отклонение от ежедневного чистого по-

тока денежных средств, или дисперсия денежных потоков; r — дневная норма доходности инвестиций в краткосрочные ценные бумаги; L — нижний предел остатка денежных средств.

Можно заметить, что целевой остаток Z равен одной трети расстояния между нижним и верхним пределами. Поэтому верхний предел остатка денежных средств H определяется по формуле

$$H = 3Z - 2L.$$

Нижний предел остатка денежных средств L устанавливается в соответствии с требованием минимального остатка денежных активов.

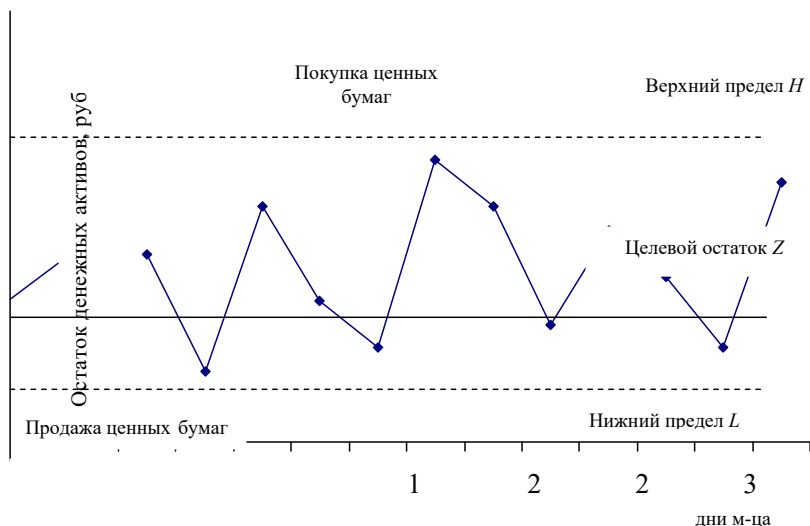


Рис. 6. Действие модели Миллера – Орра

Чтобы продемонстрировать, как работает модель, предположим, что краткосрочные инвестиции в ценные бумаги имеют доходность 4 % годовых и что фирма несет издержки в 30 руб. каждый раз, когда покупает или продает эти ценные бумаги. Предположим также, что входящий и выходящий потоки денежных средств не являются регулярными, а отклонения ежедневного чистого денежного потока установлены в размере 90 846 руб., что эквивалентно стандартному отклонению в 301 руб. Руководство фирмы определило минималь-

ный остаток денег на счетах на случай неблагоприятных ситуаций в размере 10 000 руб.

Тогда целевая величина денежных активов

$$Z = \sqrt[3]{\frac{3 \cdot 30 \cdot 90846}{4 \cdot \frac{0,04}{365}}} + 10000 = \sqrt[3]{\frac{8176140}{0,00043836}} + 10000 = 12652 \text{ руб.}$$

Верхний предел составит

$$H = (3 \cdot 12652) - (2 \cdot 10000) = 17956 \text{ руб.}$$

Согласно модели Миллера – Орра фирма в данном примере будет поддерживать на своих счетах остаток денежных средств, равный 12 652 руб. Если остаток увеличится до 17 956 руб., то фирма купит краткосрочные ликвидные ценные бумаги на 5 304 руб. (17 956 – 12 652). Оставшаяся сумма будет равна целевому остатку Z .

Если же денежные активы снизятся до 10 000 руб., то фирма продаст ценные бумаги на 2 652 руб., чтобы обеспечить остаток денежных средств на уровне 12 652 руб. Таким образом, рассчитывая оптимальную величину денежных активов, фирма обеспечивает свои потребности в денежных средствах при данном отклонении в поступлениях и платежах и максимизирует свои инвестиционные возможности.

3.4. Прогноз потребности в денежных средствах

Финансовый менеджер должен обеспечивать детальную оценку будущих потребностей фирмы в денежных активах. Главной целью такой оценки является установление сроков, когда фирма будет иметь свободные денежные средства и когда возникает потребность во внешнем финансировании для покрытия дефицита денежных ресурсов.

Для оценки будущих потребностей в денежных активах разрабатывается прогноз движения денежных средств (бюджет), состоящий из сроков и сумм денежных поступлений и платежей.

Как правило, временной горизонт бюджета денежных средств не превышает года, поскольку чем больше прогнозный период, тем менее точным может быть сам прогноз. Краткосрочный бюджет обычно составляют с разбивкой по месяцам, принимая во внимание

сезонные отклонения. Но возможна и поквартальная разбивка, если денежные потоки относительно стабильны.

Ключевым элементом в разработке бюджета является прогноз продаж, который обычно составляют маркетологи на основе прогнозных тенденций в экономике и в отрасли.

Затем на основании прогноза продаж формируется прогноз денежных поступлений, который учитывает условия продаж (предоплату, оплату в момент отгрузки, отсрочку платежа), в свою очередь зависящие от кредитной политики предприятия (политики управления дебиторской задолженностью).

Кроме платежей от клиентов за проданную им продукцию деньги могут поступить на счет от продажи имущества или эмиссии акций (увеличения уставного капитала). В большинстве случаев такие виды деятельности фирмы планируются заранее и их несложно учесть в процессе разработки прогноза.

Имея прогноз продаж, можно подготовить и прогноз денежных платежей. Он будет зависеть от выбранного фирмой способа расчета денежных выплат. Существует два варианта расчета: тесно связать производство с продажами или установить относительно постоянный уровень закупок. В первом случае затраты на складские запасы будут низкими, но общепроизводственные расходы — высокими. Для второго случая, наоборот, характерны более низкие производственные расходы и более высокие затраты на содержание запасов.

Все платежи можно объединить в две группы: оплата производственных расходов и прочие платежи.

На основании графика производства продукции (который формируется на основе прогноза продаж с учетом длительности производственного цикла) можно оценить потребность компании в материалах, трудовых ресурсах, основных фондах. Однако следует помнить, что существует разрыв между временем закупок и оплаты.

К прочим платежам можно отнести выплату дивидендов, налоговые платежи, погашение займов и процентов по ним, расходы единовременного характера. Все эти платежи вполне предсказуемы и могут быть учтены при разработке бюджета денежных средств.

Графики поступлений и платежей объединяют для расчета чистого денежного потока в каждом месяце. К сумме этого потока

прибавляют остаток денежных средств, имеющихся на начало прогнозного периода, чтобы найти остаток на конец периода. В случае отрицательного остатка, т. е. дефицита денежных средств, компания может предусмотреть, например, банковскую ссуду.

Рассчитав поступления и платежи, можно приступить к управлению ими. Внимание менеджера при этом должно быть направлено на решение следующих задач:

- увеличить поступление денежных средств на счета фирмы;
- сократить платежи денежных средств;
- ускорить получение денежных средств от клиентов;
- замедлить оплату счетов без ущерба для бизнеса.

Рассмотрим мероприятия, позволяющие реализовать эти задачи.

Практикой выработано два направления *по увеличению входящего потока денежных средств*. Это, во-первых, увеличение объемов реализации продукции и услуг. Конечно, их рост сопровождается ростом затрат, однако затраты растут медленнее продаж. Во-вторых, фирма может повысить рентабельность своих активов, т. е. найти способы получать больше доходов при той же сумме активов.

Одним из способов *сокращения платежей* является снижение затрат фирмы, т. е. себестоимости производимой продукции или услуг. Другой путь – снижение рисков компании. Риск в бизнесе равен значен неопределенности, и фирма, подвергающаяся риску, должна иметь больше остатков денежных средств в качестве страхового резерва. Снижая уровень делового риска, фирма добивается сокращения количества неожиданных событий и тем самым снижения потребностей в страховом остатке.

Большинство предпринимателей предпочитают, при прочих равных условиях, получать деньги раньше положенного срока. Ведь чем скорее они их получают, тем быстрее их можно инвестировать. В связи с этим менеджеры придумывают разные способы, как *ускорить получение денег*. В первую очередь это связано с тем, как быстро клиенты рассчитываются за товар или услуги. Идеальным с точки зрения фирмы было бы получать деньги от клиентов немедленно. Однако современная практика свидетельствует об удлинении сроков коммерческого кредита (отсрочки платежа). Поэтому фирмы внедряют меры по стимулированию своих клиентов оплачивать

счета как можно быстрее. С этой целью они предлагают скидки, надеясь окупить связанные с этим убытки за счет более быстрого получения денег и их дальнейшего инвестирования.

Другой путь ускорения поступлений — денежные переводы с помощью компьютерных сетей там, где это возможно. Электронный платеж — это операция по кредиту одного счета и дебету другого с использованием компьютерных систем. Электронный перевод требует меньше времени, чем расчеты с помощью почтовой связи.

Если фирмы заинтересованы в том, чтобы как можно быстрее получать деньги от своих клиентов, чтобы быстрее их инвестировать и зарабатывать таким образом дополнительную прибыль, то они также заинтересованы в том, чтобы как можно дольше задерживать свои платежи, используя суммы, подлежащие оплате, в своих интересах.

Очевидный путь *замедления выплат* — это отложить оплату счетов на более поздние сроки. Однако фирма должна быть очень осторожна, чтобы не переступить границы здравого смысла и вести «честную игру». Представим, что может случиться, если фирма вовремя не выплачивает заработную плату сотрудникам или не гасит обязательства перед поставщиками. Ухудшатся ее деловые отношения с партнерами, и она не сможет долго оставаться в бизнесе.

Конечно, фирмы не хотели бы оплачивать в начале месяца счета, срок погашения которых наступит в конце месяца, но они не должны также пользоваться нечестными преимуществами кредиторов, осуществляя более поздние платежи.

Контрольные вопросы

1. Почему компании имеют денежные активы?
2. Что входит в состав денежных активов?
3. Что представляет собой остаток денежных средств и какие факторы на него влияют?
4. Выгодно фирме или нет иметь слишком большой остаток денежных средств на расчетных счетах? Ответ обоснуйте.
5. Что представляет собой максимальный остаток денежных средств и какие факторы на него влияют?
6. Объясните, почему необходимо управлять денежными активами.
7. Какие вы знаете методы управления денежными средствами?

8. На поиск какого компромисса направлена деятельность менеджеров по управлению денежными средствами?
9. Что представляет собой бюджет денежных средств?
10. Объясните смысл модели Миллера – Орра.
11. Почему компании заинтересованы в более раннем поступлении денежных средств?
12. Почему компании заинтересованы в поздних (в разумных пределах) платежах со своих счетов?
13. Если доходность краткосрочных инвестиций уменьшится, как это отразится на остатке денежных средств?
14. Если затраты на куплю-продажу ценных бумаг увеличатся, как это повлияет на остаток денежных средств?
15. Если компания заключила с банком договор на обслуживание по овердрафту, каким образом это повлияет на ее прогнозный остаток денежных средств?

4. УПРАВЛЕНИЕ ДЕБИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТЬЮ

4.1. Влияние дебиторской задолженности на показатели рентабельности и ликвидности

Поддерживая различный уровень дебиторской задолженности, можно воздействовать на показатели рентабельности и ликвидности. Для иллюстрации рассмотрим упрощенный пример (табл. 2).

Таблица 2

Влияние кредитной политики на показатели ликвидности и рентабельности, тыс. руб.

Показатели	Фирма А	Фирма Б
Продажи	2 433	2 433
Расходы	2 383	2 383
Чистая прибыль	50	50
Активы:		
фиксированные активы	500	500
запасы	0	0
дебиторская задолженность	0	600
деньги	100	100
Итого активов:	600	1 200
Пассивы:		
собственный капитал	350	700
долгосрочные займы	200	400
краткосрочные обязательства	50	100
Итого пассивов:	600	1 200
Коэффициент текущей ликвидности	2,0	7,0
Рентабельность собственного капитала, %	14,3	7,1

Фирма А не кредитует своих клиентов, поскольку не предоставляет им отсрочки платежа, в то время как фирма Б продает свою продукцию на условиях «net 30», т. е. предоставляет покупателям 30-дневную отсрочку платежа. Полагая, что все остальные показатели у фирм одинаковые, в том числе и структура капитала, можно сделать вывод о том, что фирма А достигает большей рентабельности собственного капитала, просто ограничивая величину дебиторской задолженности.

Сравнив показатели ликвидности, рентабельности и уровень риска фирм, видим, что у фирмы А, несмотря на ее большую рента-

бельность по отношению к фирме Б, коэффициент ликвидности намного ниже. Если руководителям этой фирмы потребуется срочно увеличить денежные средства, а других ликвидных активов, которые можно превратить в деньги, у них, как видно, нет, то потребуются внешнее финансирование либо продажа фиксированных активов. Фирма Б, напротив, имеет возможность увеличить денежные средства инкассацией дебиторской задолженности. В то же время уровень риска фирмы Б выше, так как не вся дебиторская задолженность может быть погашена в установленные сроки, а некоторые клиенты могут оказаться и вовсе неплатежеспособными.

И все же, несмотря на повышенный риск, большинство фирм имеют дебиторскую задолженность. Однако, учитывая ее влияние на показатели рентабельности и ликвидности, финансовые менеджеры стараются найти оптимальную величину этого актива.

4.2. Оптимальный уровень дебиторской задолженности

В приведенном выше примере было сделано предположение, что продажи обеих фирм одинаковы. Но это допущение необоснованно. Фирма Б может иметь гораздо большую выручку, чем фирма А, так как является для клиентов более привлекательным партнером по бизнесу из-за либеральных условий продаж. В результате чистая прибыль может быть выше, что безусловно отразится на рентабельности собственного капитала. В то же время безнадежные долги могут принести фирме Б дополнительные расходы и стать причиной сокращения чистой прибыли. В результате рентабельность собственного капитала может снизиться.

Эти конфликтующие между собой факторы делают более трудной оценку ситуации. Однако решающим фактором являются продажи, которые при более щедрых условиях отгрузки товара растут быстрее, чем затраты по инкассации, безнадежные долги и альтернативные издержки от возможных инвестиционных решений.

Чтобы определить наилучший уровень дебиторской задолженности, финансовые менеджеры разрабатывают кредитную политику фирмы.

4.3. Кредитная политика

Дебиторская задолженность возникает из-за того, что покупатели пользуются преимуществами *кредитных условий*, предлагаемых фирмой-продавцом. В эти условия входят скидки клиентам, оплачивающим счета в более короткие сроки, а также максимальный кредитный период, в течение которого клиенты должны оплачивать свои счета без скидки. Например, условия продаж могут быть «2/10 net 30», что означает: клиенты могут получить скидку 2 %, если оплатят покупку в первые 10 дней вместо обычных 30 дней. Некоторые фирмы предоставляют отсрочку платежа, не предлагая скидок.

Клиенты получают кредит от фирмы, если удовлетворяют требованиям кредитного стандарта по ряду критериев. В совокупности кредитные условия и кредитные стандарты составляют *кредитную политику*.

Фирма, желающая изменить уровень дебиторской задолженности, добивается этого изменением своей кредитной политики. Ослабление кредитной политики за счет введения более либеральных кредитных стандартов или увеличения кредитного периода приводит к увеличению дебиторской задолженности. Ужесточение кредитной политики с помощью введения более жестких кредитных стандартов или сокращения кредитного периода приводит к снижению дебиторской задолженности.

Процент скидки или срок ее действия также может измениться. В результате дебиторская задолженность либо уменьшится, либо увеличится, в зависимости от реакции клиентов на изменяющиеся условия. Влияние ужесточения кредитной политики на дебиторскую задолженность показано в табл. 3.

Таблица 3

Результаты сдержанной кредитной политики фирмы

Действия фирмы	Влияние на дебиторскую задолженность
Ужесточение стандартов для получения кредита	Отсрочку платежа получает меньшее число клиентов; дебиторская задолженность снижается
Сокращение срока кредитования	Счета оплачиваются быстрее; дебиторская задолженность снижается

Действия фирмы	Влияние на дебиторскую задолженность
Уменьшение процента скидки	Число клиентов уменьшается; некоторые клиенты, пользовавшиеся значительными скидками, перестанут ими пользоваться. Итоговое влияние на дебиторскую задолженность зависит от того, что будет больше: потери продаж из-за потери фирмой части клиентов или дополнительная сумма, поступающая от клиентов, которые воспользовались более низким уровнем скидок, менее выгодным для них
Сокращение периода действия скидки	Аналогично предыдущему: некоторые клиенты будут потеряны для фирмы, а некоторые воспользуются скидкой, но будут платить раньше. Итоговое влияние на дебиторскую задолженность является неопределенным

Для того чтобы найти оптимальный уровень дебиторской задолженности, необходимо решить ряд задач:

- разработать прогнозные финансовые документы для каждого варианта кредитной политики;
- на основе этих документов оценить приростные потоки денежных средств по каждому варианту и сравнить их с показателями текущей политики, проводимой фирмой;
- рассчитать NPV на основе приростных потоков денежных средств по каждому варианту. Отобрать вариант кредитной политики по критерию наибольшей величины NPV .

Чтобы лучше усвоить процесс выбора кредитной политики, рассмотрим пример.

Предположим, что фирма «Ориент» осуществляет продажу своей продукции на условиях «2/10 net 30». Заместитель директора по маркетингу считает, что эти условия должны быть заменены на «2/10 net 40». Он полагает, что в результате такой замены продажи возрастут на 10 %, а безнадежные долги вырастут незначительно. Должна ли фирма изменить свою кредитную политику?

Для упрощения расчетов введем дополнительные предположения.

1. Заместитель директора прав относительно 10-процентного роста продаж при новой кредитной политике.
2. Себестоимость реализованной продукции и другие операционные расходы, отражаемые в отчете о финансовых результатах, а также все текущие активы баланса будут изменяться прямо пропорционально изменению продаж, т. е. вырастут на 10 %.

3. Все продажи фирма осуществляет в кредит.

Анализ информации прошлых лет показал:

- 45 % клиентов пользовались преимуществом скидок, оплачивая счета в течение первых 10 дней;
- 53 % клиентов отказывались от скидок, оплачивая счета в среднем через 30 дней;
- оставшиеся 2 % клиентов оплачивали счета в среднем через 100 дней¹.

Заместитель директора предполагает, что с введением новых условий в кредитную политику фирмы ситуация может измениться следующим образом:

- 45 % клиентов по-прежнему будут пользоваться скидкой и оплачивать счета в течение первых 10 дней;
- 52 % клиентов воспользуются отсрочкой платежа в 40 дней;
- 3 % клиентов будут оплачивать счета через 100 дней.

Рассчитаем средний период инкассации для двух вариантов кредитной политики:

существующий вариант:

$$T_{\text{инк}} = (0,45 \cdot 10 \text{ дн}) + (0,53 \cdot 30 \text{ дн}) + (0,02 \cdot 100 \text{ дн}) = 22,4 \text{ дня};$$

предлагаемый вариант:

$$T_{\text{инк}} = (0,45 \cdot 10 \text{ дн}) + (0,52 \cdot 40 \text{ дн}) + (0,03 \cdot 100 \text{ дн}) = 28,3 \text{ дня}.$$

Анализируя предложенную информацию, выясняем, что при существующей кредитной политике расходы по безнадежным долгам составляют 2 % продаж; в новой кредитной политике они возрастут до 3 % продаж.

Финансовый директор фирмы предоставляет следующую информацию:

- прирост текущих активов, вызванный ростом продаж при внедрении новой кредитной политики, можно обеспечить за счет привлечения краткосрочной ссуды под 6 %;
- фирма платит налог на прибыль по ставке 40 %;
- средневзвешенная стоимость капитала фирмы равна 10 %;
- процентная ставка по долгосрочным долговым источникам составляет 8 %.

¹ В действительности большинство этих клиентов никогда не оплатят свои счета, создав тем самым безнадежные долги.

Оценку целесообразности изменения кредитной политики проведем поэтапно.

Первый этап. *Разработка прогнозных финансовых документов, включающих баланс и отчет о финансовых результатах*

В табл. 4 и 5 приведены прогнозные документы для двух вариантов кредитной политики фирмы «Ориент».

Таблица 4

Баланс на конец прогнозного года, тыс. руб.

Статьи баланса	Существующий вариант	Предлагаемый вариант	Замечания
Активы			
Фиксированные активы	92 983	92 983	Без изменений Рост 10 %
Текущие активы:	99 146	112 647	
запасы	21 453	235 98	
дебиторская задолженность	12 380	17 205	
деньги	65 313	71 844	
Баланс	192 129	205 630	
Пассивы			
Собственный капитал:	150 607	152 107	Без изменений
акционерный капитал	35 000	35 000	
добавочный капитал	32 100	32 100	
нераспределенная прибыль	83 507	85 007	Рост 1500 тыс. руб.
Обязательства:	15 034	15 034	Без изменений Рост 10 %
долгосрочные	26 488	29 137	
краткосрочные	—	9 352	
Потребность в дополнительном финансировании	—	—	
Баланс	192 129	205 630	

Примечания.

$$\text{Дебиторская задолженность} = \frac{\text{продажи}}{365} \cdot T_{\text{инк}}$$

для существующего варианта:

$$201\,734 \cdot \frac{22,4}{365} = 12\,380 \text{ тыс. руб.};$$

для предлагаемого варианта:

$$221\,907 \cdot \frac{28,3}{365} = 17\,205 \text{ тыс. руб.}$$

Потребность в дополнительных источниках финансирования 9 352 тыс. руб., она рассчитана как разность между величиной активов (205 630) и суммой собственного капитала и обязательств (196 278). Дополнительное финансирование необходимо, чтобы обеспечить рост активов, требуемый для поддержания новой кредитной политики.

Если 9 352 тыс. руб. планируется привлечь извне, фирма будет платить проценты в виде финансовых издержек, которые должны быть отражены в отчете о финансовых результатах. Они снизят чистую и нераспределенную прибыль, что, в свою очередь, потребует внести изменения в баланс, а следовательно, и изменения в потребности дополнительного финансирования. Если проблема решается с помощью электронных таблиц, финансовые документы могут изменяться несколько раз, до тех пор, пока дополнительные процентные расходы не станут незначительными.

Таблица 5

Прогнозный отчет о финансовых результатах за год, тыс. руб.

Статьи	Существующий вариант	Предлагаемый вариант	Замечания
Продажи	201 734	221 907	Рост 10 %
Себестоимость продаж	107 280	118 008	Рост 10 %
Валовая прибыль	94 454	103 899	Рост 10 %
Другие операционные расходы	43 229	47 552	2 и 3 % от продаж
Убытки от безнадежных долгов	4 035	6 657	8 и 6 % от обязательств
Операционная прибыль	47 190	49 690	Ставка 40 %
Процентные расходы	1 221	1 223	Рост 2 тыс. руб.
Налогооблагаемая прибыль	45 969	48 468	
Налог на прибыль	18 388	19 387	
Чистая прибыль	27 581	29 081	

Второй этап. Расчет прироста денежных средств

На этом этапе надо определить дополнительные потоки денежных средств, которые ожидаются в результате изменения кредитной политики. Расчеты приведены в табл. 6.

Прирост денежного потока, вызванный изменением кредитной политики фирмы, тыс. руб.

Показатель	Величина
Дополнительный приток денежных средств: рост продаж	20 173
Дополнительный отток денежных средств: рост себестоимости продаж	10 728
рост других операционных расходов	4 323
рост убытков от долгов	2 623
рост процентных расходов	2
рост налоговых платежей	999
Итого дополнительный отток	18 675
Чистый дополнительный годовой поток денежных средств	1 498

Итак, расчеты показывают, что исходные инвестиции фирмы равны 9 352 тыс. руб. (дополнительное финансирование в предлагаемую кредитную политику), а чистый дополнительный денежный поток за год составит 1 498 тыс. руб.

Третий этап. *Расчет NPV предлагаемого изменения условий кредитной политики*

NPV следует определять как сумму дисконтированных денежных потоков за вычетом начальных вложений. В данном примере начальными вложениями в новую кредитную политику являются дополнительные финансовые ресурсы на сумму 9 352 тыс. руб., в которых нуждается фирма, а ежегодный чистый дополнительный поток денежных средств составляет 1 498 тыс. руб. Этот поток по условию не имеет какого-то ограниченного срока, т. е. фирма может на него рассчитывать в течение всего жизненного цикла. При таких условиях ясно, что мы имеем дело с бессрочным аннуитетом. Для расчета текущей стоимости бессрочного аннуитета *PVP* используют формулу

$$PVP = PMT \cdot \frac{1}{k},$$

где *PMT* – ежегодный чистый поток денежных средств; *k* – требуемая норма доходности, равная средней взвешенной стоимости капитала.

Подставляя в формулу значения, находим текущую стоимость бесконечного ежегодного потока поступлений в 1 498 тыс. руб., дисконтированных по ставке 10 %:

$$PVP = 1\,498 \cdot \frac{1}{0,1} = 14\,980 \text{ тыс. руб.}$$

Чтобы завершить расчет NPV , необходимо из найденной суммы вычесть первоначальные вложения, т. е. инвестиции в изменение кредитной политики:

$$NPV = PVP - P_0 = 14\,980 - 9\,352 = 5\,626 \text{ тыс. руб.}$$

Таким образом, чистая текущая стоимость как критерий оценки изменения кредитной политики фирмы равна 5 626 тыс. руб.

Поскольку данная величина является положительной, предложение по изменению кредитных условий считается целесообразным.

В результате этих изменений стоимость фирмы будет возрастать ежегодно на 5 626 тыс. руб. Можно использовать другой метод оценки – *расчет внутренней нормы доходности*.

В данном примере нужно просто найти IRR , т. е. внутреннюю ставку доходности, при которой текущая стоимость денежного потока равна текущей стоимости затрат, т. е. $NPV = 0$:

$$IRR = \frac{PMT}{PVP} = \frac{1\,498}{9\,352} = 0,1602, \text{ или } 16,02 \%$$

Поскольку 16,02 % превышают стоимость капитала фирмы (10 %), предложение по изменению кредитных условий стоит одобрить.

Используя рассмотренный подход, можно оценивать любое предлагаемое изменение кредитной политики. При этом можно рассматривать и изменять различные переменные до тех пор, пока не выявится комбинация, обеспечивающая самую большую величину NPV .

4.4. Принятие решения по предоставлению коммерческого кредита

Ранее было сказано, что фирма предоставляет коммерческий кредит своим клиентам лишь в том случае, если они удовлетворяют ее кредитным стандартам. Кредитные стандарты представляют собой требования, которым должны соответствовать клиенты, чтобы им был гарантирован коммерческий кредит. Иными словами, фирма тестирует своих клиентов на их кредитоспособность, т. е. проводит свою кредитную политику, уподобляясь банку. Соответственно,

она пользуется теми же приемами, что и коммерческий банк, когда он анализирует возможность предоставления ссуды. В этой связи разработка кредитных стандартов чаще всего основана на применяемом банками правиле «*пяти C*», которое называют так из-за того, что все его элементы (а их пять) начинаются с английской буквы *C* (*si*).

Характер (*character*) клиента, или его репутация, которая отражает желание клиента рассчитываться по обязательствам, его честность и порядочность. Во внимание принимается кредитная история клиента.

Кредитоспособность (*capacity*), т. е. способность оплачивать долг за счет будущего денежного потока. Чем больше уверенность у кредитора в том, что заемщик сможет рассчитаться в будущем, тем больше у него желание предоставить клиенту кредит сейчас.

Капитал (*capital*), который характеризует богатство клиента и на который кредитор может рассчитывать в случае, если его надежды на ожидаемый поток денежных средств не оправдаются. Кредитор чувствует себя более уверенно, если заемщик располагает достаточными денежными ресурсами для погашения своих долгов.

Залог (*collateral*) представляет собой вторичную форму обеспечения кредита. Обычно в качестве залога рассматриваются наиболее ликвидные материальные активы, которые кредитор берет в залог с целью обезопасить себя в случае банкротства и дефолта заемщика.

Условия (*conditions*), отражающие тенденции в экономике или отрасли, в которой работает заемщик. Чем более привлекательными выглядят эти условия для заемщика, тем больше вероятность предоставления ему кредита.

Чтобы оценить кредитный потенциал клиента (в терминах правила «*пяти C*» или других критериев), фирмы обычно применяют выработанные практикой методы, позволяющие провести сравнения характеристики клиентов с некоторыми установленными критериями. В частности, используются скоринг-методы (*credit scoring*) — методы определения кредитоспособности заемщика, которыми пользуются коммерческие банки.

Трудно недооценить важность изучения кредитоспособности покупателя, тем более до того, как предоставить ему кредит. Игнорирование оценки кредитоспособности — быстрый путь к банкротству с большой величиной дебиторской задолженности, но без денег.

Однако чтобы изучить клиента, необходима соответствующая информация о нем. Сбор и анализ информации требует затрат как временных, так и стоимостных. Иногда эти затраты превышают ожидаемую маржинальную прибыль и поэтому с финансовой точки зрения не имеют смысла.

Существуют различные источники получения информации для принятия решения о предоставлении коммерческого кредита клиенту. Наиболее полезной информацией считается финансовая отчетность, которую можно получить непосредственно от клиента. Отказ клиента предоставить официальные финансовые отчеты (баланс, отчет о финансовых результатах) зачастую указывает на его слабое финансовое положение.

Ценную информацию можно получить от других фирм, контрагентов исследуемого клиента или от обслуживающего его банка относительно опыта сотрудничества с данным клиентом.

4.5. Политика инкассации

Если фирма провела необходимый анализ и положительно оценила кредитоспособность клиентов, это еще не означает, что они вовремя рассчитаются по обязательствам. Некоторые и вовсе забывают о своих долгах. В связи с этим следующим шагом после предоставления клиенту кредита является инкассация, или получение отсроченных сумм в документально установленный срок.

Чтобы справиться с возникшими проблемами, фирмы разрабатывают так называемую инкассационную политику, включающую меры по взысканию счетов. Однако не существует одинаково эффективной для всех фирм и клиентов инкассационной политики, поскольку она зависит от деловой ситуации, терпимости фирмы к злоупотреблению клиентов, ее отношений с данным клиентом. И в то же время большинство фирм включают в свою политику ряд рутинных процедур:

- ✓ дебитору напоминают о том, что наступил срок платежа;
- ✓ если ответ не получен, кредитор продолжает свои усилия по взысканию долга в виде серии официальных писем (традиционной или электронной почтой, факсом);

✓ телефонные звонки. Часто это хороший способ узнать о проблемах клиента. И в зависимости от существенности причины можно либо не предпринимать никаких действий против него, либо заключить с ним особое соглашение о погашении долга;

✓ принятие соглашения о сокращении величины долга. Фирма должна помнить, что слишком усердное «выбивание» долга может привести клиента к банкротству и тогда вероятность вернуть долг станет мизерной. В таком случае целесообразно предусмотреть сокращение суммы дебиторской задолженности либо заключить соглашение о реструктуризации долга, которое предусматривает пролонгацию платежей;

✓ списание долгов на убытки. Это может быть наилучшей альтернативой, если одолженная сумма невелика либо слишком велики затраты по ее взысканию. Фирма может списать весь долг или его часть, если предпринимаемые усилия по возврату безуспешны;

✓ продажа дебиторской задолженности факторинговой компании. Конечно, факторинговая компания купит задолженность по цене ниже номинальной, но взамен фирма получит ряд преимуществ: ей уже не надо будет управлять этой дебиторской задолженностью и она имеет деньги, которые можно эффективно использовать;

✓ обращение в судебные органы. Это самая жестокая мера, применяется она в случае, когда в добровольном порядке не удастся урегулировать проблему погашения долга дебитором.

Предоставляя отсрочку платежа клиенту, надо помнить, что меры предупредительного характера помогают сберечь и время, и деньги.

Контрольные вопросы

1. Что представляет собой дебиторская задолженность?
2. Почему некоторые фирмы не имеют дебиторской задолженности?
3. Выгодно ли фирмам предоставлять отсрочку платежа своим клиентам?
4. Почему дебиторской задолженностью надо управлять?
5. Что представляет собой кредитная политика?
6. Каковы ключевые элементы кредитной политики?
7. Какими могут быть условия продаж?
8. Что представляют собой стандарты кредитоспособности?

9. С какой целью фирмы применяют правило «пять С»?
10. Что включает политика инкассации?
11. Объясните влияние величины дебиторской задолженности на рентабельность собственного капитала.
12. Объясните влияние величины дебиторской задолженности на показатели ликвидности.
13. В чем различия между либеральной и сдержанной кредитной политикой?
14. Как определить оптимальный уровень дебиторской задолженности?
15. От чего зависит величина дебиторской задолженности?
16. Перечислите источники информации о потенциальных дебиторах.

5. УПРАВЛЕНИЕ ЗАПАСАМИ

5.1. Факторы, влияющие на управление запасами

Рассмотрим факторы, влияющие на управление запасами.

Сезонность производства. Если среднегодовой уровень производства рассчитывается исходя из максимальной эффективности использования производственных мощностей, это может стать причиной того, что в отдельные периоды на складах производителя скапливаются чрезмерные запасы готовой продукции, особенно в сезонном бизнесе. Например, елочные украшения скапливаются на фабрике задолго до их продаж.

Однако если при расчете среднегодового уровня производства учитывается сезонный характер бизнеса, то это снимает проблему чрезмерных запасов, зато возникает проблема незагруженности производственных мощностей в течение периода затишья. Более того, если фирма максимизирует свою производственную деятельность, чтобы удовлетворить сезонные потребности, она будет вынуждена оплачивать сверхурочную работу и испытывать другие негативные последствия, например чрезмерное использование оборудования. Таким образом, налицо классическая проблема финансового анализа: достаточна ли величина снижения затрат от роста объемов производства для того, чтобы оправдать чрезмерные расходы по содержанию запасов.

К примеру, рассматривается предложение об увеличении уровня производства. При этом операционные затраты снижаются на 300 тыс. руб., но возрастают вложения в запасы на 900 тыс. руб. В результате рентабельность инвестиций будет равна 33 % ($300 : 900$).

Если требуемая норма рентабельности равна 10 %, то очевидно, что предлагаемый вариант может быть принят.

Инфляция (и дефляция). Цены изменчивы, они не только растут, но и падают. Об этом свидетельствует мировой опыт. Только очень проницательный менеджер по снабжению может надеяться на процветание своей фирмы в таком нестабильном окружении. Частично проблема контролируется поддержанием умеренного уровня запасов. Другой путь – хеджирование ценового риска, т. е. использование фьючерсных контрактов, предусматривающих продажу товара

по фиксированной цене в оговоренный срок. Но это касается только товаров, которыми торгуют на товарных биржах.

Необходимо помнить и о влиянии метода оценки запасов, применяемого фирмой. Так, использование метода *FIFO* (*first in – first out*) увеличивает стоимостную оценку запасов, а метода *LIFO* (*last in – first out*) – снижает. Особенно чувствительно это влияние в периоды высокой инфляции.

5.2. Оптимальный уровень запасов

Фирмы имеют возможность стимулировать продажи, поддерживая большие запасы, но при этом растут соответствующие затраты. Задача финансового менеджера – определить, какой уровень запасов обеспечивает фирме наибольшую прибыль. И в первую очередь требуется оценить затраты, которые ассоциируются с запасами.

Различают два вида затрат: текущие затраты и затраты на заказ.

Текущие затраты вызваны операциями по хранению запасов: арендой складских помещений, страхованием, обеспечением сохранности и т. д. Обычно они выражены удельной величиной. Например, хранение на складе 1 тонны металла составляет столько-то рублей в год.

Если предположить, что текущие затраты на единицу запасов есть постоянная величина, тогда текущие затраты $= \frac{Q}{2} \cdot C$, где $\frac{Q}{2}$ – средняя величина запаса; C – удельные текущие затраты.

Затраты на заказ. Они возникают всякий раз, когда размещается заказ на поставку какого-либо сырья или материалов (а также покупных изделий и полуфабрикатов) и могут быть канцелярскими и телефонными расходами, оплатой труда сотрудников отдела снабжения и т. д. Эти затраты можно отнести к постоянным, не зависящим от величины заказа. Обычно они выражаются в стоимостной форме на один заказ (например, 500 руб. на заказ).

Если свести роль финансового менеджера к минимизации двух видов затрат, то это упрощает проблему, так как тенденции их изменения противоположны. Так, рост уровня запасов вызывает рост текущих затрат, снижая при этом затраты на заказ, поскольку количество этих заказов уменьшается.

Фирмы, не имеющие запасов, сводят текущие затраты к нулю, но им надо делать заказы на материалы всякий раз, когда эти материалы необходимы для осуществления производства. Тем самым они максимизируют затраты на заказ. И наоборот, фирма может минимизировать затраты на заказ, сделав всего один заказ на все материалы сразу, но при этом ее текущие затраты, вызванные содержанием огромных запасов, будут очень высоки.

Проблема может быть решена при условии, если большие объемы запасов способствуют росту продаж. Известно, что чем больше товарных запасов демонстрируется, тем больше вероятность найти своего покупателя. Но чем больше запасов готовой продукции, не выставленной для обозрения потенциальными покупателями, тем меньше товаров может быть продано из-за отсутствия, к примеру, нужного размера или модели. Однако не факт, что тот уровень запасов, который обеспечивает большую выручку и меньшие затраты, является оптимальным.

Чтобы определить оптимальную величину, необходимо найти баланс между затратами и прибылью при различных уровнях запасов.

Поскольку затраты на заказ есть постоянная величина, ее определяют по формуле: затраты на заказ $= \frac{S}{Q} \cdot P$, где S – общее потребление запасов (потребность); Q – величина заказа; P – затраты на выполнение одного заказа.

Между двумя видами затрат существует обратная зависимость: чем больше величина заказа, тем выше текущие затраты, но ниже затраты на заказ. Следовательно, надо найти такую величину заказа, при которой суммарные затраты будут минимальными. Это и будет оптимальная величина заказа.

Этой теме посвящена целая отрасль в области исследования операций. Ученые разработали ряд моделей, среди которых наибольшую популярность получила модель экономически обоснованного размера заказа. При определенных, достаточно разумных допущениях эта модель использует формулу:

$$EOQ = \sqrt{\frac{2SP}{C}}.$$

Допущения: уровень использования запасов постоянный; время выполнения каждого заказа согласовано; дата поставки совпадает с точкой, когда уровень запасов достигает нуля. Это не относится к проблеме дефицита, имеющей место, когда у фирмы закончился запас какого-то наименования и нет возможности его купить или поставить. Ослабление данных допущений не вызывает значительных изменений в расчетах.

Экономичный размер заказа (*EOQ*) — это количество (объем, размер), которое наиболее выгодно заказывать. Рассчитаем данную величину, переведем ее в средний уровень запасов и определим минимальную сумму общих затрат (текущих и на заказ) на следующем примере.

Ежемесячная потребность в комплектующих деталях составляет 500 шт. по цене 100 руб. Затраты, связанные с оформлением и получением заказа, составляют 300 руб. Текущие затраты на содержание одной комплектующей детали составляют 30 % ее цены. Требуется определить, какое количество деталей надо заказывать единовременно:

$$EOQ = \sqrt{\frac{2 \cdot 500 \cdot 300}{0,3 \cdot 100}} = 100 \text{ шт.}$$

Оптимальный размер заказа — 100 шт. комплектующих деталей. Учитывая допущения, можно определить, что средний размер запасов равен 50 шт. (*EOQ* / 2). В течение каждого месяца заказ надо повторять 5 раз (500 : 100), т. е. через каждые 6 дней (30 : 5). Можно также рассчитать величину затрат:

текущие затраты = среднемесячная величина запасов в шт. ×

$$\times \text{удельные текущие затраты} = \frac{100}{2} \cdot 30 = 1\,500 \text{ руб.};$$

$$\text{затраты на заказ за месяц} = \frac{500}{100} \cdot 300 = 1\,500 \text{ руб.}$$

Всего затрат на содержание запаса: 1 500 + 1 500 = 3 000 руб.

Это минимальные затраты на содержание запасов, которые обусловлены заказом в 100 шт., повторяющимся 5 раз в течение месяца. Всякий другой размер заказа будет иметь большие затраты.

Более подробно и полно модель *EOQ* рассматривается в курсах производственного менеджмента и логистики.

5.3. Оценка эффективности инвестиций в запасы

С точки зрения управления финансами все решения, принимаемые фирмой, оцениваются по целевому критерию — максимизации стоимости фирмы. В силу этого эффективность инвестиций в запасы следует оценивать по данному критерию. И по аналогии с методикой выбора кредитной политики фирмы можно использовать следующую процедуру расчета: сначала разработать укрупненные прогнозные финансовые документы (баланс и отчет о финансовых результатах) для каждого предложенного уровня запасов, затем выполнить расчет прироста потока денежных средств и завершить расчетом чистой текущей стоимости (*NPI*) этого потока.

Рассмотрим методику определения оптимального уровня запасов готовой продукции на следующем примере.

Владелец фирмы «Звезда», продающей подержанные автомобили, хочет определить оптимальное количество автомобилей, которое необходимо демонстрировать на смотровой площадке. Он знает, что увеличение числа демонстрируемых автомобилей может послужить причиной роста продаж, но при этом вырастут текущие затраты по содержанию запасов. Он также знает, что снижение количества демонстрируемых автомобилей позволит сократить текущие затраты, но это может уменьшить величину продаж. Владелец фирмы принял решение увеличить число демонстрируемых автомобилей с 32 до 48, но он не уверен, что такое изменение приведет к росту стоимости его бизнеса.

Для проведения необходимых расчетов введем следующие допуски:

1) затраты на заказ составляют 3 тыс. руб. (каждый раз, когда менеджер оформляет заказ на поставку автомобилей от дилеров, он затрачивает 3 тыс. руб., независимо от числа заказываемых машин);

2) текущие затраты на содержание одного автомобиля составляют 15 тыс. руб. в год;

3) поскольку автомобили находятся в запасах всего лишь несколько недель, источниками финансирования выбраны 6-процентные краткосрочные ссуды, которые доступны этой фирме;

4) средняя закупочная цена подержанного автомобиля 150 тыс. руб. Фирма в среднем продает автомобили за 180 тыс. руб.;

5) в среднем фирма выставляет для обзора 32 автомобиля. Машины продаются равномерно в течение года. Ожидается, что за год будет продано 200 автомобилей;

6) основываясь на своем опыте, владелец фирмы полагает, что между запасами автомобилей и их продажами имеется прямая зависимость, как это показано на рис. 7. Согласно графику рост запасов от 32 до 48 машин может увеличить продажи от 200 до 232 автомобилей в год.

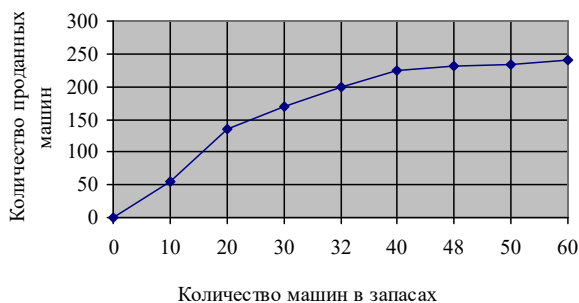


Рис. 7. График зависимости продаж от уровня запасов

Используя модель EOQ , определим число автомобилей, которое надо заказывать оптовым дилерам, когда требуется пополнить запасы²:

$$EOQ = \sqrt{\frac{2SP}{C}} = \sqrt{\frac{2 \cdot 200 \cdot 100}{500}} = 9.$$

Итак, величина заказа, минимизирующая затраты на содержание запасов, равна девяти автомобилям. Поскольку ожидаемые продажи составляют 200 автомобилей в год, необходимо сделать 22 заказа (200 : 9). Если затраты на каждый заказ равны 3 тыс. руб., то за год эта величина составит 66 тыс. руб.

В существующих условиях средний уровень запасов равен 32 машинам. Если текущие затраты на 1 автомобиль равны 15 тыс. руб. в год, то общая их величина составит 480 тыс. руб. Суммируя затраты (текущие и на заказ), определим затраты на содержание запасов: 66 + 480 = 546 тыс. руб.

² В данном примере результаты всех расчетов округлены. Это не оказывает существенного влияния на наш анализ.

Предположим, что другие операционные затраты фирмы и статьи ее баланса изменяются пропорционально продажам. Ставка по краткосрочным обязательствам равна 6 %, по долгосрочным – 8 %. Фирма платит налог на прибыль по ставке 40 %. Стоимость капитала фирмы составляет 10 %.

После проведенных расчетов и уточнений можно приступать к определению оптимального уровня запасов. Расчеты выполним поэтапно.

Первый этап. *Формирование упрощенных прогнозных финансовых отчетов*

Посмотрим, как повлияет на бизнес решение об увеличении товарных запасов. В табл. 7 приведены прогнозные документы фирмы для двух вариантов, различающихся уровнями товарных запасов и соответствующими последствиями (продажами, затратами, статьями баланса).

Таблица 7

Агрегированный баланс на конец прогнозного года, тыс. руб.

Статьи	Существующий вариант	Предлагаемый вариант	Замечания
Активы			
Фиксированные активы	2 160	2 160	Без изменений
Текущие активы:			
запасы	4 800	7 200	Рост 16 %
дебиторская задолженность	1 890	2 192	Рост 16 %
деньги	1 410	1 636	Рост 16 %
Баланс	10 260	13 188	
Пассивы			
Собственный капитал:	5 190	5 354	
акционерный капитал	1 050	1 050	Без изменений
добавочный капитал	1 020	1 020	Без изменений
нераспределенная прибыль	3 120	3 284	Без изменений
Обязательства:	5 070	5 665	
долгосрочные	1 350	1 350	Без изменений
краткосрочные	3 720	4 315	Рост 16 %
Потребность в дополнительном финансировании	–	2 169	–
Баланс	10 260	13 188	

Примечания.

1. Запасы фирмы представлены автомобилями по цене 150 тыс. руб. Для существующего варианта запасы равны 4800 тыс. руб. ($32 \cdot 150$ тыс. руб.), для предлагаемого варианта – 7200 тыс. руб. ($48 \cdot 150$ тыс. руб.).
2. Нераспределенная прибыль выросла по сравнению с вариантом, когда запасы составляли 32 автомобиля, на 164 тыс. руб. (отчет о финансовых результатах).
3. Потребность в дополнительных источниках финансирования 2 169 тыс. руб. рассчитана как разность между валютой баланса, т. е. всего активов (13 188 тыс. руб.), и суммой собственного капитала и обязательств ($5\,354 + 5\,665 = 11\,019$ тыс. руб.). Дополнительное финансирование необходимо, чтобы обеспечить рост активов, требуемый для поддержания нового уровня запасов.

Таблица 8

Отчет о финансовых результатах за прогнозный год, тыс. руб.

Статьи	Существующий вариант	Предлагаемый вариант	Замечания
Продажи	36 000	41 760	232 авто · 180
Себестоимость продаж	30 000	34 800	232 авто · 150
Валовая прибыль	6 000	6 960	
Затраты на содержание запасов	546	789	—
Другие операционные затраты	2 550	2 958	Рост 16 %
Операционная прибыль	2 904	3 213	
Процент к уплате	331	367	—
Налогооблагаемая прибыль	2 573	2 846	
Налог на прибыль	1 029	1 138	Ставка 40 %
Чистая прибыль	1 544	1 708	Прирост 164 тыс. руб.

Примечания

1. Для предлагаемого варианта порядок расчета аналогичен описанному выше: $EOQ = \sqrt{\frac{2 \cdot 232 \cdot 100}{500}} = 9,63$ (округляем до 10). Количество заказов в год = $232 : 10 = 23,2$ (округляем до 23). Затраты на заказ = $= 23 \cdot 3$ тыс. руб. = 69 тыс. руб. Среднегодовой уровень запасов = 48 машинам. Текущие затраты = $48 \cdot 15$ тыс. руб. = 720 тыс. руб. Всего

затраты на содержание запасов = 69 тыс. руб. + 720 тыс. руб. =
= 789 тыс. руб.

2. Финансовые издержки, или затраты по привлечению долговых источников финансирования, определяются умножением величины основного долга на его цену, т. е. процентную ставку:

$$\begin{aligned} & \text{долгосрочный заемный капитал} \cdot 0,08 + \\ & + \text{краткосрочные обязательства} \cdot 0,06. \end{aligned}$$

Так, для существующего варианта финансовые издержки равны:
(1 350 тыс. руб. · 0,08) + (3 720 тыс. руб. · 0,06) = 331 тыс. руб.

Для предлагаемого варианта:

$$(1\,350 \text{ тыс. руб.} \cdot 0,08) + (4\,315 \text{ тыс. руб.} \cdot 0,06) = 367 \text{ тыс. руб.}$$

Таким образом, если предположения владельца фирмы верны, увеличение автомобилей в запасах (от 32 до 48) приведет к росту продаж на 5 760 тыс. руб. При этом увеличатся затраты на содержание запасов (как текущие, так и затраты на заказ) и другие расходы. В результате чистая прибыль может вырасти на 164 тыс. руб.

Повлияет ли новая политика фирмы относительно запасов на стоимость бизнеса?

Для ответа на этот вопрос рассчитаем прирост потока денежных средств, вызванный изменением политики, и проведем оценку методом чистой текущей стоимости (*NPV*) будущих поступлений.

Второй этап. Расчет прироста денежного потока

В основе расчета лежат изменения статей агрегированного баланса (см. табл. 7) и отчета о финансовых результатах (см. табл. 8). Прирост денежного потока в результате изменения уровня запасов автомобилей рассчитан в табл. 9.

Таблица 9

Расчет прироста потока денежных средств, тыс. руб.

Показатели	Сумма	Расчет
Дополнительный приток денежных средств: рост продаж	5 760	41 760–36 000
Дополнительный отток денежных средств: рост себестоимости продаж	4 800	34 800–30 000
рост затрат на содержание запасов	243	789–546

Показатели	Сумма	Расчет
рост других операционных расходов	408	2 958–2 550
рост финансовых издержек	36	367–331
увеличение налога на прибыль	109	1 138–1 029
Итого дополнительный приток	5 596	
Чистый прирост потока денежных средств	164	5 760–5 596

Таким образом, чистый прирост денежных средств, возникший из-за изменения уровня запасов, составит 164 тыс. руб. ежегодно. Дополнительные инвестиции в запасы составляют 2 169 тыс. руб. в год.

Третий этап. Расчет NPV будущих поступлений

Теперь есть вся информация для оценки целесообразности изменения уровня запасов. Этот этап расчетов аналогичен поиску NPV при изменении кредитной политики (см. гл. 4).

Если каждый год прирост денежных средств будет составлять 164 тыс. руб., то, для того чтобы сложить равные потоки за несколько лет, следует воспользоваться формулой аннуитета. Но так как деятельность фирмы не ограничена каким-то сроком, делаем вывод, что мы имеем дело с бессрочным аннуитетом, величина которого к исходному моменту времени рассчитывается по формуле

$$PVP = PMT \cdot \frac{1}{k},$$

где PMT – чистый поток денежных средств за год; k – требуемая норма доходности;

$$PVP = 164 \cdot \frac{1}{0,10} = 1\,640 \text{ тыс. руб.}$$

Мы нашли настоящую текущую стоимость чистого потока денежных средств, который будет бесконечным, т. е. не ограниченным во времени.

Чтобы найти NPV, вычтем из текущей стоимости всего потока исходные инвестиции:

$$NPV = 1\,640 - 2\,169 = -529 \text{ тыс. руб.}$$

Таким образом, мы определили, что чистая текущая стоимость инвестиций в изменение политики уровня запасов является отрицательной величиной. А отрицательный критерий означает, что

данное предложение не следует внедрять. Если предложение будет принято, то рыночная стоимость фирмы может снизиться.

В примере мы рассмотрели только одно предложение, а именно – увеличение запасов до 48 автомобилей. Повторяя процедуру расчетов несколько раз, можно найти такой уровень запасов, который будет максимизировать стоимость фирмы. Это и будет оптимальный уровень запасов.

5.4. Методы управления запасами

Управление запасами – это не только поиск оптимальных уровней различных номенклатурных единиц, хранящихся в запасах. Задача управления запасами заключается в том, чтобы сдерживать затраты на содержание запасов, но не в ущерб продажам. Практикой выработано множество приемов, помогающих в решении этой задачи, но два из них заслуживают особого внимания: методы *ABC* и «*just-in-time*».

Метод ABC используется для классификации запасов с целью снижения текущих затрат на их содержание.

Согласно этому методу все запасы можно подразделить на три группы:

- ограниченное количество наиболее ценных видов товарно-материальных запасов объединяют в группу *A*;
- менее дорогие, но используемые в больших количествах запасы относят в группу *B*;
- относительно дешевые виды товарно-материальных ценностей формируют группу *C*.

Для каждой группы, в соответствии с ее ценностью для фирмы, устанавливается система контроля:

группа A: каждой номенклатурной единице запасов присваивается серийный номер. Обеспечивается хранение в надежном складе. Контроль ежедневный. Если готовая продукция демонстрируется в специально отведенном месте, ее количество должно быть неизменным, т. е. каждая проданная единица замещается новой;

группа B: каждой номенклатурной единице запасов присваивается серийный номер. Обеспечивается хранение в надежном скла-

де. Контроль ежемесячный. Управление запасами основано на *EOQ* модели;

группа С: инвентаризация один раз в год. Повторять заказ надо только в том случае, если на это указывает визуальный контроль мест хранения запасов.

Метод *ABC* способствует концентрации времени и усилий фирмы на тех видах запасов, которые этого заслуживают. Таким образом фирма может избежать лишних текущих затрат.

Конечно, классификация запасов не ограничивается только тремя группами *A*, *B* и *C*. Некоторые компании имеют также группы *D*, *E* и *F*. Однако сам принцип классификации не изменяется.

Использование *метода «just-in-time»*, разработанного в Японии, считается особенно полезным тогда, когда складские площади ограничены и текущие затраты на содержание запасов высоки. Он позволяет фирме снизить запасы до минимума, вплоть до их нулевой величины. Согласно этому методу фирма заключает сделку с поставщиками на поставку точно такого количества материалов (сырья, комплектующих деталей и т. д.), которое требуется в данный момент. В результате отпадает потребность в запасах и ликвидируются текущие затраты на их содержание. Кроме этого, данный подход заставляет заботиться о качестве (как внутреннем, так и внешнем) производственного процесса. Любой дефект в сырье или материалах будет вынуждать останавливать производство, пока не будет обеспечена их замена.

Применять метод *«just-in-time»* следует с особой осторожностью в условиях неопределенности, поскольку он несет повышенный риск. Отсутствие запасов или их незначительная величина означают, что бизнес не имеет своеобразной защиты, необходимой в случае, когда предприятия-поставщики снижают темп работы из-за природных катастроф, забастовок или вспышек болезней.

Контрольные вопросы

1. В каком контексте управление запасами рассматривается в курсе «Финансовый менеджмент»?
2. Какие структурные подразделения предприятий заинтересованы в наличии больших запасов и почему?
3. Почему в сферу деятельности финансового менеджера попадают проблемы управления запасами?
4. Каким образом уровень запасов оказывает влияние на рентабельность собственного капитала и коэффициенты ликвидности?
5. Какие факторы влияют на управление запасами?
6. Каков состав текущих затрат на содержание запасов?
7. Из чего складываются затраты на заказ?
8. Объясните зависимость между текущими затратами и затратами на заказ.
9. Что представляет собой модель *EOQ*?
10. Объясните поэтапную процедуру оценки предложения по изменению уровня запасов.
11. Что является критерием оценки предложений по изменению уровня запасов?
12. Что представляет собой метод ABC?
13. В чем особенность подхода к управлению запасами, названного «just-in-time»?
14. Каким образом методы оценки запасов (LIFO, FIFO) влияют на их стоимостную величину?
15. Почему финансирование изменения уровня запасов следует рассматривать как инвестиции?

6. КРАТКОСРОЧНЫЕ ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ

6.1. Внешние источники финансирования

Период заимствования, или продолжительность внешнего финансирования, зависит от доступности источников финансирования и предпочтений менеджмента.

Более доступными для финансирования роста текущих активов являются краткосрочные источники. Трудно найти банк, который принял бы решение о выдаче десятилетней ссуды на закупку материалов, в то время как получение краткосрочной ссуды на эти же цели является обычной практикой.

Предпочтения менеджеров, выраженные их отношением к риску, ликвидности и рентабельности, определяют тип политики управления оборотным капиталом (агрессивный, консервативный, умеренный). В этом контексте рассмотрим особенности внешних источников финансирования.

Краткосрочное финансирование обычно дешевле, чем долгосрочное, о чем свидетельствуют процентные ставки. Поэтому стремление к доходности заставляет фирмы привлекать краткосрочные источники.

Долгосрочное финансирование является менее рискованным, поскольку процентная ставка по долгосрочным займам фиксируется на длительный период и независимо от поведения ссудных ставок на рынке кредитов она остается постоянной. Более того, заемщик не несет трансакционных издержек по привлечению новых источников через каждые несколько месяцев, как это случается при краткосрочном финансировании. Поэтому стремление избежать риск поощряет фирму к использованию долгосрочных источников.

Таким образом, при выборе источников внешнего финансирования фирмы руководствуются следующими правилами:

- рентабельность бизнеса увеличивается с более коротким сроком внешнего финансирования, но при этом растет и риск;
- рентабельность бизнеса снижается, когда привлекается долгосрочное финансирование, сопровождающееся пониженным риском.

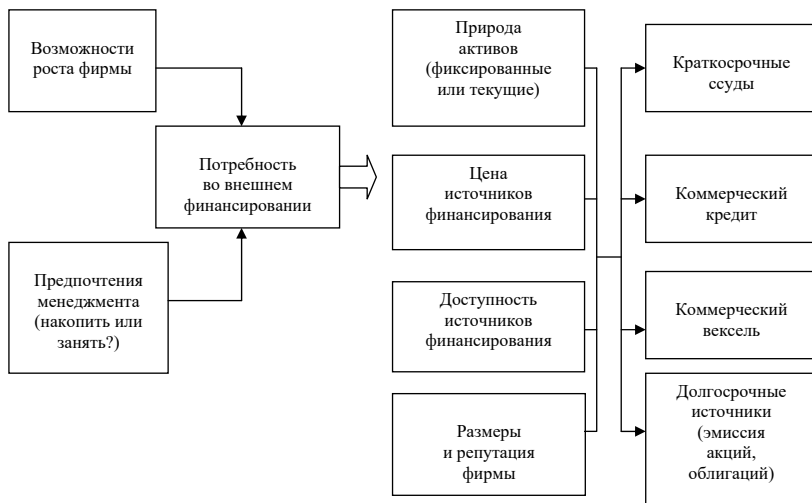


Рис. 8. Выбор фирмой внешних источников финансирования

Сочетание источников внешнего финансирования по срокам зависит от выбранной политики управления оборотным капиталом. На рис. 8 показаны факторы, влияющие на выбор источников внешнего финансирования.

6.2. Способы краткосрочного финансирования

Большинство предприятий, когда у них возникает потребность в краткосрочных источниках, привлекают банковские ссуды на срок не более одного года и коммерческий кредит (отсрочку платежа за приобретенные материалы). Крупные, устойчивые компании имеют возможность привлекать финансовые ресурсы посредством выпуска соответствующих ценных бумаг.

Финансовые учреждения предлагают много видов *краткосрочных ссуд*. Рассмотрим основные.

Бланковый (необеспеченный) кредит под осуществление отдельных хозяйственных операций. Он предоставляется, как правило, коммерческим банком, осуществляющим расчетно-кассовое обслуживание предприятия. Хотя формально кредит носит необеспеченный характер, фактически он обеспечивается дебиторской задолженностью предприятия и его средствами на расчетном и других

счетах в этом же банке. Кроме того, этот вид кредита является самоликвидирующимся, так как осуществленная при его посредстве хозяйственная операция в конечном счете генерирует денежный поток, достаточный для полного погашения этого кредита.

Конткоррентный кредит (овердрафт). Данный вид кредита предоставляется банком обычно под обеспечение, но это требование не является обязательным. Предоставляя кредит, банк открывает предприятию конткоррентный счет, на котором учитываются как кредитные, так и расчетные операции. Конткоррентный счет используется в качестве источника кредита в объеме, не превышающем установленную в кредитном договоре максимальную величину отрицательного сальдо (конткоррентный лимит). По отрицательному остатку конткоррентного счета предприятие уплачивает банку кредитный процент. Причем договором может быть определено, что по положительному остатку этого счета банк начисляет предприятию депозитный процент. Сальдирование поступлений и выплат по конткоррентному счету предприятия происходит через установленные договором промежутки времени по расчетам кредитных платежей.

В 1998 году изменились правила бухгалтерского учета в коммерческих банках, теперь для учета подобных операций банк открывает предприятию два счета, что, впрочем, не влияет на содержание операции.

Сезонный кредит с ежемесячной амортизацией долга. Этот вид кредита предоставляется обычно на формирование временной части текущих активов на период их возрастания в связи с сезонными потребностями предприятия. Его особенность заключается в том, что наряду с ежемесячным обслуживанием, т. е. ежемесячной выплатой процентов, 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.

Открытая кредитная линия. Так как потребность в краткосрочном банковском кредите не всегда может быть предусмотрена с привязкой к конкретным срокам использования, договор о нем предприятие может оформить предварительно в форме открытия кредитной линии. В этом договоре указываются 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. Особенность этого вида банковского кредита заключается в том, что он не является безусловно контрактным обязательством и может быть аннулирован банком при ухудшении финансового состояния предприятия-клиента.

Револьверный (автоматически возобновляемый) кредит. Это 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 основного долга. Внесенные в счет погашения обязательств средства могут вновь заимствоваться предприятием в течение периода действия кредитного договора (в пределах установленного кредитного лимита). Выплата непогашенной суммы основного долга и оставшихся процентов по нему производится по истечении срока действия кредитного договора. Преимуществом этого вида кредита в сравнении с открытой кредитной линией являются минимальные ограничения, накладываемые банком, хотя уровень процентной ставки обычно выше. В настоящее время кредитование в такой форме запрещено Центральным банком РФ. Это обусловлено тем, что, по мнению ЦБ РФ, коммерческие банки, используя данную форму кредитования, недостаточно полно указывали возникающие у них риски.

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).

Ломбардный кредит. Такой кредит может быть получен предприятием под заклад высоколиквидных активов (векселей, государственных краткосрочных облигаций и т. д.), которые на период кредитования передаются банку.

Размер кредита в этом случае соответствует определенной (но не всей) части стоимости переданных в заклад активов. Как правило, данный вид кредита носит только краткосрочный характер.

Когда компания приобретает материалы или услуги в кредит, не рассчитываясь за покупку сразу же, то высвобожденные денежные средства она может использовать для других целей, как если бы для этого ей пришлось занять деньги в банке.

Коммерческий кредит – это способ получения денежных средств посредством отсрочки платежа поставщикам. Чем длиннее период отсрочки, тем больше коммерческий кредит, используемый фирмой-покупателем. И хотя коммерческий кредит – это просто отсрочка платежа, он не всегда бывает бесплатным. В отдельных случаях поставщик указывает цену кредита в договоре купли-продажи. Но чаще всего процент не устанавливается. Вместо этого продавцы просто дают своим партнерам достаточно много дней для оплаты покупок и предлагают им скидку за более ранний платеж. Например, выражение «2/10 net 30» как кредитное условие означает, что поставщик предоставляет клиенту скидку 2 %, если тот оплатит свой долг в первые 10 дней вместо 30 обычных.

Проиллюстрируем данные кредитные условия при продаже товара на сумму 1 000 руб. (рис. 9).

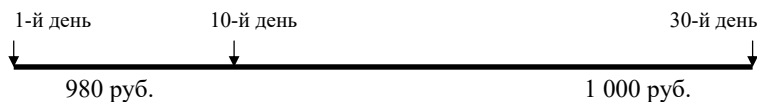


Рис. 9. График оплаты покупки на условиях «2/10 net 30»

Если фирма-покупатель берет скидку, она пользуется 980 рублями в течение десяти дней. В данном случае фирма получает коммер-

ческий кредит бесплатно. Если же фирма отказывается от скидки, она может заплатить 980 руб. в течение следующих 20 дней, но плата за это составит 20 руб. В сущности, фирма заняла 980 руб. на 20 дней при цене кредита 20 руб. Предположив, что фирма погасила свой долг на 30-й день, можно рассчитать эффективную годовую процентную ставку коммерческого кредита k , воспользовавшись следующей формулой:

$$k = \left(1 + \frac{\% \text{ скидки}}{100 \%} - \% \text{ скидки} \right)^{\frac{365}{n-d}} - 1,$$

где % скидки — предполагаемая скидка в процентах; n — время между датой закупки и датой оплаты в днях; d — время действия скидки в днях; 365 — количество дней в году. Найдем эффективную годовую процентную ставку, подставив в формулу исходную информацию:

$$k = \left(1 + \frac{2 \%}{100 \%} - 2 \% \right)^{\frac{365}{30-10}} - 1 = 1,020408^{18,25} - 1 = 0,4458, \text{ или } 44,58 \%$$

Как показывают расчеты, цена коммерческого кредита (т. е. цена использования 980 руб. в течение 20 дополнительных дней) соответствует годовой процентной ставке 44,58 %.

Что могло бы заставить менеджеров оплачивать такой высокий процент? Только какие-то неблагоприятные обстоятельства или необходимость завершить ранее начатое дело.

В этой связи становится выгодным занять деньги в банке под более низкую процентную ставку и заплатить поставщику в 10-дневный срок, воспользовавшись преимуществами скидки. А через 20 дней финансовый менеджер оплатил бы банковский заем и проценты по нему, которые были бы значительно меньше, чем 20 руб. В обоих случаях фирма пользуется суммой в 980 руб., но банковская ссуда обычно является более дешевой альтернативой.

Крупные кредитоспособные фирмы могут привлекать денежные средства эмиссией необеспеченных ценных бумаг — *коммерческих векселей*. По сравнению с краткосрочной банковской ссудой этот способ привлечения средств дешевле. Оценивают коммерческий вексель посредством эффективной годовой процентной ставки. Расчет ведут последовательно:

1. Рассчитывают величину дисконта по формуле

$$D = \frac{C \cdot d \cdot t}{365},$$

где D – дисконт; d – учетная ставка, выраженная в долях; C – номинал векселя; t – число дней до наступления срока платежа по векселю.

2. Определяют цену коммерческого векселя вычитанием дисконта из номинальной стоимости векселя:

$$P = C - D.$$

3. Рассчитывают годовую эффективную процентную ставку k по формуле

$$k = \left(\frac{C}{P} \right)^{\frac{365}{t}} - 1.$$

Рассмотрим пример расчета по изложенной выше методике.

90-дневный вексель на сумму 1 млн руб. имеет доходность 3,3 %. Какова доходность векселя, выраженная годовой эффективной процентной ставкой?

Сначала определим доход по учетной ставке, или дисконт:

$$D = \frac{1\,000\,000 \cdot 0,033 \cdot 90}{365} = 8\,137 \text{ руб.}$$

Затем найдем цену векселя, по которой он может быть продан за 90 дней до погашения:

$$P = C - D = 1\,000\,000 - 8\,137 = 991\,863 \text{ руб.}$$

Рассчитаем годовую эффективную процентную ставку, эквивалентную учетной ставке 3,3 %:

$$k = \left(\frac{1\,000\,000}{991\,863} \right)^{\frac{365}{90}} - 1 = (1,0082)^{4,056} - 1 = 0,34 \cdot 100 \% = 3,4 \%$$

Годовую эффективную процентную ставку рассчитывают для того, чтобы провести корректное сравнение с альтернативными вариантами получения источников финансирования.

Контрольные вопросы

1. Перечислите источники внешнего финансирования.
2. Какие факторы влияют на внешние источники?
3. Чем объясняется потребность в краткосрочном финансировании?
4. В чем заключаются преимущества краткосрочного финансирования?
5. Охарактеризуйте недостатки краткосрочного финансирования.
6. Перечислите основные виды краткосрочного финансирования.
7. Что такое банковские ссуды? Дайте их краткую характеристику.
8. Какой кредит называют коммерческим? Его краткая характеристика.
9. Что такое коммерческий вексель? Приведите его краткую характеристику.
10. Что представляет собой годовая эффективная процентная ставка?

7. УПРАВЛЕНИЕ СОБСТВЕННЫМ И ЗАЕМНЫМ КАПИТАЛОМ ПРЕДПРИЯТИЯ

7.1. Структура внеоборотных активов предприятия

Рассмотрим ситуации, возникающие при осуществлении управления внеоборотными активами.

Ситуация	Объяснение
Рост стоимости основных средств и незавершенного строительства	Переоценка стоимости основных средств в соответствии с их рыночной стоимостью
Сокращение абсолютной величины незавершенного строительства	Завершение процесса формирования производственного потенциала предприятия
Отсутствие изменений абсолютной величины незавершенного строительства и его доли в структуре внеоборотных активов предприятия	При снижении темпов роста основных финансовых показателей является негативным моментом в деятельности предприятия
Увеличение балансовой стоимости основных средств или нематериальных активов	Перевод объектов незавершенного строительства в категорию основных средств

При организации управления основными средствами большое значение имеет их структура, представленная в табл. 10.

Таблица 10

Классификация основных средств

Классификационный признак	Основные средства
Назначение	Производственные, непроизводственные
Вид	Земельные участки, объекты природопользования, здания, сооружения, машины и оборудование, транспортные средства, инвентарь, рабочий и продуктивный скот, многолетние насаждения, капитальные вложения в арендованные объекты
Принадлежность	Собственные, арендованные
Использование	Находящиеся в эксплуатации, находящиеся на реконструкции, находящиеся в резерве, находящиеся на консервации

В процессе управления основными средствами используются следующие виды их стоимости:

- первоначальная (представляет собой фактические затраты, связанные с приобретением, доставкой и монтажом основных средств на предприятии);
- остаточная (первоначальная за вычетом начисленного износа, то есть это та часть стоимости основных средств, которая еще не перенесена на производимую продукцию);
- восстановительная (стоимость воспроизводства основных средств в современных условиях).

Стоимость основных средств на конец года ($OC_{кг}$) учитывает их динамику в течение года и рассчитывается по следующей формуле:

$$OC_{кг} = OC_{нг} + OC_{вв} \cdot T_{вв} / 12 - OC_{выб} \cdot ((12 - T_{выб}) / 12),$$

где $OC_{нг}$ — стоимость основных средств; $OC_{вв}$ — стоимость вводимых в эксплуатацию в течение года основных средств, руб.; $T_{вв}$ — продолжительность эксплуатации в течение года вводимых основных средств, мес.; $OC_{выб}$ — стоимость выбывающих в течение года из эксплуатации основных средств, руб.; $T_{выб}$ — продолжительность эксплуатации в течение года выбывающих основных средств, мес.

Среднегодовая стоимость основных средств $OC_{ср}$ рассчитывается как среднеарифметическое значение стоимостей на начало и конец года и определяется по формуле:

$$OC_{ср} = (OC_{нг} + OC_{кг}) / 2.$$

При организации управления основными средствами также рассматриваются показатели, характеризующие производственный потенциал предприятия. Структура таких показателей приведена в табл. 11.

Система управления внеоборотными активами предприятия включает такие категории:

- 1) оценка стоимости основных средств, нематериальных активов, незавершенного строительства, долгосрочных финансовых вложений;
- 2) анализ изменений в структуре имущества предприятия.

При определении рыночной стоимости предприятия и его структурных подразделений могут быть использованы следующие методы:

- 1) метод дисконтирования денежных потоков;
- 2) метод капитализации прибыли;
- 3) метод балансовой стоимости чистых активов;
- 4) метод рыночной стоимости чистых активов.

Таблица 11

Структура показателей, характеризующих
производственный потенциал

Производственный потенциал предприятия	Показатели
Величина, структура и эффективность использования внеоборотных и производственных активов предприятия	<ul style="list-style-type: none"> – Величина внеоборотных активов; – величина производственных активов; – доля внеоборотных активов в общей сумме активов; – доля производственных активов в общей сумме активов; – доля основных средств в общей сумме внеоборотных активов; – доля стоимости технологического оборудования в общей сумме основных средств; – доля нематериальных активов в общей сумме внеоборотных активов; – показатели оборачиваемости; – показатели рентабельности
Уровень и эффективность использования технологического оборудования	<ul style="list-style-type: none"> – Производственные мощности предприятия; – средний возраст технологического оборудования; – структура технологического оборудования; – производительность технологического оборудования; – степень обновления парка технологического оборудования; – показатели оборачиваемости; – показатели рентабельности
Уровень технологии предприятия	<ul style="list-style-type: none"> – Уровень диверсификации производства; – уровень автоматизации технологических процессов; – средний возраст технологических процессов; – производительность труда на предприятии

Величина чистых активов анализируемого предприятия может быть найдена следующим образом: на основе данных бухгалтерского баланса рассчитывается величина чистых активов предприятия как разность следующих величин: активы предприятия, долгосрочные обязательства, кредиторская задолженность.

7.2. Управление амортизационными отчислениями предприятия при формировании дисконтированного чистого денежного потока на предприятии

Собственный капитал отражается в разделе III баланса и составляет финансовую основу организации. Структурно собственный капитал действующего предприятия может быть представлен уставным фондом, резервным и добавочным капиталом, целевыми финансовыми фондами и нераспределенной прибылью. Собственные источники финансирования могут быть сформированы из внутренних и внешних источников финансовых ресурсов. Внутренние источники финансовых ресурсов – преимущественная часть собственного капитала. К внутренним источникам относятся амортизационные отчисления, играющие важную роль в организациях с высоким удельным весом амортизируемых внеоборотных активов и амортизационной политикой, включающей ускоренную и дополнительную амортизацию. В составе внешних источников формирования собственных финансовых ресурсов основное место принадлежит дополнительному паевому или акционерному капиталу, который привлекается путем дополнительных взносов средств в уставный капитал или путем дополнительной эмиссии акций. Управление собственным капиталом реализуется путем формирования финансовой политики предприятия, заключающейся в обеспечении необходимого уровня самофинансирования организации.

Этапы разработки политики самофинансирования

1. Анализ сложившегося потенциала собственных финансовых ресурсов. Их объем и динамика в предшествующем периоде; соответствие темпов прироста собственного капитала темпам прироста активов и объема продаж; соотношение внешних и внутренних источников формирования собственных финансовых ресурсов, а также стоимость различных источников финансирования собственного капитала; состояние коэффициента автономии и самофинансирования и их динамика.

2. Определение потребности в собственных финансовых ресурсах рассчитывается по формуле

$$СК_{\text{план}} = КУ \cdot СК - П_p + А,$$

где $СК_{\text{план}}$ – дополнительная потребность в собственном капитале на планируемый период; $СК$ – совокупный капитал на конец планового года; $KУ$ – удельный вес собственного капитала в общей его сумме; $П_p$ – размер реинвестируемой прибыли в плановом периоде; A – амортизационный фонд на конец планируемого года.

3. Оценка стоимости привлечения собственного капитала из различных источников (внутренних и внешних). В результате такой оценки принимается управленческое решение относительно выбора альтернативных источников формирования собственных финансовых ресурсов. В качестве таковых могут выступать изменение амортизационной политики; формирование эффективной политики распределения прибыли; решение об увеличении уставного капитала за счет роста долей пайщиков, расширения их числа или дополнительной эмиссии акций.

Проблема повышения эффективности деятельности предприятия может быть решена только при рациональном использовании всех финансовых ресурсов. Амортизация выступает как финансовый результат переноса стоимости основных средств и нематериальных активов предприятия на себестоимость выпускаемой продукции. В результате формируются амортизационные отчисления, которые рассматриваются, с одной стороны, как элемент себестоимости, а с другой – как источник финансирования предприятия.

7.3. Управление заемным капиталом предприятия

Управление заемным капиталом предприятия состоит в анализе возможностей генерировать денежные потоки, достаточные для выплаты по существующим и предполагаемым финансовым обязательствам. В данном случае широкое применение получили относительные коэффициенты. Наиболее рисковыми заемщиками среди российских фирм являются предприятия отраслей тяжелой промышленности. Основные причины такой ситуации – высокая капиталоемкость.

Управление заемным капиталом – одна из важнейших функций финансового менеджмента. Заемный капитал отражается в IV и V разделах баланса. Использование заемного капитала позволяет

существенно расширить масштаб хозяйственной деятельности, обеспечить более эффективное использование собственного капитала, повысить рыночную стоимость организации. В IV разделе отражаются долгосрочные заемные обязательства. По этим обязательствам срок погашения превышает 12 месяцев.

Долгосрочные ссудные операции не получили в России широкого распространения, следовательно, этот раздел баланса у преобладающей части предприятий сферы услуг не заполняется. В теории финансового менеджмента в этом разделе предусматривается отражение таких видов финансовых обязательств, как задолженность по эмитированным облигациям и задолженность по финансовой помощи, предоставленной на возвратной основе, а также все виды кредитов, предоставленных на долгосрочной основе. В V разделе баланса отражаются все формы привлеченного и заемного капитала со сроком погашения менее 1 года. Политика привлечения заемных средств отражает механизм управления заемным капиталом. Она является частью финансовой стратегии предприятия.

Этапы разработки политики привлечения заемных средств:

✓ анализ сложившейся практики привлечения и использования заемных средств. В результате данного анализа принимается решение о целесообразности их использования в сложившихся объемах и формах. Определение целей привлечения заемных средств в будущем периоде. Возможные цели привлечения заемных средств — формирование недостающих объемов инвестиционных ресурсов; пополнение постоянной части оборотных активов; обеспечение формирования переменной части оборотных активов;

✓ определение предельного объема заимствований. Лимит использования заемных средств в хозяйственной деятельности определяется следующими факторами: эффектом финансового левериджа, финансовой устойчивостью организации в долгосрочной перспективе с позиций самого хозяйствующего субъекта и с позиций возможных его кредиторов;

✓ оценка стоимости привлечения заемного капитала из различных источников (внешних и внутренних) и общий размер средств, необходимых для обслуживания желаемого объема заимствований;

- ✓ определение структуры заемных средств, привлекаемых на краткосрочной и долгосрочной основе, состав основных кредиторов. Формируются приемлемые условия привлечения заимствований;
- ✓ обеспечение эффективного использования кредитов и своевременных расчетов по ним.

Контрольные вопросы

1. Дайте определение понятию «собственный капитал предприятия».
2. Дайте определение понятию «заемный капитал предприятия».
3. Какие вы знаете методы управления собственным капиталом предприятия?
4. Назовите этапы разработки политики привлечения заемных средств предприятия.
5. Назовите этапы разработки политики самофинансирования предприятия.

Библиографический список

1. Акулов, В.Б. Финансовый менеджмент : учебное пособие / В.Б. Акулов. – М. : Флинта : МПСУ, 2010. – 264 с.
2. Архипов, А.П. Финансовый менеджмент в страховании : учебник / А.П. Архипов. – М. : ФиС : ИНФРА-М, 2010. – 320 с.
3. Басовский, Л.Е. Финансовый менеджмент : учебник / Л.Е. Басовский. – М. : ИНФРА-М, 2013. – 240 с.
4. Басовский, Л.Е. Финансовый менеджмент : учебное пособие / Л.Е. Басовский. – М. : РИОР : ИНФРА-М, 2011. – 88 с.
5. Бахрамов, Ю.М. Финансовый менеджмент : учебник для вузов / Ю.М. Бахрамов, В.В. Глухов. – СПб. : Питер, 2011. – 496 с. – (Учебник для вузов) (Стандарт третьего поколения).
6. Боголюбов, В.С. Финансовый менеджмент в туризме и гостиничном хозяйстве : учебное пособие для студентов высших учебных заведений / В.С. Боголюбов, С.А. Быстров. – М. : Академия, 2008. – 400 с.
7. Бригхэм, Ю.Ф. Финансовый менеджмент : экспресс-курс / Ю.Ф. Бригхэм. – СПб. : Питер, 2013. – 592 с.
8. Брусов, П.Н. Финансовый менеджмент. Математические основы. Краткосрочная финансовая политика : учебное пособие / П.Н. Брусов, Т.В. Филатова. – М. : КноРус, 2013. – 304 с.
9. Брусов, П.Н. Финансовый менеджмент. Финансовое планирование : учебное пособие / П.Н. Брусов, Т.В. Филатова. – М. : КноРус, 2013. – 232 с.
10. Варламова, Т.П. Финансовый менеджмент : учебное пособие / Т.П. Варламова, М.А. Варламова. – М. : Дашков и К, 2012. – 304 с.
11. Гаврилова, А.Н. Финансовый менеджмент : учебное пособие / А.Н. Гаврилова, Е.Ф. Сысоева, А.И. Барабанов. – М. : КноРус, 2013. – 432 с.
12. Герасименко, А. Финансовый менеджмент – это просто : базовый курс для руководителей и начинающих специалистов / А. Герасименко. – М. : Альпина Пабли., 2013. – 531 с.
13. Гинзбург, М.Ю. Финансовый менеджмент на предприятиях нефтяной и газовой промышленности : учебное пособие / М.Ю. Гинзбург, Л.Н. Краснова, Р.Р. Садыкова. – М. : ИНФРА-М, 2013. – 287 с.

14. Ермасова, Н.Б. Финансовый менеджмент : учебное пособие / Н.Б. Ермасова, С.В. Ермасов. – М. : Юрайт, 2010. – 621 с.
15. Зайков, В.П. Финансовый менеджмент: теория, стратегия, организация : учебное пособие / В.П. Зайков, Е.Д. Селезнева, А.В. Харсеева. – М. : Вуз. книга, 2012. – 340 с.
16. Зайцева, Н.А. Финансовый менеджмент в туризме и гостиничном бизнесе : учебное пособие / Н.А. Зайцева, А.А. Ларионова. – М. : Альфа-М : ИНФРА-М, 2013. – 320 с.
17. Кандрашина, Е.А. Финансовый менеджмент : учебник / Е.А. Кандрашина. – М. : Дашков и К, 2013. – 220 с.
18. Ковалев, В.В. Финансовый менеджмент в вопросах и ответах : учебное пособие / В.В. Ковалев, В.В. Ковалев. – М. : Проспект, 2013. – 304 с.
19. Ковалев, В.В. Финансовый менеджмент : теория и практика / В.В. Ковалев. – М. : Проспект, 2013. – 1104 с.
20. Кокин, А.С. Финансовый менеджмент : учебное пособие для студентов вузов / А.С. Кокин, В.Н. Ясенев. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2013. – 511 с.
21. Котелкин, С.В. Международный финансовый менеджмент : учебное пособие / С.В. Котелкин. – М. : Магистр : ИНФРА-М, 2012. – 605 с.
22. Кудина, М.В. Финансовый менеджмент : учебное пособие / М.В. Кудина. – М. : ФОРУМ : ИНФРА-М, 2012. – 256 с.
23. Лисицына, Е.В. Финансовый менеджмент : учебник / Е.В. Лисицына, Т.В. Ващенко, М.В. Забродина ; под ред. К.В. Екимова. – М. : ИНФРА-М, 2013. – 184 с.
24. Лысенко, Д.В. Финансовый менеджмент : учебное пособие / Д.В. Лысенко. – М. : ИНФРА-М, 2013. – 372 с.
25. Мамедов, А.О. Международный финансовый менеджмент в условиях глобального финансового рынка / А.О. Мамедов ; под ред. В.А. Слепов. – М. : Магистр, 2007. – 300 с.
26. Морозко, Н.И. Финансовый менеджмент : учебное пособие / Н.И. Морозко, И.Ю. Диденко. – М. : ИНФРА-М, 2013. – 224 с.
27. Никулина, Н.Н. Финансовый менеджмент страховой организации : учебное пособие для студентов вузов / Н.Н. Никулина, С.В. Березина. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2013. – 431 с.

28. Просветов, Г.И. Финансовый менеджмент: задачи и решения : учебно-методическое пособие / Г.И. Просветов. — М. : Альфа-Пресс, 2014. — 340 с.
29. Рахыпбеков, Т.К. Финансовый менеджмент в здравоохранении : учебное пособие для студентов учреждений высшего профессионального образования / Т.К. Рахыпбеков. — М. : ГЭОТАР-Медиа, 2012. — 312 с.
30. Рожков, И.М. Финансовый менеджмент: анализ финансово-экономического состояния и расчет денежных потоков предприятия : практикум / И.М. Рожков. — М. : МИСиС, 2011. — 38 с.
31. Ромашова, И.Б. Финансовый менеджмент. Основные темы. Деловые игры : учебное пособие / И.Б. Ромашова. — М. : КноРус, 2012. — 328 с.
32. Румянцева, Е.Е. Финансовый менеджмент : учебник / Е.Е. Румянцева. — М. : РАГС, 2010. — 304 с.
33. Самылин, А.И. Финансовый менеджмент : учебник / А.И. Самылин. — М. : ИНФРА-М, 2013. — 413 с.
34. Ткачук, М.И. Финансовый менеджмент: ответы на экзаменационные вопросы / М.И. Ткачук, О.А. Пузанкевич. — Минск : ТетраСистемс, 2012. — 112 с.
35. Трошин, А.Н. Финансовый менеджмент : учебник / А.Н. Трошин. — М. : ИНФРА-М, 2013. — 331 с.
36. Филатова, Т.В. Финансовый менеджмент : учебное пособие / Т.В. Филатова. — М. : ИНФРА-М, 2013. — 236 с.
37. Хиггинс, Р. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями / Р. Хиггинс ; пер. с англ. А.Н. Свирид. — М. : Вильямс, 2013. — 464 с.
38. Этрилл, П. Финансовый менеджмент и управленческий учет для руководителей и бизнесменов / П. Этрилл, Э. МакЛейни ; пер. с англ. В. Ионов. — М. : Альпина Пабли., 2012. — 648 с.

ГЛОССАРИЙ

Абсолютные показатели финансово-хозяйственной деятельности предприятия — совокупность данных, отражающих финансово-хозяйственное состояние предприятия. К ним можно отнести текущие (оборотные) активы, текущие (краткосрочные обязательства) пассивы, чистый оборотный капитал, собственный оборотный капитал, чистую прибыль и другие показатели. Сумма оборотных активов за вычетом НДС и долгосрочной дебиторской задолженности отражает текущие активы предприятия. Текущие пассивы представляют собой сумму краткосрочных обязательств предприятия, включающую краткосрочные кредиты и займы, кредиторскую задолженность, задолженность по выплате вознаграждения учредителям и собственникам. Разность между величиной текущих активов и суммой текущих пассивов представляет собой чистый оборотный капитал предприятия. Собственный оборотный капитал предприятия рассчитывается как разность между суммой его собственного капитала и суммой вложений во внеоборотные активы.

Агрессивная стратегия финансирования предполагает, что долгосрочные обязательства предприятия покрывают его внеоборотные активы и постоянный оборотный капитал (системную часть текущих активов). При этом чистый оборотный капитал будет равен минимальной величине оборотных средств, необходимых для производственно-хозяйственной деятельности предприятия, а переменный оборотный капитал (варьируемая часть текущих активов) полностью покрывается краткосрочной кредиторской задолженностью. При консервативной стратегии финансирования переменный оборотный капитал полностью покрывается долгосрочными обязательствами предприятия. При реализации предприятием консервативной стратегии финансирования оборотного капитала риск потери ликвидности (риск текущей неплатежеспособности) минимален. Это связано с отсутствием в структуре баланса предприятия такого элемента текущих пассивов, как краткосрочная кредиторская задолженность.

Аннуитет — одна из функций сложного процента, выражается в серии равных платежей, осуществляемых через равные промежутки времени.

Балансовая стоимость предприятия — стоимость, отражающая данные бухгалтерского учета и отчетности о наличии и движении имущества предприятия. Балансовая стоимость предприятия, характеризующая величину его чистых активов (нетто-активов), рассчитывается как разность между балансовой стоимостью активов (внеоборотных и оборотных) и общей суммой обязательств (краткосрочных и долгосрочных) предприятия.

Дивиденд — доход, выплачиваемый держателям акций из прибыли предприятия, организационно-правовой формой которого является акционерное общество, по итогам деятельности после уплаты налогов.

Дисконтирование — механизм приведения величины будущих денежных потоков к текущему периоду с использованием ставки дисконтирования. Ставка дисконтирования является одной из функций сложного процента, используется для приведения ожидаемых будущих денежных потоков к текущей стоимости.

Дисконтированный срок окупаемости — период времени, позволяющий возместить затраты на проект в результате прироста доходов.

Инкассация дебиторской задолженности — инструмент управления оборотными активами предприятия, используется с целью улучшения структуры капитала корпорации. В результате доля высоколиквидной составляющей, т. е. денежных средств, увеличивается. Скорость обращения дебиторской задолженности в денежные средства формирует коэффициент инкассации, рассчитанный как соотношение части дебиторской задолженности, переведенной в денежные средства, и общей суммой дебиторской задолженности. Для оптимизации инкассации дебиторской задолженности выполняется операция факторинга, заключающаяся в продаже банку дебиторской задолженности предприятия-должника по сниженной цене. Использование факторинга по отношению к краткосрочной дебиторской задолженности оптимизирует структуру оборотного капитала, в то же время данная операция не улучшает показатели платежеспособности предприятия. В этом случае производится реструктуризация долгосрочной дебиторской задолженности.

Инструменты формирования долгосрочных активов предприятия – совокупность источников финансовых средств, необходимых в процессе формирования элементов внеоборотных активов предприятия, что приводит к увеличению как собственного капитала, так и заемного капитала предприятия.

Привилегированная акция – ценная бумага, не дающая ее владельцу права голоса на общем собрании акционеров, приносящая доход в виде фиксированных дивидендных выплат.

Источники формирования оборотного капитала предприятия – совокупность источников финансирования, способных обеспечить непрерывный процесс текущей деятельности предприятия. Используются для приобретения запланированного объема производственных запасов и накладных затрат, связанных с преобразованием запасов сырья и материалов в запасы готовой продукции. Наличие краткосрочных источников финансирования производственной деятельности предприятия приводит к формированию оборотного капитала предприятия.

Капитал предприятия представляет собой сумму финансовых ресурсов, находящихся в его распоряжении. Финансовые ресурсы, являющиеся собственностью предприятия, образуют его собственный капитал. Кроме того, в состав капитала предприятия также включают долгосрочные (со сроком погашения более года) и краткосрочные (со сроком погашения до одного года) финансовые обязательства. Сумма собственного капитала и долгосрочных заемных обязательств формирует постоянный капитал предприятия. Важными характеристиками капитала являются его структура и стоимость.

Капитализация – определение стоимости всех будущих равных между собой или изменяющихся с одинаковым темпом величин денежных потоков (или потоков чистой прибыли), получаемых от использования оцениваемого актива (бизнеса) за равные периоды времени. Для определения стоимости будущих величин денежных потоков (или потоков чистой прибыли) используется ставка капитализации. Она представляет собой усредненное значение нормы дисконта на бесконечно большом временном интервале.

Нетрадиционные источники финансирования предприятия — совокупность финансовых инструментов, обеспечивающих расширение базы финансирования предприятия за счет предоставления предприятию рассрочки платежей за приобретаемые активы, льгот, гарантий сбыта продукции. В качестве нетрадиционных источников финансирования рассматривают лизинг, инвестиционный налоговый кредит, франчайзинг, форвардные и фьючерсные контракты, варранты, опционы.

Структура капитала характеризует соотношение между составляющими, а стоимость — затраты предприятия, связанные с выплатой доходов владельцам капитала. Например, стоимость собственного капитала определяется ставкой дивиденда, выплачиваемого по привилегированным и обыкновенным акциям, а стоимость банковского кредита, учитываемого в составе заемного капитала, определяется процентными выплатами по кредиту, предоставленному предприятию.

Облигация — долговая ценная бумага, удостоверяющая внесение ее владельцем денежных средств и подтверждающая обязательства эмитента (предприятия), во-первых, возместить номинальную стоимость облигации в предусмотренный срок, а во-вторых, выплатить заранее оговоренный размер купонных выплат. Облигационный заем приводит к увеличению долгосрочных обязательств предприятия.

Ставка капитализации представляет собой усредненное значение нормы дисконта на бесконечно большом временном интервале.

Стоимость капитала — общая сумма средств, необходимая для платы за использование определенного источника и объема капитала, выраженная в процентах к этому объему. Совокупная стоимость капитала складывается из стоимости его отдельных компонент. Данное понятие широко используется при решении следующих задач: представляет требуемую инвесторами отдачу на вложенные ресурсы, осуществление оптимального выбора из вариантов вложения инвестиций, используется в управлении структурой источников финансирования.

Структура капитала характеризует соотношение собственных и заемных средств предприятия и максимизирует стоимость предприятия для владельцев.

Стратегия самофинансирования предприятия – финансовая стратегия, основанная на преимущественном использовании предприятием внутренних источников финансирования. К числу этих источников относят чистую прибыль и амортизационные отчисления от стоимости основных средств предприятия и амортизируемой части нематериальных активов. Максимизации прибыли предприятия как источника самофинансирования способствует минимизация текущих расходов, включаемых в состав себестоимости производимой предприятием продукции.

Управление внеоборотным капиталом предприятия – система экономически обоснованных решений, в основе которых лежит изменение величины и структуры внеоборотных активов предприятия, что связано с формированием основных средств, нематериальных активов, финансовых инвестиций, амортизационных отчислений. Перечисленные мероприятия способствуют реализации главной цели управления предприятием – максимизации рыночной стоимости действующего предприятия.

Управление оборотным капиталом предприятия – система экономически обоснованных решений, в основе которых лежит изменение величины и структуры оборотных активов предприятия, что включает определение минимального уровня производственных запасов, формирование эффективной политики торгового кредита и т. д.