

**КАЗАНСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
ИНСТИТУТ УПРАВЛЕНИЯ, ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВ**

ОСНОВЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

Учебное пособие

**КАЗАНЬ
2018**

УДК 336.6(075.8)
ББК 65.290-93я7
О-75

*Печатается по решению учебно-методического совета
Казанского (Приволжского) федерального университета
(протокол № 3 от 15.11.2018 г.)*

Составители:

старший преподаватель кафедры
проектного менеджмента и оценки бизнеса **Д.А. Абрамов;**
кандидат юридических наук, доцент кафедры
проектного менеджмента и оценки бизнеса **А.Д. Пашина;**
кандидат экономических наук, доцент кафедры
управления корпоративными финансами **О.В. Пачкова;**
кандидат экономических наук, старший преподаватель кафедры
управления корпоративными финансами **Р.Л. Фейфер**

Рецензенты:

доктор экономических наук, профессор, исполняющий обязанности заведующего ка-
федрой проектного менеджмента и оценки бизнеса К(П)ФУ

А.Р. Сафиуллин;

доктор экономических наук, доцент, заведующая кафедрой экономической теории и
социальной работы КГМУ **М.Н. Максимова**

Основы финансового менеджмента: учеб. пособие / сост.: Д.А. Абрамов,
О-75 А.Д. Пашина, О.В. Пачкова, Р.Л. Фейфер. – Казань: Изд-во Казан. ун-та, 2018.
– 150 с.

ISBN 978-5-00130-115-8

Учебное пособие по дисциплине «Основы финансового менеджмента» составлено на основе государственных требований к содержанию и уровню подготовки бакалавров по направлениям подготовки: 38.03.03 Управление персоналом и 38.03.04 Менеджмент, включает в себя краткое изложение лекционного материала, рекомендации студентам по организации самостоятельной работы и призвано способствовать четкой организации занятий, получению студентами глубоких и устойчивых знаний в процессе изучения данного курса. В нем широко представлены списки основной, дополнительной и нормативной литературы.

Данное учебное пособие предназначено для студентов Казанского (Приволжского) федерального университета, обучающихся по указанным направлениям по очной и заочной формам обучения.

ISBN 978-5-00130-115-8

УДК 336(075.8)
ББК 65.290-93я7

© Издательство Казанского университета, 2018

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	5
1. СУЩНОСТЬ И СОДЕРЖАНИЕ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА	6
1.1. Определение и принципы организации финансового менеджмента.....	6
1.2. Функции финансового менеджмента.....	9
1.3. Механизм финансового менеджмента.....	12
Вопросы для самопроверки.....	14
2. МАТЕМАТИЧЕСКИЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА	15
2.1. Концепция и математический инструментарий оценки стоимости денег во времени и учета фактора инфляции.....	15
2.2. Концепция и математический инструментарий учета факторов риска и ликвидности.....	21
Вопросы для самопроверки.....	26
3. БАЗОВЫЕ ПАРАМЕТРЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА	27
3.1. Информационная база финансового менеджмента.....	27
3.2. Правила финансирования.....	33
Вопросы для самопроверки.....	35
4. ТЕОРИИ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА	36
4.1. Теории идеальных рынков капитала и структуры капитала.....	36
4.2. Теория портфельного анализа и эффективность рынка.....	39
4.3. Теория агентских отношений.....	48
Вопросы для самопроверки.....	55
5. ОПЕРАЦИОННЫЙ И ФИНАНСОВЫЙ ЛЕВЕРИДЖ	56
5.1. Операционный леверидж.....	56
5.2. Финансовый леверидж.....	60
Вопросы для самопроверки.....	62
6. АНАЛИЗ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ: МЕТОДИКА И ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ	63
6.1. Цели и задачи анализа финансового состояния.....	63
6.2. Характеристика аналитических процедур.....	68
Вопросы для самопроверки.....	79
7. УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСИРОВАНИЕМ АКТИВОВ ОРГАНИЗАЦИИ	80
7.1. Финансирование оборотных активов.....	80
7.2. Финансирование внеоборотных активов.....	86
Вопросы для самопроверки.....	89
8. ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ ОРГАНИЗАЦИИ И УПРАВЛЕНИЕ ИМИ ...	90
8.1. Сущность денежного потока предприятия и принципы его оптимизации.....	90
8.2. Основные методы оценки денежного потока.....	97
8.3. Планирование и прогнозирование денежных потоков.....	103

Вопросы для самопроверки.....	110
9. ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ.....	111
9.1. Сущность финансовых рисков предприятия и их классификация.....	111
9.2. Сущность и задачи управления финансовыми рисками.....	117
9.3. Механизмы нейтрализации финансовых рисков.....	123
Вопросы для самопроверки.....	130
10. УПРАВЛЕНИЕ ПРЕДПРИЯТИЕМ В УСЛОВИЯХ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА.....	131
10.1. Общие основы управления предприятием в условиях финансового кризиса.....	131
10.2. Диагностика финансового кризиса предприятия.....	142
Вопросы для самопроверки.....	148
ЛИТЕРАТУРА.....	149

ВВЕДЕНИЕ

Курс по дисциплине «Основы финансового менеджмента» отражает содержание и основные методические подходы к изучению одноименного курса, преподаваемого студентам, обучающимся по направлениям подготовки: 38.03.04 Менеджмент и 38.03.03 Управление персоналом. Это касается студентов различных форм обучения. Данный курс разработан на основе федерального государственного образовательного стандарта (ФГОС), рекомендаций Минобразования РФ, а также с учетом достижений современной теории и практики финансового менеджмента.

«Основы финансового менеджмента» – одна из важнейших учебных дисциплин в системе подготовки студентов, позволяющая расширить область знаний специалистов финансового менеджмента, сформировать практические навыки решения многочисленных финансовых и инвестиционных проблем предприятий.

Особое внимание необходимо уделять контрольным вопросам для самопроверки, предусмотренным каждой темой. Специальное внимание следует уделять самостоятельной работе. В наиболее общем виде она представляет собой следующее:

- проработка тем, наполнение их материалом, полученным при прочтении рекомендованной литературы;
- чтение рекомендованной лектором учебно-методической литературы;
- поиск и проработка материалов периодической печати;
- поиск и проработка материалов из интернет-источников;
- выполнение домашних заданий;
- подготовка к тестам и экзамену (либо зачету).

В результате изучения данного курса каждый студент сможет ознакомиться с основополагающими теоретическими положениями финансового менеджмента. Научится решать практические задачи, представленные в учебном пособии «Практикум по финансовому менеджменту», в области управления финансовыми отношениями и принимать на их основе управленческие решения.

1. СУЩНОСТЬ И СОДЕРЖАНИЕ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

Тезисы. Определение и принципы организации финансового менеджмента. Функции финансового менеджмента. Механизм финансового менеджмента.

1.1. Определение и принципы организации финансового менеджмента

Для начала дадим определение финансового менеджмента и рассмотрим систему принципов организации этого вида управленческой деятельности.

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

Эффективное управление финансовой деятельностью предприятия обеспечивается реализацией ряда принципов, основными из которых являются:

1. Интегрированность с общей системой управления предприятием.

Финансовый менеджмент непосредственно связан с производственным менеджментом, инновационным менеджментом, менеджментом персонала и некоторыми другими видами функционального менеджмента. Это определяет необходимость интегрированности финансового менеджмента с общей системой управления предприятием.

2. Комплексный характер формирования управленческих решений.

Все управленческие решения в области формирования, распределения и использования финансовых ресурсов и организации денежного оборота предприятия теснейшим образом взаимосвязаны и оказывают прямое или косвенное воздействие на результаты его финансовой деятельности. Поэтому финансовый менеджмент должен рассматриваться как комплексная управляющая система, обеспечивающая разработку взаимозависимых управленческих решений, каждое из которых вносит свой вклад в общую результативность финансовой деятельности предприятия.

3. Высокий динамизм управления. Управленческие решения в области формирования и использования финансовых ресурсов и оптимизации денежного оборота, разработанные и реализованные на предприятии в предшествующем периоде, не всегда могут быть повторно использованы на последующих этапах его финансовой деятельности. Прежде всего, это связано с высокой динамикой факторов внешней среды, и в первую очередь – с изменением конъюнктуры финансового рынка.

4. Вариативность подходов к разработке отдельных управленческих решений. Реализация этого принципа предполагает, что подготовка каждого управленческого решения в сфере формирования и использования финансовых ресурсов и организации денежного оборота должна учитывать альтернативные возможности действий.

5. Ориентированность на стратегические цели развития предприятия. Какими бы эффективными не казались те или иные проекты управленческих решений в области финансовой деятельности в текущем периоде, они должны быть отклонены, если они вступают в противоречие с миссией (главной целью деятельности) предприятия, стратегическими направлениями его развития.

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

С учетом содержания и принципов финансового менеджмента формируются его главная цель и задачи.

Рассматривая главную цель финансового менеджмента, следует отметить, что она неразрывно связана с главной целью управления предприятием в целом и реализуется с ней в едином комплексе.

Главной целью финансового менеджмента является максимизация благосостояния собственников предприятия в текущем и перспективном периоде, обеспечиваемая путем максимизации его рыночной стоимости.

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

1. Обеспечение формирования достаточного объема финансовых ресурсов в соответствии с задачами развития предприятия в предстоящем периоде. Эта задача реализуется путем определения общей потребности в финансовых ресурсах предприятия на предстоящий период, максимизации объема привлечения собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников, определения целесообразности формирования собственных финансовых ресурсов за счет внешних источников, управления привлечением заемного капитала, оптимизации структуры источников формирования ресурсного финансового потенциала.

2. Обеспечение наиболее эффективного распределения и использования сформированного объема финансовых ресурсов в разрезе основных направлений деятельности предприятия. Оптимизация распределения сформированного объема финансовых ресурсов предусматривает установление необходимой пропорциональности в их использовании на цели экономического и социального развития предприятия, выплаты необходимого уровня доходов на инвестированный капитал собственникам предприятия и т.п.

3. Оптимизация денежного оборота. Эта задача решается путем эффективного управления денежными потоками предприятия в процессе кругооборота его денежных средств, обеспечением синхронизации объемов поступления и расходования денежных средств по отдельным периодам, поддержанием необходимой ликвидности его оборотных активов.

4. Обеспечение максимизации прибыли предприятия при предусматриваемом уровне финансового риска. Максимизация прибыли достигается за счет эффективного управления активами предприятия, вовлечения в хозяйственный оборот заемных финансовых ресурсов, выбора наиболее эффективных направлений операционной и финансовой деятельности. Максимизация прибыли должна обеспечиваться в пределах допустимого финансового риска, конкретный уровень которого устанавливается собственниками или менеджерами предприятия с учетом их рискованных предпочтений.

5. Обеспечение минимизации уровня финансового риска при предусматриваемом уровне прибыли. Такая минимизация может быть обеспечена путем диверсификации видов операционной и финансовой деятельности, а также портфеля финансовых инвестиций, профилактикой и избеганием отдельных финансовых рисков, эффективными формами их внутреннего и внешнего страхования.

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

7. Обеспечение возможностей быстрого реинвестирования капитала при изменении внешних и внутренних условий осуществления хозяйственной деятельности. Важнейшим условием обеспечения возможностей такого реинвестирования капитала выступает оптимизация уровня ликвидности как функционирующих активов, так и реализуемой предприятием инвестиционной программы в разрезе составляющих ее инвестиционных проектов.

Все рассмотренные задачи финансового менеджмента теснейшим образом взаимосвязаны, хотя отдельные из них и носят разнонаправленный характер. Поэтому в процессе финансового менеджмента отдельные задачи должны быть оптимизированы между собой для наиболее эффективной реализации его главной цели.

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

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

Финансовый менеджмент как управляющая система характеризуется и наличием определенных **субъектов управления**. Современная практика фи-

нансового менеджмента позволяет выделить три основных группы таких субъектов:

1. Собственник предприятия самостоятельно осуществляет функции финансового управления, как правило, на малых предприятиях с небольшим объемом финансовой деятельности.

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

3. Функциональный финансовый менеджер является узким специалистом – наемным работником, осуществляющим специализированные функции управления в одной из сфер финансовой деятельности предприятия. Современная зарубежная и отечественная практика выделяет следующие формы специализации функциональных финансовых менеджеров:

а) менеджер по управлению инвестициями предприятия («инвестиционный менеджер»);

б) менеджер по управлению денежными потоками предприятия («кэш-менеджер»);

в) менеджер по управлению финансовыми рисками предприятия («риск-менеджер»);

г) менеджер по антикризисному финансовому управлению предприятием («антикризисный менеджер») и некоторые другие.

С увеличением объемов финансовой деятельности и ее диверсификацией потребность в финансовых менеджерах всех уровней будет возрастать, а их специализация – постоянно расширяться.

1.2. Функции финансового менеджмента

Финансовый менеджмент реализует свою главную цель и основные задачи путем осуществления определенных функций. Функции финансового менеджмента направлены на реализацию функций финансов предприятия и конкретизируются с учетом особенностей управления отдельными аспектами его финансовой деятельности. Эти функции подразделяются на две основные группы, определяемые комплексным содержанием финансового менеджмента:

1) функции финансового менеджмента как управляющей системы (состав этих функций в целом характерен для любого вида менеджмента, хотя и должен учитывать его специфику);

2) функции финансового менеджмента как специальной области управления предприятием (состав этих функций определяется конкретным объектом финансового менеджмента).

Рассмотрим содержание основных функций финансового менеджмента в разрезе отдельных групп.

В группе функций финансового менеджмента как управляющей системы основными являются:

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

2. Создание организационных структур, обеспечивающих принятие и реализацию управленческих решений по всем аспектам финансовой деятельности предприятия. В процессе реализации этой функции финансового менеджмента необходимо обеспечивать постоянную адаптацию этих организационных структур к меняющимся условиям функционирования предприятия и направлениям финансовой деятельности.

3. Формирование эффективных информационных систем, обеспечивающих обоснование альтернативных вариантов управленческих решений. В процессе реализации этой функции должны быть определены объемы и содержание информационных потребностей финансового менеджмента, сформированы внешние и внутренние источники информации, удовлетворяющие эти потребности, организован постоянный мониторинг финансового состояния предприятия и конъюнктуры финансового рынка.

4. Осуществление анализа различных аспектов финансовой деятельности предприятия. В процессе реализации этой функции проводятся экспресс- и углубленный анализ отдельных финансовых операций, результатов финансовой деятельности отдельных дочерних предприятий, филиалов и «центров ответственности», обобщенных результатов финансовой деятельности предприятия в целом и в разрезе отдельных ее направлений.

5. Осуществление планирования финансовой деятельности предприятия по основным ее направлениям. Реализация этой функции финансового менеджмента связана с разработкой системы текущих планов и оперативных бюджетов по основным направлениям финансовой деятельности, по различным структурным подразделениям и по предприятию в целом. Основой такого планирования является разработанная финансовая стратегия предприятия, требующая конкретизации на каждом этапе его развития.

6. Разработка действенной системы стимулирования реализации принятых управленческих решений в области финансовой деятельности. В процессе реализации этой функции формируется система поощрения и санкций в разрезе главных менеджеров и менеджеров отдельных структурных подразделений предприятия за выполнение или невыполнение установленных целевых финансовых показателей, финансовых нормативов и плановых заданий.

7. Осуществление эффективного контроля за реализацией принятых управленческих решений в области финансовой деятельности.

Реализация этой функции финансового менеджмента связана с созданием систем внутреннего контроля на предприятии, разделением контрольных обязанностей отдельных служб и финансовых менеджеров, определением системы

контролируемых показателей и контрольных периодов, оперативным реагированием на результаты осуществляемого контроля.

В группе функций финансового менеджмента как специальной области управления предприятием основными являются:

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

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

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

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

5. Управление финансовыми рисками. В процессе реализации этой функции выявляется состав основных финансовых рисков, присущих хозяйственной деятельности данного предприятия, осуществляется оценка уровня этих рисков и объем связанных с ними возможных финансовых потерь в разрезе отдельных операций и по хозяйственной деятельности в целом, формируется система мероприятий по профилактике и минимизации отдельных финансовых рисков, а также их страхованию.

6. Антикризисное финансовое управление. Функциями такого управления являются постоянный мониторинг финансового состояния предприятия с целью своевременного диагностирования симптомов финансового кризиса, определение масштабов кризисного состояния предприятия и факторов, его вызывающих, определение форм и методов использования внутренних механизмов антикризисного финансового управления предприятием, а при необходимости – и форм его внешней санации или реорганизации.

Основные функции финансового менеджмента как специальной области управления предприятием рассмотрены в наиболее агрегированном виде. Каждая из этих функций может быть конкретизирована при учете специфики пред-

приятия как объекта финансового управления и основных форм его финансовой деятельности. Благодаря подобной конкретизации на каждом предприятии строится многоуровневая функциональная система управления финансовой деятельностью.

1.3. Механизм финансового менеджмента

Процесс управления финансовой деятельностью предприятия базируется на определенном механизме. **Механизм финансового менеджмента** представляет собой совокупность основных элементов воздействия на процесс разработки и реализации управленческих решений в области финансовой деятельности предприятия. В структуру механизма финансового менеджмента входят следующие пять систем:

1. Система регулирования финансовой деятельности, которая включает в себя:

1.1 Государственное нормативно-правовое регулирование финансовой деятельности предприятия. Законодательные и нормативные основы этой политики регулируют финансовую деятельность предприятия в разных формах.

1.2. Рыночный механизм регулирования финансовой деятельности предприятия. Этот механизм формируется, прежде всего, в сфере финансового рынка в разрезе отдельных его видов и сегментов. Спрос и предложение на финансовом рынке формируют уровень цен (ставку процента) и котировки по отдельным финансовым инструментам, определяют доступность кредитных ресурсов в национальной и иностранной валютах, выявляют среднюю норму доходности капитала, определяют систему ликвидности отдельных фондовых и денежных инструментов, используемых предприятием в процессе своей финансовой деятельности.

1.3. Внутренний механизм регулирования отдельных аспектов финансовой деятельности предприятия. Механизм такого регулирования формируется в рамках самого предприятия, соответствующим образом регламентируя те или иные оперативные управленческие решения по вопросам его финансовой деятельности. Отдельные из этих аспектов регулируются разработанными на предприятии финансовой стратегией и целевой финансовой политикой по отдельным направлениям финансовой деятельности

2. Система внешней поддержки финансовой деятельности предприятия включает в себя:

2.1. Государственное финансирование и другие внешние формы финансирования предприятия. Этот механизм характеризует формы финансирования развития предприятия из государственной бюджетной системы, внебюджетных (целевых) фондов, а также различных других негосударственных фондов содействия развитию бизнеса.

2.2. Кредитование предприятия. Этот механизм основан на предоставлении предприятию различными кредитными институтами разнообразных форм

кредита, на возвратной основе, на установленный срок, под определенный процент.

2.3. Лизинг (аренда). Этот механизм основан на предоставлении в пользование предприятию целостных имущественных комплексов и отдельных видов необоротных активов за определенную плату, на предусмотренный период. Основными формами лизинга, используемого в современной финансовой практике, являются оперативный, финансовый и возвратный лизинг.

2.4. Страхование. Механизм страхования направлен на финансовую защиту активов предприятия и возмещение возможных его убытков при реализации отдельных финансовых рисков (наступлении страхового события). Различают внутреннее и внешнее страхование финансовых рисков.

2.5. Прочие формы внешней поддержки финансовой деятельности предприятия. К ним можно отнести лицензирование, государственную экспертизу инвестиционных проектов, селенг и т. п.

3. Система финансовых рычагов включает в себя следующие основные формы воздействия на процесс принятия и реализации управленческих решений в области финансовой деятельности: цену, процент, прибыль, амортизационные отчисления, чистый денежный поток, дивиденды, синергизм, пени, штрафы, неустойки, прочие экономические рычаги.

4. Система финансовых методов состоит из следующих основных способов и приемов, с помощью которых обосновываются и контролируются конкретные управленческие решения в различных сферах финансовой деятельности предприятия:

- метод технико-экономических расчетов;
- балансовый метод;
- экономико-статистические методы;
- экономико-математические методы;
- экспертные методы (методы экспертных оценок);
- методы дисконтирования стоимости;
- методы наращения (компаундинга) стоимости;
- методы диверсификации;
- методы амортизации активов;
- методы хеджирования;
- другие финансовые методы.

5. Система финансовых инструментов состоит из следующих контрактных обязательств, обеспечивающих механизм реализации отдельных управленческих решений предприятия и фиксирующих его финансовые отношения с другими экономическими объектами:

- платежные инструменты (платежные поручения, чеки, аккредитивы и т. п.);
- кредитные инструменты (договоры о кредитовании, векселя и т. п.);
- депозитные инструменты (депозитные договоры, депозитные сертификаты и т. п.);

- инструменты инвестирования (акции, инвестиционные сертификаты и т. п.);
- инструменты страхования (страховой договор, страховой полис и т. п.);
- прочие виды финансовых инструментов.

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

Вопросы для самопроверки:

1. Что является предметом финансового менеджмента?
2. Что является объектом финансового менеджмента?
3. Какие основные задачи призван решать финансовый менеджмент?
4. Раскройте содержание функций финансового менеджмента.
5. Что представляет собой механизм финансового менеджмента?

2. МАТЕМАТИЧЕСКИЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

Тезисы. Концепция и математический инструментарий оценки стоимости денег во времени и учета фактора инфляции. Концепция и математический инструментарий учета факторов риска и ликвидности.

2.1. Концепция и математический инструментарий оценки стоимости денег во времени и учета фактора инфляции

При решении большинства задач финансового менеджмента применяются математические методы расчетов. Это, в свою очередь, требует от специалистов знания основ финансовой математики. Уяснению этих основ и посвящена данная тема.

Финансовый менеджмент подразумевает постоянное осуществление различного рода финансово-экономических расчетов, связанных с потоками денежных средств в разные периоды времени. Ключевую роль в этих расчетах играет оценка стоимости денег во времени.

Концепция стоимости денег во времени состоит в том, что стоимость денег с течением времени изменяется с учетом нормы прибыли на финансовом рынке, в качестве которой обычно выступает норма ссудного процента (иначе – процентная ставка).

Концепция стоимости денег во времени играет основополагающую роль в практике финансовых вычислений. Она предопределяет необходимость учета фактора времени в процессе осуществления любых долгосрочных финансовых операций путем оценки и сравнения стоимости денег при начале финансирования со стоимостью денег при их возврате в виде будущей прибыли, амортизационных отчислений, основной суммы долга и т. д.

В процессе сравнения стоимости денежных средств при планировании их потоков в продолжительном периоде времени используются два основных понятия – будущая стоимость денег или их настоящая стоимость.

Будущая стоимость денег представляет собой сумму инвестированных в настоящий момент средств, в которую они превратятся через определенный период времени с учетом определенной ставки процента (процентной ставки). Определение будущей стоимости денег характеризует процесс наращивания (компаундинга) их стоимости, состоящий в присоединении к их первоначальной сумме начисленной суммы процентов.

Настоящая стоимость денег представляет собой сумму будущих денежных средств, приведенную с учетом определенной ставки процента к настоящему периоду времени. Определение настоящей стоимости денег характеризует процесс дисконтирования их стоимости, представляющий собой операцию, обратную наращению и осуществляемую путем изъятия из будущей стоимости соответствующей суммы процентов (дисконтной суммы или «дисконта»).

При проведении финансовых вычислений, связанных с оценкой стоимости денег во времени, процессы наращивания или дисконтирования стоимости могут осуществляться как по простым, так и по сложным процентам.

Простой процент представляет собой сумму дохода, начисляемого к основной сумме денежного капитала в каждом интервале общего периода его использования, по которой дальнейшие ее перерасчеты не осуществляются. Начисление простого процента применяется, как правило, при краткосрочных финансовых операциях.

Сложный процент представляет собой сумму дохода, начисляемого в каждом интервале общего периода его использования, которая не выплачивается, а присоединяется к основной сумме денежного интервала и в последующем платежном интервале сама приносит доход. Начисление сложного процента применяется, как правило, при долгосрочных финансовых операциях (инвестировании, кредитовании и т. п.).

Основным инструментом оценки стоимости денег во времени выступает **процентная ставка (ставка процента)** – удельный показатель, в соответствии с которым в установленные сроки выплачивается сумма процента в расчете на единицу денежного капитала.

Система основных базовых понятий позволяет последовательно рассмотреть математический инструментарий оценки стоимости денег во времени в разрезе наиболее характерных вариантов осуществления такой оценки. Этот математический инструментарий дифференцируется в разрезе следующих видов вычислений.

Математический инструментарий оценки стоимости денег по простым процентам использует наиболее упрощенную систему расчетных алгоритмов.

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

$$I = P \times n \times i, \quad (1)$$

где I – сумма процента за обусловленный период времени в целом, P – первоначальная сумма (стоимость) денежных средств; n – количество интервалов, по которым осуществляется расчет процентных платежей, в общем обусловленном периоде времени, i – используемая процентная ставка, выраженная десятичной дробью.

В этом случае будущая стоимость вклада (S) с учетом начисленной суммы процента определяется по формуле:

$$S = P + I = P \times (1 + ni) \quad (2)$$

Множитель $(1 + ni)$ называется **коэффициентом наращивания** суммы простых процентов. Его значение всегда должно быть больше единицы.

При расчете суммы простого процента в процессе дисконтирования стоимости (т. е. суммы дисконта) используется следующая формула:

$$D = S - S \times I / I + ni, \quad (3)$$

где D – сумма дисконта (рассчитанная по простым процентам) за обусловленный период времени в целом, S – стоимость денежных средств, n – количество интервалов, по которым осуществляется расчет процентных платежей, в общем обусловленном периоде времени, i – используемая дисконтная ставка, выраженная десятичной дробью.

В этом случае настоящая стоимость денежных средств (F) с учетом рассчитанной суммы дисконта определяется по следующей формуле:

$$F = S \times (I / I + ni) \quad (4)$$

Используемый множитель $(I / I + ni)$ называется **коэффициентом дисконтирования**. Его значение всегда должно быть меньше единицы.

Математический инструментарий оценки стоимости денег по сложным процентам использует более обширную и более усложненную систему расчетных алгоритмов.

При расчете будущей суммы вклада (стоимости денежных средств) в процессе его наращивания по сложным процентам используется следующая формула:

$$S_c = P \times (I + i)^n, \quad (5)$$

где S_c – будущая стоимость вклада (денежных средств) при его наращивании по сложным процентам, P – первоначальная сумма вклада, i – используемая процентная ставка, выраженная десятичной дробью, n – количество интервалов, по которым осуществляется каждый процентный платеж, в общем обусловленном периоде времени.

При расчете настоящей стоимости денежных средств в процессе дисконтирования по сложным процентам используется следующая формула:

$$P_c = S / (I + i)^n, \quad (6)$$

где P_c – первоначальная сумма вклада, S – будущая стоимость вклада при его наращивании, обусловленная условиями инвестирования, i – используемая дисконтная ставка, выраженная десятичной дробью, n – количество интервалов, по которым осуществляется каждый процентный платеж, в общем обусловленном периоде времени.

При оценке стоимости денег во времени по сложным процентам необходимо иметь в виду, что на результат оценки оказывает большое влияние не только используемая ставка процента, но и число интервалов выплат в течение одного и того же общего платежного периода. Иногда оказывается более выгодным инвестировать деньги под меньшую ставку процента, но с большим числом интервалов в течение предусмотренного периода платежа.

Коэффициенты наращивания и дисконтирования суммы сложных процентов положены в основу специальных таблиц финансовых вычислений, с помощью которых при заданных размерах ставки процента и количества платежных интервалов можно легко вычислить настоящую или будущую стоимость денежных средств по сложным процентам.

Математический инструментарий оценки стоимости денег при аннуитете связан с использованием наиболее сложных алгоритмов и определением метода начисления процента – предварительным (пренумерандо) или последующим (постнумерандо).

При расчете будущей стоимости аннуитета на условиях предварительных платежей (пренумерандо) используется следующая формула:

$$SA_{pre} = R \times [(1 + i)^n - 1] / i \times (1 + i), \quad (7)$$

где SA_{pre} – будущая стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях предварительных платежей (пренумерандо), R – член аннуитета, характеризующий размер отдельного платежа, i – используемая процентная ставка, выраженная десятичной дробью, n – количество интервалов, по которым осуществляется каждый платеж, в общем обусловленном периоде времени.

При расчете будущей стоимости аннуитета, осуществляемого на условиях последующих платежей (постнумерандо), применяется следующая формула:

$$SA_{post} = R \times [(1 + i)^n - 1] / i, \quad (8)$$

где SA_{post} – будущая стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях последующих платежей (постнумерандо), R – член аннуитета, характеризующий размер отдельного платежа, i – используемая процентная ставка, выраженная десятичной дробью, n – количество интервалов, по которым осуществляется каждый платеж, в общем обусловленном периоде времени.

В процессе расчета аннуитета возможно использование упрощенных формул, основу которых составляет только член аннуитета (размер отдельного платежа) и соответствующий стандартный множитель (коэффициент) его наращивания или дисконтирования.

Использование стандартных коэффициентов наращивания и дисконтирования стоимости существенно ускоряет и облегчает процесс оценки стоимости денег во времени.

В финансовом менеджменте постоянно приходится считаться с **фактором инфляции**, которая с течением времени обесценивает стоимость находящихся в обращении денежных средств.

Стабильность проявления фактора инфляции и его активное воздействие на результаты финансовой деятельности предприятия определяют необходимость постоянного учета влияния этого фактора в процессе финансового менеджмента.

Концепция учета влияния фактора инфляции в управлении различными аспектами финансовой деятельности предприятия заключается в необхо-

димости реального отражения стоимости его активов и денежных потоков, а также в обеспечении возмещения потерь доходов, вызываемых инфляционными процессами, при осуществлении различных финансовых операций.

Для оценки интенсивности инфляционных процессов в стране используются два основных показателя, учитывающих фактор инфляции в финансовых вычислениях – темп и индекс инфляции.

Темп инфляции характеризует показатель, отражающий размер обесценения (снижения покупательной способности) денег в определенном периоде, выраженный приростом среднего уровня цен в процентах к их номиналу на начало периода.

Индекс инфляции характеризует показатель, отражающий общий рост уровня цен в рассматриваемом периоде, определяемый путем суммирования базового их уровня на начало периода (принимаемого за единицу) и темпа инфляции в этом же периоде (выраженного десятичной дробью).

При расчетах, связанных с корректировкой стоимости денег с учетом фактора инфляции, принято использовать два понятия – номинальная и реальная сумма денежных средств.

Номинальная сумма денежных средств отражает оценку размеров денежных активов в соответствующих денежных единицах без учета изменения покупательной стоимости денег в рассматриваемом периоде.

Реальная сумма денежных средств отражает оценку размеров денежных активов с учетом изменения уровня покупательной стоимости денег в рассматриваемом периоде, вызванного инфляцией.

Для расчета этих сумм денежных средств в процессе наращивания или дисконтирования стоимости денег во времени используются соответственно номинальная и реальная ставка процента.

Номинальная процентная ставка характеризует ставку процента, устанавливаемую без учета изменения покупательной способности денег в связи с инфляцией (или общую процентную ставку, в которой не элиминирована ее инфляционная составляющая).

Реальная процентная ставка характеризует ставку процента, устанавливаемую с учетом изменения покупательной стоимости в рассматриваемом периоде в связи с инфляцией.

С учетом рассмотренных базовых понятий формируется конкретный методический инструментарий, позволяющий учесть фактор инфляции в процессе управления финансовой деятельностью предприятия.

Математический инструментарий прогнозирования годового темпа и индекса инфляции основывается на ожидаемых среднемесячных ее темпах. Результаты прогнозирования служат основой последующего учета фактора инфляции в финансовой деятельности предприятия.

При прогнозировании годового темпа инфляции используется следующая формула:

$$\text{ТИ}_Г = (1 + \text{ТИ}_М)^{12} - 1 \quad (9)$$

где $ТИ_{Г}$ – прогнозируемый годовой темп инфляции, выраженный десятичной дробью, $ТИ_{М}$ – ожидаемый среднемесячный темп инфляции в предстоящем периоде, выраженный десятичной дробью.

По указанной формуле может быть рассчитан не только прогнозируемый годовой темп инфляции, но и значение этого показателя на конец любого месяца предстоящего года.

При прогнозировании годового индекса инфляции используются следующие формулы:

$$ИИ_{Г} = 1 + ТИ_{Г} \text{ или } ИИ_{Г} = (1 + ТИ_{М})^{12} \quad (10)$$

где $ИИ_{Г}$ – прогнозируемый годовой индекс инфляции, выраженный десятичной дробью, $ТИ_{Г}$ – прогнозируемый годовой темп инфляции, выраженный десятичной дробью (рассчитанный по ранее приведенной формуле), $ТИ_{М}$ – ожидаемый среднемесячный темп инфляции, выраженный десятичной дробью.

Математический инструментарий формирования реальной процентной ставки с учетом фактора инфляции основывается на прогнозируемом номинальном ее уровне на финансовом рынке (результаты такого прогноза отражены обычно в ценах фьючерсных и опционных контрактов, заключаемых на фондовой бирже) и результатах прогноза годовых темпов инфляции. В основе расчета реальной процентной ставки с учетом фактора инфляции лежит **Модель Фишера**, которая имеет следующий вид:

$$1 + I_p = (1 - I_n) / (1 + ТИ) \quad (11)$$

где I_p – реальная процентная ставка (фактическая или прогнозируемая в определенном периоде), выраженная десятичной дробью, I_n – номинальная процентная ставка (фактическая или прогнозируемая в определенном периоде), выраженная десятичной дробью, $ТИ$ – темп инфляции (фактический или прогнозируемый в определенном периоде), выраженный десятичной дробью.

Следует отметить, что прогнозирование темпов инфляции представляет собой довольно сложный и трудоемкий вероятностный процесс, в значительной степени подверженный влиянию субъективных факторов. Поэтому в практике финансового менеджмента может быть использован более простой способ учета фактора инфляции. В этих целях стоимость денежных средств при их последующем наращении или размер необходимого дохода при последующем его дисконтировании пересчитывается заранее из национальной валюты в одну из «сильных» (т. е. в наименьшей степени подверженных инфляции) свободно конвертируемых валют по курсу на момент проведения расчетов. Процесс наращивания или дисконтирования стоимости осуществляется затем по реальной процентной ставке (минимальной реальной норме прибыли на капитал). Такой способ оценки настоящей или будущей стоимости необходимого дохода позволяет вообще исключить из ее расчетов фактор инфляции внутри страны.

2.2. Концепция и математический инструментарий учета факторов риска и ликвидности

Наряду с временным изменением стоимости денег, на решения в области финансового менеджмента оказывают влияние и два других фактора: риска и ликвидности.

Так, финансовый риск оказывает серьезное влияние на многие аспекты хозяйственной деятельности предприятия, однако наиболее значимое его влияние проявляется в двух направлениях:

1) уровень риска оказывает определяющее воздействие на формирование уровня доходности финансовых операций предприятия – эти два показателя находятся в тесной взаимосвязи и представляют собой единую систему «доходность – риск»;

2) финансовый риск является основной формой генерирования прямой угрозы банкротства предприятия, так как финансовые потери, связанные с этим риском, являются наиболее ощутимыми.

Учет фактора риска в процессе управления финансовой деятельностью предприятия сопровождается подготовкой практически всех управленческих решений.

Концепция учета фактора риска состоит в объективной оценке его уровня с целью обеспечения формирования необходимого уровня доходности финансовых операций и разработки системы мероприятий, минимизирующих его негативные финансовые последствия для хозяйственной деятельности предприятия.

Для начала нам необходимо разобраться в содержании категории «финансовый риск». Наиболее часто в литературе встречается следующее: **финансовый риск** – совокупность специфических видов риска, генерируемых неопределенностью внутренних и внешних условий осуществления финансовой деятельности предприятия.

Существует две основные формы финансового риска: индивидуальный и портфельный.

Индивидуальный финансовый риск – риск, присущий отдельным финансовым операциям предприятия, или отдельным финансовым инструментам, используемым им в процессе хозяйственной деятельности.

Портфельный финансовый риск – общий риск, присущий сформированной совокупности финансовых инструментов, связанных с осуществлением определенных видов финансовых операций.

Математический инструментарий оценки уровня финансового риска является наиболее обширным, так как включает в себя разнообразные экономико-статистические, экспертные, аналоговые методы осуществления такой оценки. Выбор конкретных методов оценки определяется наличием необходимой информационной базы и уровнем квалификации менеджеров.

Экономико-статистические методы составляют основу проведения оценки уровня финансового риска. К числу основных расчетных показателей такой оценки относятся:

1. Уровень финансового риска. Он характеризует общий алгоритм оценки этого уровня, представленный следующей формулой:

$$УР = ВР \times РП, \quad (12)$$

где УР – уровень соответствующего финансового риска, ВР – вероятность возникновения данного финансового риска, РП – размер возможных финансовых потерь при реализации данного риска.

В практике использования этого алгоритма размер возможных финансовых потерь выражается обычно абсолютной суммой, а вероятность возникновения финансового риска – одним из коэффициентов измерения этой вероятности (коэффициентом вариации, бета-коэффициентом и др.).

2. Дисперсия. Она характеризует степень колеблемости изучаемого показателя (в данном случае – ожидаемого дохода от осуществления финансовой операции) по отношению к его средней величине. Расчет дисперсии осуществляется по следующей формуле:

$$\sigma^2 = \sum (R_i - R_{\text{ср.}})^2 \times P_i, \quad (13)$$

где σ^2 – дисперсия, R_i – конкретное значение возможных вариантов ожидаемого дохода по рассматриваемой финансовой операции, $R_{\text{ср.}}$ – среднее ожидаемое значение дохода по рассматриваемой финансовой операции, P_i – возможная частота (вероятность) получения отдельных вариантов ожидаемого дохода по финансовой операции, Σ – среднеквадратическое (стандартное) отклонение.

в) коэффициент вариации. Он позволяет определить уровень риска, если показатели среднего ожидаемого дохода от осуществления финансовых операций различаются между собой. Расчет коэффициента вариации осуществляется по следующей формуле:

$$CV = \sigma / R_{\text{ср.}}, \quad (14)$$

где CV – коэффициент вариации, $R_{\text{ср.}}$ – среднее ожидаемое значение дохода по рассматриваемой финансовой операции.

Экспертные методы оценки уровня финансового риска применяются в том случае, если на предприятии отсутствуют необходимые информативные данные для осуществления расчетов экономико-статистическими методами. Эти методы базируются на опросе квалифицированных специалистов (страховых, финансовых, инвестиционных менеджеров соответствующих специализированных организаций) с последующей математической обработкой результатов этого опроса.

В целях получения более развернутой характеристики уровня риска по рассматриваемой операции опрос следует ориентировать на отдельные виды

финансовых рисков, идентифицированные по данной операции (процентный, валютный, инвестиционный и т. п.).

В процессе экспертной оценки каждому эксперту предлагается оценить уровень возможного риска, основываясь на определенной балльной шкале, например (табл. 2.1).

Таблица 2.1

Степень риска	Балл
риск отсутствует	0
риск незначительный	10
риск ниже среднего уровня	30
риск среднего уровня	50
риск выше среднего уровня	70
риск высокий	90
риск очень высокий	100

Аналоговые методы оценки уровня финансового риска позволяют определить уровень рисков по отдельным наиболее массовым финансовым операциям предприятия. При этом для сравнения может быть использован как собственный, так и внешний опыт осуществления таких финансовых операций.

Математический инструментарий формирования необходимого уровня доходности финансовых операций с учетом фактора риска позволяет обеспечить четкую количественную пропорциональность этих двух показателей в процессе управления финансовой деятельностью предприятия.

При определении необходимого уровня премии за риск используется следующая формула:

$$RP_n = (R_{n\text{ ср.}} - A_n) \times \beta, \quad (15)$$

где RP_n – уровень премии за риск по конкретному финансовому (фондовому) инструменту, $R_{n\text{ ср.}}$ – средняя норма доходности на финансовом рынке, A_n – безрисковая норма доходности на финансовом рынке, β – бета-коэффициент, характеризующий уровень систематического риска по конкретному финансовому (фондовому) инструменту.

При определении необходимой суммы премии за риск используется следующая формула:

$$RP_S = SI \times RP_n, \quad (16)$$

где RP_S – сумма премии за риск по конкретному финансовому (фондовому) инструменту в настоящей стоимости, SI – стоимость (котируемая цена) конкретного финансового (фондового) инструмента, RP_n – уровень премии за риск по конкретному финансовому (фондовому) инструменту, выраженный десятичной дробью.

При определении общего уровня доходности финансовых операций с учетом фактора риска используется следующая формула:

$$RD_n = A_n + RP_n, \quad (17)$$

где RD_n – общий уровень доходности по конкретному финансовому (фондовому) инструменту с учетом фактора риска, A_n – безрисковая норма доходности на финансовом рынке, RP_n – уровень премии за риск по конкретному финансовому (фондовому) инструменту.

Изложенный выше методический инструментарий формирования необходимого уровня доходности финансовых операций с учетом фактора риска построен на **ценовой модели капитальных активов**, разработанной Г. Марковицем и У. Шарпом (за разработку этой модели они были удостоены в 1990 г. Нобелевской премии).

Финансовый менеджмент тесно связан с категорией ликвидности, которая применительно к теории управления финансовой деятельностью имеет ряд аспектов. В экономической литературе по проблеме финансового менеджмента выделяют обычно понятия **ликвидности предприятия** (возможность его быстрой реализации при банкротстве или самоликвидации), **ликвидности активов** (обеспечивающую текущую платежеспособность предприятия) и **ликвидности намечаемых объектов инвестирования** (обеспечивающую потенциальную возможность быстрого реинвестирования капитала при изменившейся конъюнктуре финансового рынка).

Ликвидность объектов инвестирования оказывает существенное влияние на уровень доходности соответствующих финансовых операций. Чем ниже ликвидность отдельных объектов (инструментов) инвестирования, тем соответственно выше должен быть необходимый уровень доходности по ним, обеспечивающий возмещение финансовых потерь, связанных с предстоящей высокой продолжительностью их реализации при реинвестировании капитала. Взаимосвязь этих показателей носит обратный характер и формирует шкалу «доходность – ликвидность», определяющую количественные пропорции их уровней в процессе осуществления финансовых операций, связанных с инвестированием капитала. Таким образом, фактор ликвидности является объективным фактором, обуславливающим выбор управленческих решений по формированию уровня доходности соответствующих финансовых операций.

Концепция учета фактора ликвидности состоит в объективной оценке ее уровня по намечаемым объектам инвестирования с целью обеспечения необходимого уровня доходности по ним, возмещающего возможное замедление денежного оборота при реинвестировании капитала.

Математический инструментарий учета фактора ликвидности позволяет решать основной круг задач, определяемых при подготовке соответствующих инвестиционных решений.

Математический инструментарий оценки уровня ликвидности инвестиций обеспечивает осуществление такой оценки в абсолютных и относительных показателях.

Основным абсолютным показателем оценки ликвидности является общий период возможной реализации соответствующего объекта (инструмента) инвестирования. Он рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{ОП}_л = \text{ПК}_в - \text{ПК}_а , \quad (18)$$

где $\text{ОП}_л$ – общий период ликвидности конкретного объекта (инструмента) инвестирования, в днях, $\text{ПК}_в$ – возможный период конверсии конкретного объекта (инструмента) инвестирования в денежные средства, в днях, $\text{ПК}_а$ – технический период конверсии инвестиций с абсолютной ликвидностью в денежные средства, принимаемый обычно за 7 дней.

Основным относительным показателем оценки уровня ликвидности инвестиций является коэффициент их ликвидности, определяемый по формуле:

$$\text{КЛ}_и = \text{ПК}_а / \text{ПК}_в , \quad (19)$$

где $\text{КЛ}_и$ – коэффициент ликвидности инвестиций, $\text{ПК}_а$ – технический период конверсии инвестиций с абсолютной ликвидностью в денежные средства, принимаемый обычно за 7 дней, $\text{ПК}_в$ – возможный период конверсии конкретного объекта (инструмента) инвестирования в денежные средства, в днях.

Математический инструментарий формирования необходимого уровня доходности инвестиционных операций с учетом фактора ликвидности основан на взаимозависимости этих показателей, определяющих шкалу «доходность – ликвидность».

Определение необходимого уровня премии за ликвидность осуществляется по следующей формуле:

$$\text{ПЛ} = (\text{ОП}_л \times \text{Д}_н) / 360, \quad (20)$$

где ПЛ – необходимый уровень премии за ликвидность, в процентах, $\text{ОП}_л$ – общий период ликвидности конкретного объекта инвестирования, в днях, $\text{Д}_н$ – средняя годовая норма доходности по инвестиционным объектам (инструментам) с абсолютной ликвидностью, в процентах.

Определение необходимого общего уровня доходности с учетом фактора ликвидности осуществляется по следующей формуле:

$$\text{ДЛ}_н = \text{Д}_н + \text{ПЛ}, \quad (21)$$

где $\text{ДЛ}_н$ – необходимый общий уровень доходности с учетом фактора ликвидности, в процентах, $\text{Д}_н$ – средняя годовая норма доходности по инвестиционным объектам (инструментам) с абсолютной ликвидностью, в процентах, ПЛ – необходимый уровень премии за ликвидность, в процентах.

Выше был рассмотрен универсальный математический инструментарий вычислений, наиболее широко используемый в современной практике финан-

сового менеджмента. Математический инструментарий расчетов отдельных специальных показателей будет рассматриваться в последующих лекциях.

Вопросы для самопроверки:

1. Сущность концепции денег во времени.
2. Сложность как характеристика процента.
3. В чем заключается настоящая и будущая стоимость денег?
4. Как вы понимаете наращение и дисконтирование стоимости? Приведите формулы расчета.
5. В чем суть дискретного и непрерывного денежного потока?
6. Какова роль фактора инфляции в финансовом менеджменте?
7. Охарактеризуйте номинальную и реальную стоимость денежных средств.

3. БАЗОВЫЕ ПАРАМЕТРЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

Тезисы. Информационная база финансового менеджмента. Правила финансирования.

3.1. Информационная база финансового менеджмента

Эффективность каждой управляющей системы в значительной мере зависит от ее информационного обеспечения. В условиях перехода к рыночной экономике известная формула «время – деньги» дополняется аналогичной формулой: «информация – деньги». Применительно к финансовому менеджменту она приобретает прямое значение, так как от качества используемой информации при принятии управленческих решений в значительной степени зависят объем затрат финансовых ресурсов, уровень прибыли, рыночная стоимость предприятия, альтернативность выбора инвестиционных проектов и финансовых инструментов инвестирования и другие показатели, формирующие уровень благосостояния собственников предприятия и темпы его экономического развития.

Информационная система финансового менеджмента представляет собой функциональный комплекс, обеспечивающий процесс непрерывного целенаправленного подбора соответствующих информативных показателей, необходимых для осуществления анализа, планирования и подготовки эффективных оперативных управленческих решений по всем аспектам финансовой деятельности предприятия.

Информационная система финансового менеджмента призвана обеспечивать необходимой информацией не только управленческий персонал и собственников самого предприятия, но и удовлетворять интересы широкого круга внешних ее пользователей.

Внешние пользователи используют лишь ту часть информации, которая характеризует результаты финансовой деятельности предприятия и его финансовое состояние. Подавляющая часть этой информации содержится в официальной финансовой отчетности, представляемой предприятием.

Внутренние пользователи, наряду с вышеперечисленной, используют значительный объем информации о финансовой деятельности предприятия, представляющей коммерческую тайну. Кроме того, внутренние пользователи используют значительный круг финансовых показателей, формируемых из внешних источников, которые также входят в информационную систему финансового менеджмента.

К информации, включаемой в систему финансового менеджмента, предъявляются следующие основные требования:

1. Значимость, которая определяет, насколько привлекаемая информация влияет на результаты принимаемых финансовых решений, в первую очередь, в процессе формирования финансовой стратегии предприятия, разработки целенаправленной политики по отдельным аспектам финансовой деятельности, подготовки текущих и оперативных финансовых планов.

2. Полнота, которая характеризует завершенность круга информативных показателей, необходимых для проведения анализа, планирования и принятия оперативных управленческих решений по всем аспектам финансовой деятельности предприятия.

3. Достоверность, которая определяет, насколько формируемая информация адекватно отражает реальное состояние и результаты финансовой деятельности, правдиво характеризует внешнюю финансовую среду, нейтральна по отношению ко всем категориям потенциальных пользователей и проверяема.

4. Своевременность, которая характеризует соответствие формируемой информации потребности в ней по периоду ее использования. Отдельные виды информативных показателей, используемых в финансовом менеджменте, «живут» в его информационной системе в неизменном количественном выражении лишь один день, (например, курс иностранных валют, курс отдельных фондовых и денежных инструментов на финансовом рынке), другие – месяц, квартал и т.п.

5. Понятность, которая определяется простотой ее построения, соответствием определенным стандартам представления и доступностью понимания (адекватности ее толкования) теми категориями пользователей, для которых она предназначена.

6. Релевантность (или избирательность), определяющая достаточно высокую степень используемости формируемой информации в процессе управления финансовой деятельностью предприятия. Информационное переполнение системы финансового менеджмента усложняет процесс отбора необходимых информативных данных для подготовки конкретных управленческих решений, приводит к формированию малосущественных альтернативных проектов этих решений, удорожает процесс информационного обеспечения управления финансовой деятельностью предприятия.

7. Сопоставимость, которая определяет возможность сравнительной оценки стоимости отдельных активов и результатов финансовой деятельности предприятия во времени, возможность проведения сравнительного финансового анализа предприятия с аналогичными хозяйствующими субъектами и т. п.

8. Эффективность, которая, применительно к формированию информационной системы финансового менеджмента, означает, что затраты по привлечению определенных информативных показателей не должны превышать эффект, получаемый в результате их использования при подготовке и реализации соответствующих управленческих решений.

Содержание системы информационного обеспечения финансового менеджмента, ее широта и глубина определяются отраслевыми особенностями деятельности предприятий, их организационно-правовой формой функционирования, объемом и степенью диверсификации финансовой деятельности, и рядом других условий. Конкретные показатели этой системы формируются за счет как внешних (находящихся вне предприятия), так и внутренних источников информации.

Система показателей информационного обеспечения финансового менеджмента, формируемых из **внешних источников**, делится на четыре основные группы.

Показатели, характеризующие общеэкономическое развитие страны.

Система информативных показателей этой группы служит основой проведения анализа и прогнозирования условий внешней финансовой среды функционирования предприятия при принятии стратегических решений в области финансовой деятельности (стратегии развития его активов и капитала, осуществления инвестиционной деятельности, формирования системы перспективных целевых показателей финансового менеджмента). Формирование системы показателей этой группы основывается на публикуемых данных государственной статистики.

Показатели, входящие в состав первой группы, подразделяются на два блока.

В первом блоке – «Показатели макроэкономического развития» – содержатся следующие основные информативные показатели, используемые в процессе управления финансами предприятия:

- а) темп роста внутреннего валового продукта и национального дохода;
- б) объем эмиссии денег в рассматриваемом периоде;
- в) денежные доходы населения;
- г) вклады населения в банках;
- д) индекс инфляции;
- е) учетная ставка центрального банка.

Во втором блоке – «Показатели отраслевого развития» – содержатся следующие основные информативные показатели по отрасли, к которой принадлежит предприятие:

- а) объем произведенной (реализованной) продукции, его динамика;
- б) общая стоимость активов предприятий, в том числе оборотных;
- в) сумма собственного капитала предприятий;
- г) сумма валовой прибыли предприятий, в том числе по основной (операционной) деятельности;
- д) ставка налогообложения прибыли по основной деятельности;
- е) ставки налога на добавленную стоимость и акцизного сбора на продукцию, выпускаемую предприятиями отрасли;
- ж) индекс цен на продукцию отрасли в рассматриваемом периоде.

Показатели, характеризующие конъюнктуру финансового рынка.

Система информативных показателей этой группы служит для принятия управленческих решений в области формирования портфеля долгосрочных финансовых инвестиций, осуществления краткосрочных финансовых инвестиций, привлечения кредитов, валютных операций и некоторых других аспектов финансового менеджмента. Формирование системы показателей этой группы основывается на публикациях периодических коммерческих изданий, фондовой и валютной биржи, а также на соответствующих электронных источниках информации.

Показатели, входящие в состав второй группы, подразделяются на три блока.

В первом блоке – «Показатели, характеризующие конъюнктуру отдельных сегментов фондового рынка» – содержатся следующие основные информативные данные:

- а) виды основных фондовых инструментов (акций, облигаций, деривативов и т. п.), обращающихся на биржевом и внебиржевом фондовом рынке;
- б) котируемые цены предложения и спроса основных видов фондовых инструментов;
- в) объемы и цены сделок по основным видам фондовых инструментов;
- г) сводный индекс динамики цен на фондовом рынке.

Во втором блоке – «Показатели, характеризующие конъюнктуру отдельных сегментов кредитного рынка» – содержатся следующие основные информативные данные:

- а) кредитная ставка отдельных коммерческих банков, дифференцированная по срокам предоставления финансового кредита;
- б) лизинговая ставка по видам лизингуемых активов;
- в) депозитная ставка отдельных коммерческих банков, дифференцированная по вкладам до востребования и срочным вкладам.

В третьем блоке – «Показатели, характеризующие конъюнктуру отдельных сегментов валютного рынка» – содержатся следующие информативные показатели:

- а) официальный курс отдельных валют, которыми оперирует предприятие в процессе внешнеэкономической деятельности;
- б) курс покупки и продажи аналогичных видов валют, установленный коммерческими банками.

Показатели, характеризующие деятельность контрагентов и конкурентов. Система информативных показателей этой группы используется в основном для принятия оперативных управленческих решений по отдельным аспектам формирования и использования финансовых ресурсов. Эти показатели формируются обычно в разрезе следующих блоков: «Банки», «Лизинговые компании», «Страховые компании», «Инвестиционные компании и фонды», «Поставщики продукции», «Покупатели продукции», «Конкуренты». Источником формирования показателей этой группы служат публикации отчетных материалов в прессе (по отдельным видам хозяйствующих субъектов такие публикации являются обязательными), соответствующие рейтинги с основными результативными показателями деятельности (по банкам, страховым компаниям), а также платные бизнес-справки, предоставляемые отдельными информационными компаниями (получение такой информации должно осуществляться только легальными способами).

Нормативно-регулирующие показатели. Система этих показателей учитывается в процессе подготовки финансовых решений, связанных с особенностями государственного регулирования финансовой деятельности предприятий. Эти показатели формируются, как правило, в разрезе двух блоков: «Нор-

мативно-регулирующие показатели по различным аспектам финансовой деятельности предприятия» и «Нормативно-регулирующие показатели по вопросам функционирования отдельных сегментов финансового рынка». Источником формирования показателей этой группы являются нормативно-правовые акты, принимаемые различными органами государственного управления.

Система показателей информационного обеспечения финансового менеджмента, формируемых из **внутренних источников**, делится на три группы.

Показатели финансовой отчетности предприятия. Система информативных показателей этой группы широко используется как внешними, так и внутренними пользователями. Она применяется в процессе финансового анализа, планирования, разработки финансовой стратегии и политики по основным аспектам финансовой деятельности, дает наиболее агрегированное представление о результатах финансовой деятельности предприятия.

Преимуществом показателей этой группы являются унифицированность, четкая регулярность формирования (в установленные нормативные сроки), высокая степень надежности.

В то же время информационная база, формируемая на основе финансового учета, имеет и определенные недостатки, основными из которых являются отражение информативных показателей лишь по предприятию в целом, низкая периодичность разработки (как правило, один раз в квартал, а отдельные формы отчетности – только один раз в год), использование только стоимостных показателей.

Показатели, входящие в состав этой группы, подразделяются на три основных блока.

В первом блоке содержатся показатели, отражаемые в «Балансе предприятия». Этот баланс содержит два основных раздела – «Актив» и «Пассив».

В составе «Актива» отражаются показатели следующих трех разделов:

1) «Внеоборотные активы»; 2) «Оборотные активы»; 3) «Затраты будущих периодов».

В составе «Пассива» отражаются показатели следующих пяти разделов:

1) «Собственный капитал»; 2) «Обеспечение предстоящих затрат и платежей»; 3) «Долгосрочные обязательства»; 4) «Текущие обязательства»; 5) «Доходы будущих периодов».

Во втором блоке содержатся показатели, отражаемые в «Отчете о финансовых результатах» предприятия. Этот отчет включает показатели по следующим трем разделам: 1) «Финансовые результаты»; 2) «Элементы операционных затрат»; 3) «Расчет показателей прибыльности акций».

В третьем блоке содержатся показатели, отражаемые в «Отчете о движении денежных средств» предприятия. Этот отчет построен в разрезе следующих разделов: 1) «Движение средств в результате операционной деятельности»; 2) «Движение средств в результате инвестиционной деятельности»; 3) «Движение средств в результате финансовой деятельности».

Показатели управленческого учета предприятия. Система этой группы показателей используется для текущего и оперативного управления практи-

чески всеми аспектами финансовой деятельности предприятия, а в наибольшей степени – в процессе финансового обеспечения операционной его деятельности.

По сравнению с финансовым учетом управленческий обладает следующими основными преимуществами:

1) он отражает не только стоимостные, но и натуральные значения показателей (а следовательно – и тенденции изменения цен на сырье, готовую продукцию и т. п.);

2) периодичность представления результатов управленческого учета полностью соответствует потребности в информации для принятия оперативных управленческих решений (при необходимости информация может представляться даже ежедневно);

3) этот учет может быть структурирован в любом разрезе – по центрам ответственности, видам финансовой деятельности и т. п. (при одновременном агрегировании показателей в целом по предприятию);

4) он может отражать отдельные активы с учетом темпов инфляции, стоимости денег во времени и т. п.

Результаты этого учета являются коммерческой тайной предприятия и не должны предоставляться внешним пользователям.

Группы показателей формируются в процессе управленческого учета обычно по следующим блокам:

1) по сферам финансовой деятельности предприятия;

2) по регионам деятельности (если для предприятия характерна региональная диверсификация финансовой деятельности);

3) по центрам ответственности (созданным на предприятии центрам затрат, дохода, прибыли и инвестиций).

Управленческий учет строится индивидуально на каждом предприятии и должен быть в первую очередь подчинен задачам информативного обеспечения процесса оперативного управления финансовой деятельностью.

Нормативно-плановые показатели, связанные с финансовым развитием предприятия. Эти показатели используются в процессе текущего и оперативного контроля за ходом осуществления финансовой деятельности. Они формируются непосредственно на предприятии по следующим двум блокам:

1) система внутренних нормативов, регулирующих финансовое развитие предприятия. В эту систему включаются нормативы отдельных видов активов предприятия, нормативы соотношения отдельных видов активов и структуры капитала, нормы удельного расхода финансовых ресурсов и затрат и т. п.;

2) система плановых показателей финансового развития предприятия.

В состав показателей этого блока включается вся совокупность показателей текущих и оперативных финансовых планов всех видов.

Построение информационной системы финансового менеджмента неразрывно связано с внедрением на предприятиях автоматизированных информационных технологий управления финансовой деятельностью. Применение таких технологий предполагает использование разнообразного программного

обеспечения, современных средств вычислительной техники и связи, максимальное приближение терминальных устройств по накоплению, хранению и переработке информации к рабочим местам финансовых менеджеров.

3.2. Правила финансирования

При реализации принципов финансового менеджмента и принятии управленческих решений важную роль играет соблюдение правил финансирования. Это необходимо для правильного расчета аналитических показателей.

Исходными данными для расчетов аналитических финансовых показателей служат баланс предприятия и отчет о прибыли и убытках, предварительно реформированные.

Реформирование баланса состоит в выделении из состава активов производственных и прочих инвестиций.

Производственные активы служат для получения прибыли от основной деятельности. Прочие инвестиции – для извлечения доходов от финансовых операций, сдачи имущества в аренду и т. д.

К основным производственным активам относят: нематериальные активы, основные средства, незавершенное строительство.

Оборотные производственные активы – это запасы с НДС, дебиторская задолженность и денежные средства.

В позицию «Прочие инвестиции» переходят остальные строки исходного баланса.

Обязательства в «Пассиве» разделяются на финансовые (по которым платят проценты) и коммерческие (проценты не платятся).

Реформация баланса предприятия дает возможность составить несколько аналитических уравнений:

Чистые производственные активы (ЧПА) = основные производственные активы + оборотные производственные активы – коммерческая задолженность.

Чистый оборотный капитал (ЧОК) = оборотные производственные активы – коммерческая задолженность.

Чистые активы (ЧА) = ЧПА + прочие инвестиции.

Вложенный капитал = собственный капитал + финансовая задолженность.

В любом случае при реформировании баланса должно соблюдаться равенство: **чистые активы = вложенному капиталу.**

Все доходы и расходы предприятия в отчете о финансовых результатах также сгруппированы и анализируются по отдельным сферам, таким как: результаты и затраты от реализации, доходы и расходы от прочей деятельности, прочие операционные доходы и расходы.

Такое преобразование исходных балансов и отчетов необходимо для анализа эффективности при помощи расчета следующих основных показателей рентабельности: рентабельность продаж ROS, рентабельность основной дея-

тельности ROI, рентабельность капитала или активов ROA, рентабельность собственного капитала ROE.

Рассматривая правила финансирования, отметим, что с финансовой точки зрения создание и развитие предприятия – это совокупность взаимосвязанных процессов финансирования и инвестиций. Между этими двумя процессами есть особое различие. Так, финансирование – это привлечение финансовых средств, а инвестиции – использование, связывание капитала в производстве, приобретение предметов имущества. Инвестиции означают увеличение капитала в экономической системе и вместе с тем извлечение капитала из оборота.

Рассмотрим **классификацию инвестиций и источников финансирования**:

1. Вещные, или реальные, инвестиции:

а) материальные – основные фонды, оборотные средства;

б) нематериальные – исследования, разработки, реклама.

2. Финансовые, или номинальные, инвестиции:

а) основные финансовые средства – долгосрочные финансовые вложения, участия;

б) оборотные финансовые средства – краткосрочные требования.

В теории и практике финансового менеджмента активно применяются различные виды финансирования. Среди основных необходимо отметить следующие:

1. Собственное финансирование. Такой вид финансирования предполагает наличие как минимум двух источников:

а) уставный капитал предприятия;

б) накопление прибыли, резервные фонды.

2. Финансирование за счет средств, полученных при высвобождении капитала (изменении структуры имущества). Данный вид финансирования осуществляется из следующих источников:

а) амортизационные отчисления;

б) цессии, факторинг, форфейтинг;

в) добавочный капитал.

3. Финансирование со стороны. Такое финансирование может проводиться из:

а) резервов фондов специального назначения;

б) за счет кредитов, ссуд, займов.

Осуществляя управление финансированием в рамках финансового менеджмента, необходимо соблюдать **основное правило финансирования**, которое заключается в следующем – долговременно находящиеся в распоряжении предприятия предметы имущества должны финансироваться из долгосрочных источников финансирования (горизонтальная структура баланса), т.е. из собственного капитала и из собственного и долгосрочного заемного капитала.

Большое значение при финансировании предприятия должно уделяться требованию к вертикальной структуре капитала: **собственный капитал, собственные источники финансирования должны превышать заемные.**

Эти правила легко контролируются на любом предприятии сопоставлением соответствующих позиций активов и пассивов или расчетом специальных аналитических коэффициентов, которые разделены на две группы.

Сопоставление показателей горизонтальной структуры баланса:

а) $СК > ВНА$;

б) $(СК + ЗКД) > (ВНА + ПЗ)$,

где СК – собственный капитал, ВНА – внеоборотные активы, ЗКД – заемный капитал долгосрочный, ПЗ – производственные запасы.

Норматив коэффициентов покрытия:

а) $СК / ВНА > 1$;

б) $(СК + ЗКД) / (ВНА + ПЗ) > 1$.

Вертикальная структура капитала:

а) уровень собственного капитала – $СК / (ЗККр + ЗКД) > 1$;

б) коэффициент автономии – $СК / \text{Баланс}$ (по норме $> 0,5$).

О соблюдении правил финансирования свидетельствуют также коэффициенты ликвидности, в основе расчета которых лежит сопоставление позиций текущих активов и текущих пассивов:

а) коэффициенты текущей ликвидности – $ОА / ЗККр$;

Б) коэффициенты промежуточной ликвидности – $(ОА - ПЗ) / ЗККр$;

В) коэффициенты абсолютной ликвидности – $(ДС + ФВ) / ЗККр$.

Расчеты указанных коэффициентов и соотношение их с нормативными значениями дает основание специалистам делать выводы об эффективности работы по организации финансирования предприятия.

Вопросы для самопроверки:

1. Перечислите основные формы финансовой отчетности.
2. Что такое баланс предприятия и для чего он составляется?
3. Каково предназначение отчета о прибылях и убытках?
4. Каковы принципы составления финансовой отчетности?
5. В чем заключается реформирование баланса?
6. Что относится к основным производственным активам?
7. Приведите уравнение реформированного баланса.
8. Каковы требования, предъявляемые к информации для финансового менеджмента?
9. Перечислите основные виды финансирования.
10. В чем заключается «золотое правило финансирования»?

4. ТЕОРИИ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

Тезисы. Теории идеальных рынков капитала и структуры капитала. Теория портфельного анализа и эффективность рынка. Теория агентских отношений.

4.1. Теории идеальных рынков капитала и структуры капитала

Очевидно, что для уяснения теоретических основ финансового менеджмента мы не сможем обойти вниманием содержание его основных концепций. Однако для начала рассмотрим – с чего началась эта наука.

Принято считать, что начало финансовому менеджменту как науке было положено работами Г. Марковица в области современной теории портфеля в середине XX в., где была изложена методология принятия решений в области инвестирования в финансовые активы. Впоследствии идея была развита и переведена в более практическое русло учеником Марковица У. Шарпом.

В 60-х гг. при участии Дж. Линтнера и Я. Мойссина была разработана модель оценки доходности финансовых активов, учитывающая фактор риска, что положило начало теории арбитражного ценообразования. С конца 50-х гг. активно исследуется взаимосвязь цены финансовых активов и информации, циркулирующей на рынке капитала. В 50-х гг. проводятся активные исследования по теории структуры капитала и цены источников финансирования. Основной вклад в эту область финансового менеджмента внесли Ф. Модильяни и М. Миллер.

Так, теория портфеля и теория структуры капитала составили основу современной теории финансов и дали ей возможность стать самостоятельным направлением в прикладной микроэкономике. В дальнейшем на основе современной теории финансов, аналитического аппарата бухгалтерского учета и теории управления, сформировалась прикладная дисциплина – финансовый менеджмент.

Как видно из сказанного, в основе становления финансового менеджмента находились базовые положения ряда теоретических концепций, о которых и пойдет дальше речь.

Концепция идеальных рынков капитала.

Часто теории финансов начинаются с некой идеи о том, как должны вести себя люди или фирмы, а затем уже разрабатывается формализованная теория, конкретизирующая это поведение. Такая теория неизменно оказывается верной лишь при наличии определенного набора исходных условий. Одной из ключевых предпосылок, лежащих в основе многих теорий финансов, является понятие идеальных, или совершенных, рынков капитала (*perfect, or frictionless, capital markets*).

Хотя существуют незначительные различия между определениями идеального рынка капитала, приводимыми в различных теориях, большая часть определений включает в себя следующие условия:

- 1) полное отсутствие транзакционных затрат;
- 2) отсутствие каких-либо налогов;
- 3) наличие большого числа покупателей и продавцов, вследствие чего действия отдельного продавца или покупателя не влияют на цену соответствующей ценной бумаги;
- 4) равный доступ на рынок для юридических и физических лиц;
- 5) отсутствие затрат на информационное обеспечение, что предполагает равнодоступность информации;
- 6) одинаковые (однородные) ожидания у всех действующих лиц;
- 7) отсутствие затрат, связанных с финансовыми затруднениями.

Очевидно, что большинство из этих условий в реальном мире не соблюдается – существуют налоги и брокерские затраты, физические лица часто не имеют такого доступа на рынок, каким располагают корпорации, менеджеры зачастую лучше осведомлены о перспективах своих фирм, чем посторонние инвесторы, и т. д. Тем не менее судить о теории следует не столько по реальности ее исходных предпосылок, сколько по ее соответствию происходящему в действительности. Если теория кажется разумной и объясняет события, ее обычно признают и пользуются ею до появления лучшей – независимо от реалистичности ее исходных предпосылок. Часто действительность достаточно близка к ситуации, предполагаемой исходными условиями теории, и эти допущения не ограничивают способность теории объяснять явления окружающего мира. Например, в рамках действующей налоговой системы функционирует достаточное число освобожденных от налогов институтов, имеющих сильные позиции на рынке. Результаты в этом случае совпадут с теми, что были предсказаны теорией, исходившей из отсутствия налогообложения. Кроме того, хотя многие теории строятся на основе весьма жесткого набора условий, часто бывает возможным «смягчать» эти условия одно за другим и таким образом определять влияние каждого из условий на конечные результаты. Такой анализ может оказаться весьма полезным при выработке финансовых решений.

Теория структуры капитала Модильяни и Миллера.

Одним из основных вопросов, с которыми сталкиваются финансовые менеджеры, является следующий: каким образом фирма должна сформировать необходимый ей капитал? Следует ли ей прибегать к заемным средствам или достаточно ограничиться акционерным капиталом? В 1958 г. Франко Модильяни и Мертон Миллер опубликовали работу, содержащую одну из самых удивительных теорий современного финансового менеджмента: они пришли к выводу, что стоимость любой фирмы определяется исключительно ее будущими доходами и, следовательно, не зависит от структуры ее капитала. Этот вывод имел такие масштабные последствия, что, по оценке членов Ассоциации финансового менеджмента, данная работа оказала на практику управления финансами большее влияние, чем все ранее опубликованные.

В своей работе Модильяни и Миллер, исходя из весьма жестких заданных условий, включающих, в частности, наличие идеальных рынков капитала (что подразумевает нулевое налогообложение), доказывают с помощью идеи арбит-

ражных операций, что структура капитала не влияет на стоимость фирмы. Существо доказательства состоит в следующем – если финансирование деятельности фирмы более выгодно за счет заемного капитала, а не за счет собственных источников средств, то владельцы акций компании со смешанной структурой капитала предпочтут продать часть акций своей фирмы, используя вырученные средства на покупку акций фирмы, не пользующейся привлеченными источниками, и восполнив недостаток в финансовых ресурсах за счет заемного капитала. Одновременные операции с ценными бумагами фирм с относительно высокой и относительно низкой долей заемного капитала приведут, в конце концов, к тому, что цены таких фирм будут примерно совпадать. Таким образом, согласно Модильяни и Миллеру, стоимость акций фирмы не связана с соотношением между ее заемным и собственным капиталом.

Если бы теория Модильяни и Миллера была абсолютно корректной, менеджерам не стоило бы волноваться при принятии решений, касающихся структуры капитала фирм, – ведь, согласно теории, такие решения не влияют на курсы акций. Однако, подобно большинству экономических теорий, концепция Модильяни и Миллера является верной лишь при наличии определенных предпосылок. Тем не менее, продемонстрировав те условия, при которых структура капитала не влияет на стоимость фирмы, Модильяни и Миллер сделали важный вклад в понимание возможного влияния заемного финансирования.

В 1963 г. Модильяни и Миллер опубликовали вторую работу, посвященную структуре капитала, в которой ввели в свою первоначальную модель такой фактор, как налоги на корпорации, тем самым, смягчив принятое ранее допущение – нулевое налогообложение. С учетом наличия налогов на корпорации было показано, что цена акций фирмы непосредственно связана с использованием этой фирмой заемного финансирования: чем выше доля заемного капитала, тем выше и цена акций. Согласно пересмотренной теории Модильяни и Миллера, фирмам следовало бы финансироваться на 100 % за счет заемного капитала, так как это обеспечило бы им наивысшие курсы акций. Такой вывод обусловлен структурой налогообложения корпораций, существующей в США, – доходы акционеров должны выплачиваться из прибыли, остающейся после уплаты налогов, а выплаты кредиторам производятся из прибыли до уплаты налогов. Такое асимметричное налогообложение приводит к тому, что при увеличении доли заемного капитала увеличивается и доля валового дохода фирмы, остающаяся в распоряжении инвесторов.

Однако обычно доля займов в капитале фирмы бывает весьма далека от 100 %. Позднее различные исследователи, пытаясь модифицировать теорию Модильяни и Миллера, для того чтобы объяснить фактическое положение вещей, смягчали многие из первоначальных предпосылок данной теории. Выяснилось, что некоторые из этих предпосылок не оказывают существенного влияния на получаемые результаты, однако при введении в модель такого фактора, как затраты финансовых затруднений фирмы ввиду неблагоприятной структуры капитала, картина резко меняется. Так, экономия за счет снижения налоговых выплат обеспечивает повышение стоимости фирмы по мере увеличения

доли займов в ее капитале, однако начиная с определенного момента (когда достигнута оптимальная структура капитала) при увеличении доли заемного капитала стоимость фирмы начинает снижаться, поскольку экономия на налогах более чем перекрывается ростом затрат вследствие необходимости поддержания более рискованной структуры источников средств. Модифицированная с учетом фактора затрат финансовых затруднений теория Модильяни и Миллера утверждает:

- 1) наличие определенной доли заемного капитала идет на пользу фирме;
- 2) чрезмерное использование заемного капитала приносит фирме вред;
- 3) для каждой фирмы существует своя оптимальная доля заемного капитала.

Таким образом, модифицированная теория Модильяни и Миллера, именуемая теорией компромисса между экономией от снижения налоговых выплат и финансовыми затратами (*tax savings-financial costs tradeoff theory*), позволяет лучше понять факторы, от которых зависит оптимальная структура капитала.

Хотя данная теория обладает несомненной привлекательностью, эмпирические доказательства в пользу ее правильности весьма слабы. Очевидно, что при принятии финансовых решений должны учитываться и другие факторы. Далее в этой главе мы рассмотрим теорию асимметричной информации, помогающую объяснить реальную практику принятия финансовых решений, а весь спектр теорий структуры капитала подробно рассматривается в главах, посвященных структуре капитала.

4.2. Теория портфельного анализа и эффективность рынка

Одной из базовых концепций финансового менеджмента является теория портфеля и модель оценки доходности финансовых активов.

Концепция инвестиционного портфеля имеет важные следствия для многих сфер финансового управления. Например, цена капитала фирмы определяется степенью риска ценных бумаг, находящихся в ее портфеле, поскольку, во-первых, структура инвестиционного портфеля влияет на степень риска собственных ценных бумаг фирмы, во-вторых, требуемая инвесторами доходность зависит от величины этого риска. Кроме того, любая фирма, акции которой находятся в портфеле, в свою очередь может рассматриваться как некий портфель находящихся в ее эксплуатации активов (или проектов), и поэтому владение портфелем ценных бумаг представляет собой право собственности на множество различных проектов. В этом контексте уровень риска каждого проекта оказывает влияние на рисковость портфеля в целом.

Основателем современной теории портфеля является Гарри Марковиц, получивший за свои труды в 1990 г. Нобелевскую премию по экономике.

Первый вывод, который дает нам теория Марковица, состоит в том, что, как правило, совокупный уровень риска может быть снижен за счет объединения рискованных активов в портфели. Основная причина такого снижения риска заключается в отсутствии прямой функциональной связи между значениями

доходности по большинству различных видов активов. Теория портфеля приводит нас к недвусмысленным выводам:

1) для минимизации риска инвесторам следует объединять рискованные активы в портфели;

2) уровень риска по каждому отдельному виду активов следует измерять не изолированно от остальных активов, а с точки зрения его влияния на общий уровень риска диверсифицированного портфеля инвестиций.

Хотя теория портфеля в том виде, в каком она была разработана Марковицем, учит инвесторов тому, как следует измерять уровень риска, она не конкретизирует взаимосвязь между уровнем риска и требуемой доходностью. Данную взаимосвязь конкретизирует модель оценки доходности финансовых активов (Capital Asset Pricing Model – CAPM), разработанная более или менее независимо друг от друга Джоном Линтнером, Яном Мойсином и Уильямом Шарпом.

CAPM основана на допущении наличия идеальных рынков капитала и на некоторых других допущениях. Согласно этой модели, требуемая доходность для любого вида рискованных активов представляет собой функцию трех переменных: безрисковой доходности, средней доходности на рынке ценных бумаг и индекса колеблемости (β -коэффициент) доходности данного финансового актива по отношению к доходности на рынке в среднем.

CAPM имеет важное значение для определения как общей цены капитала фирмы, так и требуемой доходности для отдельных проектов, осуществляемых в рамках фирмы.

Очевидно, что концептуальными основами являются и теоретические положения, касающиеся эффективности рынка. Данные положения определяют соотношение между риском и доходностью

Гипотеза эффективности рынков (Efficient Markets Hypothesis – EMH) имеет немаловажное значение и для финансовых менеджеров, и для финансовых инвесторов. Слово «эффективность» в данном случае подразумевает информационную, а не операционную эффективность, т. е. эффективный рынок – это такой рынок, в ценах которого находит отражение вся известная информация.

Ирония ситуации заключается в том, что рынки могут быть эффективными лишь при наличии большого числа людей, верящих в неэффективность рынков и соответственно стремящихся к получению сверхдоходов – т. е. доходов, превышающих те, которые соответствуют рисковости данных активов. Сторонники применения EMH к фондовому рынку указывают на тот факт, что на этом рынке, где число важнейших котируемых акций не превышает 3 000 наименований, действуют около 100 000 высококвалифицированных профессиональных аналитиков и брокеров. Таким образом, если каждый аналитик следит за 30-ю наименованиями акций (что примерно соответствует истине, поскольку аналитики, как правило, специализируются на определенных отраслях экономики), то на каждое наименование приходится примерно тысяча аналитиков. Эти аналитики работают на такие организации, как “Citibank”, “Merrill

Lynch”, “Prudential Insurance”, “Fidelity Investments” и т. д., которые располагают миллиардами долларов и потому могут добиваться выгодных для себя условий сделок. Далее, благодаря правилам Комиссии по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission – SEC), требующим обнародования сделок, и наличию электронных информационных систем эта тысяча аналитиков получает и оценивает информацию по данным акциям примерно в одно и то же время. Поэтому появление любой новой информации почти немедленно отражается на ценах акций, и, как правило, акции крупнейших корпораций не могут обеспечить получение сверхдоходов.

Для того чтобы обеспечить информационную эффективность рынка, необходимо выполнение четырех условий.

Информация становится доступной всем субъектам рынка одновременно, и ее получение не связано с какими-либо затратами.

Отсутствуют трансакционные затраты, налоги и другие факторы, препятствующие совершению сделок.

Сделки, совершаемые отдельным физическим или юридическим лицом, не могут повлиять на общий уровень цен.

Все субъекты рынка действуют рационально, стремясь максимизировать ожидаемую выгоду.

Очевидно, что все эти четыре условия не соблюдаются ни на одном реальном рынке, так как для получения информации необходимы время и деньги, одни субъекты получают информацию раньше, чем другие, существуют трансакционные затраты, налоги и т. д. Ввиду невыполнения этих условий необходимо провести различие между идеальной информационной эффективностью рынков и их экономической информационной эффективностью. На идеально эффективном рынке, где соблюдаются все вышеперечисленные условия, цены всегда отражают всю известную информацию, новая информация вызывает немедленное изменение цен, а получение сверхдоходов возможно только в результате счастливой случайности. На экономически эффективном рынке цены не могут немедленно реагировать на поступление новой информации, однако при условии элиминирования информационных и трансакционных затрат сверхдоходы отсутствуют и на этом рынке.

ЕМН подразделяется на три формы (или уровня) эффективности. Кратко рассмотрим основное содержание каждой из них.

Слабая форма эффективности. Слабая форма (weak form) эффективности подразумевает, что вся информация, содержащаяся в прошлых изменениях цен, полностью отражена в текущих рыночных ценах. Если это предположение верно, то информация об исторических тенденциях изменения цен тех или иных ценных бумаг (независимо от того, идет ли речь о тенденциях прошлой недели или последних 50 лет) не имеет никакой ценности при выборе объекта инвестирования. Тот факт, что в течение последних трех дней цена той или иной акции возросла, никак не помогает спрогнозировать ее завтрашнюю цену. Если на фондовом рынке и на рынке облигаций существует слабая форма

эффективности, то «сидящие на ленте» и «чартисты» напрасно тратят свое время.

Как и любая другая теория, ЕМН нуждалась в эмпирической проверке, которая показала бы, насколько хорошо она объясняет явления, имеющие место в реальном мире. Для решения вопроса о применимости ЕМН к фондовому рынку необходимы были эмпирические проверки по двум направлениям:

- 1) проверка наличия корреляции между изменениями цен во времени;
- 2) проверка эффективности различных технических приемов, используемых при совершении сделок на данном рынке.

ЕМН подразумевает, что цены изменяются, лишь реагируя на поступление новой информации, и поскольку новая информация может оказывать либо позитивное, либо негативное воздействие на цены акций, то, согласно ЕМН, можно ожидать, что ежедневные колебания курсов акций не подчиняются какой-либо определенной тенденции, которая могла бы быть точно установлена. Поэтому было проведено немало исследований с целью измерения корреляции между доходностью ценных бумаг на протяжении определенного времени.

В целом эти исследования показали наличие слабой тенденции к позитивной корреляции доходности краткосрочных ценных бумаг. Это означает, что доход, полученный в день $(t + 1)$, имеет незначительную позитивную корреляцию с доходом, полученным в день t . Однако, когда доходы корректируются с учетом риска и транзакционных затрат, эта корреляция исчезает.

Если курсы ценных бумаг действительно не подчиняются каким-либо закономерностям, не должно существовать и каких-либо существенных тенденций изменения доходности этих бумаг во времени с учетом их приведения к нормальным ожидаемым значениям. Однако проверки выявили некоторые интересные аномалии. Одной из них является так называемый январский эффект: в январе (особенно в первые пять дней этого месяца) доходность ценных бумаг (в особенности акций мелких фирм) существенно выше, чем в любое другое время года. Точно объяснить эту аномалию пока не могут, однако одно из возможных объяснений состоит в том, что инвесторы стремятся продать те ценные бумаги, которые не оправдали себя в течение года, до 31 декабря, с тем чтобы сократить суммы взимаемых с них налогов за счет списания возникших при продаже убытков, а затем, в январе, реинвестировать вырученные таким образом средства в другие ценные бумаги. Это приводит к повышенному спросу на ценные бумаги в январе, что и порождает «январский эффект». Разумеется, если бы фондовый рынок был эффективным, его субъекты действовали бы с учетом информации о неэффективности рынка в январе, их действия устранили бы «январский эффект» и вернули бы рынок к состоянию эффективности.

Второй важнейший способ эмпирической проверки наличия слабой формы эффективности заключается в применении различных методик совершения сделок на рынке к статистическим данным о состоянии рынка, для того чтобы определить, приводит ли та или иная тактика действий на рынке к получению сверхдоходов. В целом результаты исследований свидетельствуют о том, что использование каких-либо методик не гарантирует сверхдоходов (с учетом

транзакционных затрат и налогов). Таким образом, с точки зрения доходов самые сложные методики ничем не лучше наивной стратегии «купил и держи».

В целом имеется немало веских доказательств в пользу существования слабой формы эффективности на важнейших рынках ценных бумаг. Можно привести впечатляющие примеры, когда аналитики рынка на основании прошлых тенденций предсказывали повышение или понижение цен как для отдельных ценных бумаг, так и для рынка в целом. Однако можно назвать и не менее впечатляющие ошибки в прогнозах. Даже в тех случаях, когда известные аналитики предсказывают повышение или понижение курсов и эти прогнозы немедленно оправдываются, не может не возникнуть вопрос: не является ли это реакцией на сами прогнозы? Во всяком случае, существует множество эмпирических доказательств верности слабой формы ЕМН. Поэтому изучение динамики цен прошлых периодов едва ли поможет кому-либо получить сверхдоходы.

Умеренная форма эффективности. Слабая форма ЕМН характеризует лишь динамику рыночных цен, имевших место в прошлом. Умеренная форма (semistrong form) предполагает, что текущие рыночные цены отражают не только изменение цен в прошлом, но также и всю остальную общедоступную информацию. Таким образом, если на фондовом рынке существует умеренная форма эффективности, не имеет смысла изучать ежегодные отчеты фирм и другие опубликованные статистические данные или следить за новостями из финансового мира, поскольку любая общедоступная информация такого рода немедленно отражается на ценах акций до того, как Вы сможете использовать ее в своей практике.

Для проверки реальности умеренной формы эффективности использовались эмпирические исследования двух типов:

- 1) изучение реакции цен на поступление новой информации;
- 2) оценка показателей доходности инвестиций у различных профессиональных менеджеров.

В условиях идеального рынка цены должны моментально реагировать на поступление новой информации. Например, если фирма "IBM" сообщила о только что приобретенном ею патенте на новую компьютерную технологию, которая позволит ей выпускать более мощные персональные компьютеры значительно меньших размеров и более дешевые по сравнению с существующими моделями, цена акций фирмы должна немедленно возрасти, достигнув нового равновесного значения. Если имеется тенденция чрезмерного повышения цен, реагирующих на новую информацию, с последующим их падением или постепенный выход на новый уровень в течение нескольких дней, становится возможным получение сверхдоходов от операций с ценными бумагами после поступления новой важной информации. Эмпирические изучения реакции цен на поступление информации называются исследованиями событий, и за последние 30 лет были проведены тысячи таких исследований. В ходе их изучалась реакция цен на сообщения о дроблении акций, об увеличении дивидендов, слияниях фирм, капитальных вложениях, эмиссии акций и т. д. и т. п. Как и при слабой форме эффективности, были выявлены некоторые аномалии, однако в подав-

ляющем большинстве случаев эмпирические исследования подтверждали логику умеренной формы эффективности.

Второй способ проверки реальности умеренной формы эффективности заключается в решении вопроса о том, могут ли профессионалы – аналитики и менеджеры – «переиграть» рынок. Если рынки на самом деле эффективны, то никто не может добиться результатов, превышающих среднерыночные в сколько-нибудь существенной степени. Были проведены многочисленные исследования, имевшие целью установить, способны ли профессиональные аналитики и менеджеры по инвестициям обеспечить получение сверхдоходов по управляемым ими портфелям. Результаты этих исследований стали веским доказательством в пользу концепции умеренной формы эффективности. Как правило, аналитики и менеджеры имеют доступ только к общедоступной информации. В отдельные годы некоторые из них добиваются относительно хороших, а другие – относительно плохих результатов, однако в среднем эти специалисты не способны «переиграть» рынок.

Оппоненты ЕМН часто ссылаются на блестящие успехи таких людей, как Уоррен Баффетт из фирмы “Berkshire Hathaway” или Питер Линч, бывший менеджер “Fidelity’s Magellan Fund” (инвестиционный фонд, добившийся наибольших успехов в последние 15 лет), как на доказательство того, что рынок не является эффективным, – ведь, в конце концов, эти люди «переигрывали» рынок в течение длительного времени. Возможно, они обладали необычайно высокой профессиональной квалификацией, но не исключено и то, что им попросту везло. В качестве иллюстрации этого утверждения предположим, что возможность «переиграть» рынок определяется жребием – с помощью подбрасывания в воздух монеты. В начале каждого года 10 000 менеджеров по инвестициям бросают монетки. Если выпадает «орел» – менеджер побеждает рынок, если «решка» – рынок побеждает менеджера. В каждом году примерно у 50 % менеджеров выпадает «орел» – соответственно, они имеют показатели выше среднерыночных. У остальных 50 % выпадает «решка» – и их показатели оказываются ниже среднерыночных. К концу 10-летнего периода вероятность того, что отдельный менеджер будет иметь успех во все годы этого периода, составит $0.5^{10} \approx 0,001$; $0,001 \times 10000 = 10$, т. е. из 10 000 менеджеров 10 будут иметь поистине выдающиеся результаты. Таким образом, удача может обеспечить нескольким менеджерам выдающиеся результаты даже на эффективном рынке. Такое рассуждение более обоснованно, чем предположение о неэффективности рынка.

Хотя результаты многочисленных исследований и подтверждают существование умеренной формы эффективности, отдельные исследования и события подрывают устои этой концепции. Например, бихевиористская теория рыночного ценообразования утверждает, что большинство людей, как правило, чрезмерно сильно реагирует на неожиданные и драматические события. Тем самым плохие новости обычно снижают курсы акций сильнее, чем должны были бы. Хорошие же новости вызывают противоположный эффект. Если эта теория верна, то сверхдоходы могут быть получены путем инвестирования средств

в ценные бумаги, чьи курсы только что упали ввиду получения неблагоприятной информации. Хотя данный вопрос остается открытым, имеются доказательства, свидетельствующие в пользу этой теории.

Если бы мы провели опрос ученых об абсолютной справедливости гипотезы умеренной формы эффективности, то голоса, вероятно, разделились бы поровну, но мало кто из опрошенных был бы решительно уверен в своей правоте. Другими словами, ученые считают, что при фундаментальном анализе можно порой обнаружить, что отдельные ценные бумаги имеют завышенную или заниженную стоимость, однако в целом курсы ценных бумаг отражают всю общедоступную информацию. Может иметь место случай чрезмерного реагирования на новую информацию – как в отношении отдельных ценных бумаг, так и рынка в целом, однако такие случаи сравнительно редки. Кроме того, точно спрогнозировать чрезмерную реакцию нелегко, и поэтому получение сверхдоходов за счет подобных случаев – задача непростая. Независимо от мнения ученых биржевики с Уолл-стрит в большинстве своем, по-видимому, не верят в существование умеренной формы эффективности, а многие из них не верят даже в существование слабой формы эффективности. В большинстве случаев институциональные капиталы управляются менеджерами по инвестициям, которые принимают решения на основании данных фундаментального и технического анализа. Крупнейшие брокерские фирмы охотятся за аналитиками, популярными у институциональных инвесторов, так же усердно.

На наш взгляд, правы и ученые, и практики с Уолл-стрит. Хороший фундаментальный анализ – к техническому анализу это, вероятно, не относится – дает возможность выделить и обработать информацию, которая позволяет выявить ценные бумаги, имеющие в данный момент заниженную или завышенную цену, хотя конкуренция между многочисленными аналитиками не позволяет извлечь особо крупную выгоду из такого анализа. Тем не менее для менеджера, управляющего портфелем инвестиций стоимостью 10 млрд долл., получение даже небольшого преимущества может оправдать затраты на оплату работы хорошего аналитика. Таким образом, обширный фундаментальный анализ не может принести пользу профессору кафедры финансов, оперирующему на рынке несколькими тысячами долларов и пытающемуся увеличить доходность своих инвестиций, но менеджер пенсионного фонда IBM, наняв эксперта, вероятно, не останется в накладе.

Сильная форма эффективности. Сильная форма (strong form) ЕМН предполагает, что в текущих рыночных ценах отражена вся информация – и общедоступная, и доступная лишь отдельным лицам. Если эта гипотеза верна, то сверхдоходы не могут быть получены даже посвященными – директорами, руководителями и крупнейшими акционерами фирм, или инсайдерами. Почти никто не верит в справедливость такого предположения. Изучение законных приобретений и продаж, совершаемых посвященными, свидетельствует о том, что, когда данные лица продают акции своих компаний, доходность этих акций будет, скорее всего, ниже среднерыночной. В случае же покупки ими акций будет верно противоположное. Еще более очевиден тот факт, что посвященные

могут получать прибыли выше обычных за счет незаконных сделок, используя информацию, не оглашаемую публично. Это может касаться, например, предложений по покупке контрольных пакетов, крупных достижений в сфере исследований и разработок и т. п. Один из самых известных случаев такого рода имел место в конце 80-х гг. – Айвэн Боски признался в том, что заработал 50 млн долл., приобретая акции фирм, которые вот-вот должны были получить предложения о продаже контрольных пакетов акций. Он уплатил крупный штраф и отправился в тюрьму, но зато помог опровергнуть сильную форму ЕМН.

Имеющиеся доказательства в целом указывают на то, что важнейшие рынки ценных бумаг являются пусть и эффективными, но не идеально эффективными. В большинстве случаев участники рынка обладают лишь ограниченными знаниями, а затраты на поиск информации высоки; кроме того, им необходимо выплачивать налоги и покрывать транзакционные затраты. Далее, в тех случаях, когда чрезмерные эмоции вызывают повышение или понижение курса ценных бумаг, очень трудно – если не невозможно – с уверенностью сказать, курсы каких ценных бумаг отклонялись от нормальных значений и насколько велики эти отклонения. Таким образом, в большинстве случаев и инвесторы, и менеджеры должны действовать исходя из предположения, что финансовые рынки эффективны, а курсы ценных бумаг не содержат никаких искажений.

Компромисс между риском и доходностью.

Концепция эффективности рынков ведет непосредственно к концепции компромисса между риском и доходностью (risk-return tradeoff).

При умеренной форме эффективности рынка, когда в ценах отражена вся общедоступная информация и, следовательно, стоимости ценных бумаг не содержат никаких искажений, альтернативы заключаются в том, что более высокие доходы сопряжены с более высоким риском. Другими словами, курсы ценных бумаг формируются таким образом, что получение сверхдоходов исключительно и, следовательно, различия в ожидаемых значениях доходности определяются исключительно различиями в степени риска.

Для иллюстрации предположим, что ожидаемая доходность по акциям фирмы АТТ – 14 %, а облигации этой же фирмы приносят всего 9 %. Означает ли это, что все инвесторы должны покупать акции АТТ, а не ее облигации, или что фирма должна финансироваться за счет заемного, а не акционерного капитала? Конечно же, нет, ведь более высокая ожидаемая доходность акций попросту отражает их большую рисковость. Те инвесторы, которые не могут или не хотят идти на большой риск, выберут облигации АТТ, а более склонные к риску инвесторы купят акции этой же фирмы. С точки зрения самой компании финансирование за счет акционерного капитала является менее рисковым, чем финансирование за счет займов, и поэтому менеджеры АТТ готовы оплачивать акционерный капитал по более высокой цене, с тем чтобы ограничить риск, с которым сталкивается фирма. Если предположить, что менеджеры АТТ:

1) уверены в том, что рынки акций и облигаций обладают умеренной формой эффективности;

2) не располагают закрытой информацией, противоположной рыночным ожиданиям, то они должны быть (если отвлечься от налоговых аспектов) безразличны к выбору между размещением займов и дополнительной эмиссией акций – в том смысле, что каждый из этих типов капитала имеет для фирмы свою цену, соизмеримую со степенью его рисковости.

Операции, совершаемые на эффективных рынках, имеют нулевую чистую приведенную стоимость (NPV). Однако рынки материальных товаров, как правило, не являются эффективными, по крайней мере, в краткосрочной перспективе, и продажа материальных активов – станков, зубной пасты или торговых центров – может приносить сверхдоходы. Например, в первое время после появления персональных компьютеров фирмы “IBM” и “Apple” почти монополизировали рынок, и сочетание высокой рентабельности с большим объемом реализации обеспечивало этим компаниям высокие доходы. Однако высокие значения их доходности привлекли на рынок десятки конкурентов, что имело своим следствием снижение цен и понижение рентабельности у производителей до уровня, близкого к обычному. Таким образом, рынки материальных товаров могут быть неэффективными в течение непродолжительного времени, но в долгосрочной перспективе они стремятся к состоянию эффективности. С другой стороны, важнейшие рынки капитала почти всегда эффективны.

ЕМН и вытекающая из нее концепция компромисса между риском и доходностью имеют важное значение как для инвесторов, так и для менеджеров.

Инвесторам ЕМН указывает на то, что любая оптимальная стратегия капиталовложений включает в себя:

- 1) определение приемлемого уровня риска;
- 2) формирование диверсифицированного портфеля инвестиций, имеющих приемлемую степень риска;
- 3) минимизацию транзакционных затрат с помощью стратегии «купил и держи».

Менеджерам ЕМН подсказывает, что стоимость фирмы нельзя увеличить с помощью операций на финансовом рынке. Если NPV таких операций равен нулю, то стоимость фирмы может быть увеличена только за счет операций на рынке материальных товаров и услуг.

“IBM” стала мировым лидером в сфере компьютерной техники, поскольку преуспела в разработке, производстве и сбыте продукции, а не вследствие каких-то выдающихся финансовых решений, и если в будущем она утратит такое положение, то это произойдет из-за неудачных решений в сфере производства и сбыта. Цены финансовых активов, в общем и целом, являются достаточно объективными, и к решениям, основанным на том, что те или иные ценные бумаги котируются по заниженным или завышенным ценам, нужно относиться весьма осторожно. Говоря об эффективности рынков, мы обычно имеем в виду фондовый рынок, но этот принцип применим и к рынкам ссудного капитала, и поэтому решения, основанные на предположениях о предстоящем взлете или падении процентных ставок, имеют под собой непрочный фундамент.

Иногда новшества на рынках ценных бумаг приводят к получению доходов выше нормального уровня, поскольку новые ценные бумаги, предлагающие такое соотношение между риском и доходностью, которое недоступно для ранее выпущенных ценных бумаг, могут котироваться по завышенной цене. Такой случай имел место в начале 80-х гг., когда фирмы с Уолл-стрит отделяли купоны облигаций государственных займов, чтобы иметь бескупонные государственные ценные бумаги. Однако новые ценные бумаги нельзя было запатентовать, поэтому любой ажиотажный спрос, поддерживавший завышенный курс новой ценной бумаги, быстро спадал и NPV операций с этими ценными бумагами вскоре снижался до нуля.

4.3. Теория агентских отношений

Известно, что целью фирмы является максимизация собственности (богатства) ее акционеров, а это сводится к максимизации цены акций фирмы. Хотя такая точка зрения вполне приемлема при первом знакомстве с деятельностью фирм, однако уже давно признано, что менеджеры фирм могут иметь и другие цели, конкурирующие с максимизацией богатства акционеров. Тот факт, что владельцы фирмы – ее акционеры – предоставляют менеджерам право принятия решений, создает потенциальный конфликт интересов, который рассматривается в рамках общей концепции, называемой теорией агентских отношений (agency theory).

Агентские отношения возникают в тех случаях, когда один или несколько индивидуумов, именуемых принципалами, нанимают одного или нескольких индивидуумов, именуемых агентами, для оказания каких-либо услуг и затем наделяют агентов полномочиями по принятию решений. В контексте финансового менеджмента **первичные агентские отношения** – это отношения:

- 1) между акционерами и менеджерами;
- 2) между кредиторами и акционерами.

Рассмотрим особенности такой стороны теории агентских отношений – агентские конфликты.

Потенциальный агентский конфликт возникает во всех тех случаях, когда менеджер фирмы владеет менее чем 100 % ее голосующих акций. Если фирма находится в собственности одного человека, который сам управляет ею, такой владелец-менеджер будет действовать, стремясь максимизировать свое собственное благосостояние или, в терминах экономической науки, экономический эффект. Владелец-менеджер, вероятно, будет измерять этот эффект в первую очередь размерами своего личного богатства. Но в процессе максимизации полезного эффекта кроме личного богатства будут учитываться и другие факторы, например, количество свободного времени и наличие привилегий. Однако если владелец-менеджер уступает часть своей собственности, продав часть акций фирмы посторонним инвесторам, возникает потенциальный конфликт интересов, именуемый **агентским конфликтом**.

Например, после продажи части акций владелец-менеджер может решить вести менее напряженную жизнь и не столь усердно работать, поскольку теперь ему будет отчисляться лишь часть совокупного дохода. Кроме того, он может решить увеличить свои привилегии, так как стоимость этих привилегий будет теперь частично покрываться другими акционерами. В сущности, сам факт неполучения владельцем-менеджером всего дохода компании, создаваемого его усилиями, представляет собой сильный стимул для совершения действий, не отвечающих интересам всех акционеров.

Потенциальные агентские конфликты имеют значение для большинства крупных корпораций, поскольку, как правило, менеджеры крупных фирм владеют лишь небольшим процентом их акций. В такой ситуации максимизация богатства акционеров может стать отнюдь не первостепенной целью менеджера. Например, по мнению многих специалистов, главной целью менеджеров-агентов является увеличение размеров фирмы. Создавая крупную, стремительно растущую фирму, менеджеры:

- 1) закрепляют за собой свои места, поскольку скупка контрольного пакета акций другими фирмами становится менее вероятной;

- 2) увеличивают собственную власть, статус и оклады;

- 3) создают дополнительные возможности для своих подчиненных – менеджеров низшего и среднего уровня. Далее, так как менеджеры большинства крупных фирм владеют лишь ничтожной долей акций этих фирм, утверждается, что они проявляют особый интерес к высоким окладам и привилегиям, а также щедро жертвуют средства корпораций благотворительным организациям, которым они покровительствуют, поскольку большая часть этих расходов ложится на прочих акционеров.

Другая проблема, которую затрагивает теория агентских отношений – агентские затраты.

Очевидно, что менеджеров можно побудить действовать на благо акционеров с помощью стимулов, ограничений и наказаний. Но эти средства эффективны лишь в тех случаях, когда акционеры могут проследить за всеми действиями менеджеров. Проблема морального риска (*moral hazard*), т. е. возможность незамеченных действий менеджеров в своих собственных интересах, возникает ввиду того, что акционеры на практике не могут контролировать все действия менеджеров. Как правило, для уменьшения агентских конфликтов и частичного решения проблемы морального риска акционеры должны нести агентские затраты (*agency costs*), к которым относятся все затраты, производимые с целью побудить менеджеров действовать с позиции максимизации достояния акционеров, а не своих эгоистических интересов. Существуют три важнейшие категории агентских затрат:

- 1) расходы на осуществление контроля за деятельностью менеджеров, например, затраты на проведение аудиторских проверок;

- 2) расходы на создание организационной структуры, ограничивающей возможность нежелательного поведения менеджеров, например, введение в состав правления внешних инвесторов;

3) альтернативные затраты, возникающие в тех случаях, когда условия, установленные акционерами, например, обязательное голосование акционеров по определенным вопросам, ограничивают действия менеджеров, противоречащие достижению основной цели – увеличению богатства акционеров.

Если акционеры не предпринимают никаких усилий с тем, чтобы повлиять на поведение менеджеров, и, следовательно, агентские затраты равны нулю, почти неизбежна потеря акционерами части своего богатства вследствие неэффективных (для акционеров) действий менеджеров. Напротив, если акционеры попытаются добиться полного соответствия всех действий менеджеров своим интересам, агентские затраты будут весьма высоки. Таким образом, оптимальную величину агентских затрат следует определять тем же методом, каким принимаются любые инвестиционные решения: агентские затраты могут увеличиваться, пока каждый доллар их прироста обеспечивает увеличение богатства акционеров более чем на один доллар. В сущности, увеличение агентских затрат приемлемо, пока NPV каждого доллара прибыли, обеспечиваемой этими затратами, имеет положительное значение.

Одним из путей разрешения агентских споров является стимулирование менеджеров.

Существуют две крайние точки зрения по поводу способов разрешения агентского конфликта «акционер – менеджер». Сторонники одной крайности утверждают, что, если вознаграждение менеджеров фирмы зависело бы только от курса акций фирмы, агентские затраты были бы невысоки, поскольку у менеджеров в этом случае имелся бы сильнейший стимул для максимизации собственности акционеров. Однако было бы трудно – если не невозможно – нанять компетентных менеджеров на подобных условиях, поскольку при таком варианте их заработки зависели бы и от экономической конъюнктуры, над которой они не властны. Согласно другой крайней точке зрения, акционеры могут контролировать все действия менеджеров, однако такой вариант был бы весьма дорогостоящим и неэффективным. Оптимальное решение находится где-то между двумя этими полюсами и предусматривает увязку вознаграждения руководителя фирмы с результатами ее деятельности и одновременно некоторый контроль над его действиями. Помимо контроля существуют следующие механизмы, побуждающие менеджеров действовать в интересах акционеров:

- 1) системы стимулирования на основе показателей деятельности фирмы;
- 2) непосредственное вмешательство акционеров;
- 3) угроза увольнения;
- 4) угроза скупки контрольного пакета акций фирмы.

Системы стимулирования на основе показателей деятельности фирмы.

В настоящее время фирмы во все большей степени увязывают вознаграждение менеджеров с результатами деятельности компании, вводя системы стимулирования на основе показателей, достигнутых компанией.

В 50–60-е гг. большинство таких систем предусматривало фондовые опционы руководителей (executive stock options), позволявшие менеджерам приобрести акции фирмы в определенное время в будущем по заранее оговоренной

цене. Такие опционы имели ценность лишь в том случае, если рыночная цена данных акций превышала цену исполнения опциона. В основе этих планов лежало предположение о том, что, разрешая менеджерам приобретать акции по фиксированной цене, фирма создает стимул, побуждающий их стремиться повысить курс ее акций. Однако в 70-е гг. такие системы потеряли популярность, поскольку опционы, как правило, не оправдывали себя – в эти годы на фондовом рынке господствовала тенденция к снижению деловой активности, вызванная ростом процентных ставок, и курсы акций не обязательно отражали результаты работы менеджеров. Кроме того, было признано, что при общем снижении процентных ставок в стране курсы акций, как правило, повышаются даже у плохо управляемых фирм. Такая ситуация имела место в 80-е гг. Поскольку системы стимулирования должны основываться на тех факторах, которые управляются менеджерами, а общие колебания рынка не могут ими контролироваться, системы фондовых опционов оказались слабыми стимуляторами.

Все это привело к тому, что системы фондовых опционов перестали быть единственным средством стимулирования менеджеров. Сейчас почти все фирмы используют систему наградных акций (performance shares), т. е. акций, предоставляемых ответственным работникам фирмы в качестве вознаграждения за успехи в работе, измеряемые объективными показателями – доходом на одну акцию, доходом на активы, доходом на акционерный капитал и т. д. Например, фирма “Honeywell” использует в качестве основного показателя при оценке результатов работы доход на одну акцию. Фирма устанавливает для своих менеджеров два частично накладывающихся друг на друга четырехлетних периода. Интервал между началом первого периода и началом второго периода составляет два года. В начале каждого периода за каждым из ответственных работников закрепляется определенное число акций – от 10 000 – у президента до 1 000 – у менеджера низшего звена. Если компания достигает запланированных показателей, например, увеличения дохода на одну акцию в среднем на 13 % в год, менеджеры получают 100 % выделенных им акций. Если показатели деятельности корпорации выше запланированных, менеджеры могут получить и большее количество акций – максимум 130 % при росте дохода на акцию на 16 % в год. Однако если этот показатель ниже 13 % в год, менеджеры получают менее 100 % акций, а если среднегодовой прирост дохода на акцию меньше 9 %, они не получают ничего. Чтобы иметь право на получение наградных акций, менеджеры должны проработать в фирме в течение всего оцениваемого периода (четыре года).

Наградные акции могут иметь ценность даже при неизменном или снижающемся в силу рыночной конъюнктуры курсе акций фирмы, в то время как фондовые опционы при аналогичных условиях не имеют ценности, даже если менеджеры и добились больших успехов в повышении дохода на одну акцию. Разумеется, ценность наградных акций зависит от успехов фирмы на рынке – 1 000 акций “Honeywell” имеет гораздо большую ценность, если рыночная цена акции – не 40, а 60 долл.

Все системы стимулирования с помощью вознаграждений – фондовые опционы руководителей, наградные акции, премии за рост прибыли и т. д. – должны обеспечивать достижение двух целей. Во-первых, они предлагают руководящим работникам фирм стимулы, побуждающие стремиться к максимизации богатства акционеров. Во-вторых, такие системы должны помогать фирмам привлекать и удерживать у себя менеджеров, уверенных в том, что их финансовые перспективы зависят от их собственных способностей и энтузиазма, а из таких людей получаются самые лучшие руководители высшего уровня. Хорошо продуманные системы обеспечивают достижение обеих этих целей.

Непосредственное вмешательство акционеров. Хотя громадное количество акций принадлежит индивидуальным держателям, все большая их доля сосредоточивается у институциональных инвесторов – страховых компаний, пенсионных фондов, взаимных инвестиционных фондов. Институциональные инвесторы могут влиять на деятельность менеджеров фирм двумя способами.

Во-первых, они могут вступать в контакт с руководством фирмы и вносить предложения, касающиеся ее деятельности. В сущности, институциональные инвесторы могут действовать в роли лоббистов, представляющих интересы массы акционеров.

Во-вторых, любой акционер, владеющий в течение года акциями фирмы на сумму минимум 1 000 долл., может внести предложение, по которому должно быть проведено голосование на ежегодном собрании акционеров, даже если руководство фирмы не одобряет этого предложения. Хотя такие предложения акционеров не имеют обязательной силы, и их область ограничена вопросами, не имеющими отношения к повседневной деятельности фирмы, результаты голосований по ним оказывают очевидное влияние на высшее руководство фирм.

Иллюстрацией все более активной роли институциональных акционеров могут служить недавние события в фирме “Lockheed” – крупнейшем подрядчике Министерства обороны США. Новый руководитель компании Дэниел Теллеп осуществил план реорганизации, который должен был резко увеличить доходы акционеров, однако этот план не сработал, и цена акции упала с 55 до 36 долл. Институциональные инвесторы, владевшие 46 % акций фирмы, сделали ряд предложений, предусматривавших:

- 1) избавление компании от «отравленных пилюль»;
- 2) проведение тайных голосований с тем, чтобы руководство фирмы не могло бы узнать, кто голосовал за и, кто против любых предложений руководства и акционеров;
- 3) устранение из устава компании ряда положений, препятствовавших скупке контрольного пакета.

Было очевидно, что принятие этих предложений сделало бы более вероятной скупку контрольного пакета акций компании, и Теллеп вместе с правлением фирмы воспротивились.

Независимо от этого биржевик Хэронд Симмонс скупил 19 % акций “Lockheed” и попросил предоставить ему 6 из 15 мест в правлении. Руководство фирмы ответило отказом, и Симмонс объявил о выдвижении собственного

списка кандидатов в члены правления. Тогда институциональные инвесторы сообщили Теллепу и Симмонсу, что они поддержат только такой состав правления, который согласится с предложениями акционеров. Теллеп и Симмонс согласились поддержать эти предложения. После подсчета голосов выяснилось, что в правление прошли кандидаты Теллепа, а все три предложения акционеров приняты. Увидев мощь институциональных инвесторов, Теллеп предложил им три места в расширенном составе правления. Несмотря на это, акционеры продолжали оказывать давление на Теллепа. Представитель одного крупного институционального инвестора сказал: «Мы видим, что Симмонс пока не продал своих акций, и мы не продали своих, и остальные крупные держатели тоже не продали... Но, если положение не улучшится, – добавил он, – в следующем году голосование может пройти по-другому».

Почему же институциональные инвесторы внезапно стали проявлять такой интерес к управлению принадлежащими им фирмами? Главная причина заключается в том, что теперь этим инвесторам уже нелегко уйти с рынка. Их инвестиционные портфели настолько велики, что в случае поспешной распродажи ими акций произойдет обвальное падение курсов этих акций. Институциональные инвесторы предпочли оставаться на рынке и работать с руководством фирм. Кроме того, менеджеры пенсионных фондов в последнее время подвергались сильному давлению со стороны Министерства труда, которое, согласно Закону о пенсионном обеспечении наемных работников, контролирует инвестиционную деятельность этих фондов. Данный закон требует, чтобы менеджеры пенсионных фондов голосовали в интересах своих бенефициаров (доверителей), а это зачастую означает голосование против руководства корпораций.

Помимо конфликта между акционерами и менеджерами заслуживает рассмотрения еще один агентский конфликт – между акционерами и кредиторами. Кредиторы имеют право на часть доходов фирмы (в размере процентов и выплат в счет погашения основного долга), а также на активы фирмы в случае ее банкротства. Однако контроль за решениями, от которых зависят рентабельность и рисковость активов фирмы, осуществляют акционеры, действующие через менеджеров фирмы. Кредиторы ссужают средства фирме под проценты, ставка которых, среди прочего, зависит от:

- 1) рисковости имеющихся у фирмы активов;
- 2) ожидаемой рисковости будущих дополнительных активов;
- 3) существующей структуры капитала фирмы;
- 4) ожидаемых будущих решений, затрагивающих структуру капитала фирмы.

Таковы первичные факторы, определяющие рисковость денежных потоков фирмы и, следовательно, надежность ее долговых обязательств. С учетом этих факторов кредиторы определяют свои значения требуемой доходности.

Предположим, что акционеры, действующие через менеджеров, заставляют фирму взяться за реализацию нового крупного проекта, уровень риска по которому выше ожидавшегося кредиторами фирмы. Увеличение риска приведет к повышению требуемой доходности по долговым обязательствам фирмы,

что в свою очередь ведет к снижению рыночной стоимости невыплаченного долга. Если это рискованное вложение капитала окажется успешным, все его выгоды достанутся акционерам фирмы, поскольку доходы кредиторов являются фиксированными и соответствуют первоначальному, более низкому уровню риска. Однако в случае неудачи проекта держателям облигаций придется взять на себя часть убытков. С точки зрения акционеров такие капиталовложения представляют собой беспроектную игру в «вершки и корешки», что, очевидно, не может устраивать кредиторов. Сходным образом предположим, что менеджеры увеличивают долю заемных средств фирмы, стремясь повысить доход на акционерный капитал. Если старые долговые обязательства не будут иметь приоритета по отношению к новым, их ценность снизится, поскольку на денежные потоки и активы фирмы будет притязать большее число кредиторов. В обоих случаях – и при осуществлении рискованных проектов, и при увеличении задолженности – акционеры фирмы получают выгоду за счет кредиторов фирмы.

Следует отметить, что в большинстве случаев действия, направленные на максимизацию общей стоимости фирмы (рыночной стоимости ее заемного и акционерного капитала), максимизируют и цену ее акций. Однако может возникнуть и такая ситуация, когда общая стоимость фирмы снижается, а цена ее акций растет. Такое положение может возникнуть в том случае, если величина заемного капитала фирмы снижается, но часть утрачиваемой таким образом стоимости передается акционерам фирмы. В этом случае общая стоимость фирмы может снизиться даже при росте цен акций. Нетрудно понять, что если менеджеры будут отдавать предпочтение акционерам перед держателями облигаций, то могут возникнуть проблемы.

Могут ли и должны ли акционеры, действуя с помощью своих агентов, попытаться экспроприировать часть доходов у кредиторов фирмы? Обычно ответ на этот вопрос бывает отрицательным. Во-первых, такое поведение акционеров неэтично, а неэтичным поступкам нет места в мире бизнеса. Во-вторых, в случае подобных попыток кредиторы станут защищать себя, вводя ограничительные положения в будущие соглашения о предоставлении займов. Наконец, если кредиторы установят, что менеджеры пытаются увеличить богатство акционеров за их счет, они либо откажутся от дальнейшего ведения дел с этой фирмой, либо станут взимать с нее проценты выше обычных – в качестве компенсации за риск возможной эксплуатации. Таким образом, фирма, которая ведет нечестную игру со своими кредиторами, либо лишается доступа на рынок заемного капитала, либо сталкивается с высокими ставками процентов по кредитам и другими ограничениями; обе эти перспективы чреватые ущербом для акционеров.

Из сказанного выше следует, что для того, чтобы лучшим образом служить акционерам своих фирм, менеджеры должны вести честную игру с кредиторами, т. е. соблюдать и букву, и дух кредитных соглашений. Менеджеры являются агентами и акционеров, и кредиторов фирм, и должны соблюдать баланс между интересами этих двух групп держателей ценных бумаг. Аналогич-

ным образом те действия менеджеров, которые направлены на эксплуатацию богатства у других заинтересованных лиц (stakeholders) – работников, клиентов, поставщиков и общественности – в силу существующих ограничений и санкций нанесут в конечном счете ущерб акционерам фирмы. Таким образом, мы приходим к следующему выводу: в нашем обществе менеджеры, желающие наилучшим образом служить интересам акционеров, должны честно относиться ко всем сторонам, чье экономическое положение затрагивают принимаемые ими решения.

Вопросы для самопроверки:

1. Исследования каких ученых положили начало финансовому менеджменту как прикладной науке?
2. Раскройте содержание концепции «идеальных рынков капитала».
3. Перечислите условия «идеального рынка капитала».
4. Назовите основные постулаты теории структуры капитала Модильяни и Миллера.
5. Перечислите известные формы эффективности рынка.
6. Назовите четыре условия обеспечения информационной эффективности рынка.
7. Дайте краткую характеристику каждой из форм эффективности рынка.
8. В чем заключается компромисс между риском и доходностью?
9. Что представляют собой агентские затраты и агентские конфликты?
10. Перечислите инструменты разрешения агентских конфликтов.

5. ОПЕРАЦИОННЫЙ И ФИНАНСОВЫЙ ЛЕВЕРИДЖ

Тезисы. Операционный лeverидж. Финансовый лeverидж.

5.1. Операционный лeverидж

Разделение всей совокупности операционных затрат предприятия на постоянные и переменные их виды позволяет использовать механизм управления операционной прибылью, известный как операционный лeverидж.

В наиболее общем виде **лeverидж** можно представить, как процесс управления активами и пассивами предприятия, направленный на возрастание прибыли. Буквально – это рычаг для подъема тяжестей, т. е. некий фактор, небольшое изменение которого может привести к существенному изменению результативных показателей, дать так называемый лeverажный эффект, или эффект рычага.

Оценка уровня лeverиджа позволяет выявить возможности изменения показателей рентабельности, степень риска, чувствительность прибыли к изменениям внутрипроизводственных факторов и ситуации на рынке. А так как факторы, влияющие на прибыль, подразделяются на производственные и финансовые, соответственно различают области действия финансового и производственного рычага.

Производственный лeverидж (операционный рычаг) – это потенциальная возможность влиять на балансовую прибыль путем изменения структуры себестоимости и объема выпуска продукции (постоянные и переменные расходы, оптимизация).

Действие операционного лeverиджа основано на том, что наличие в составе операционных затрат любой суммы постоянных их видов приводит к тому, что при изменении объема реализации продукции, сумма операционной прибыли всегда изменяется более высокими темпами. Иными словами, постоянные операционные затраты самим фактом своего существования вызывают непропорционально более высокое изменение суммы операционной прибыли предприятия при любом изменении объема реализации продукции.

Действие операционного рычага связано с различной природой и влиянием текущих затрат на производство и реализацию продукции.

В зависимости от изменения объема производства X различают переменные затраты и условно-постоянные, исследование которых составляет предмет анализа безубыточности.

Анализ безубыточности производства построен на аналитическом представлении модели безубыточности (формулы безубыточности):

$$\text{Выручка} = \text{Затраты} \quad (22)$$

Из этой формулы выводятся все базовые параметры, необходимые для проведения указанного вида анализа: критический (безубыточный) объем производства = порог рентабельности, критическое значение цены реализации,

критическое значение постоянных затрат, критическое значение переменных затрат.

По каждому из этих параметров рассчитывается **маржа безопасности** – процентное соотношение плановой, или фактической и критической величины параметра. Для объема производства эта маржа называется запасом финансовой прочности предприятия. Он показывает, на сколько процентов при изменении ситуации на рынке может упасть объем производства вплоть до критического показателя.

Важными понятиями в управлении объемом производства через изменение структуры затрат являются:

– **контрибуционная маржа (маржинальный доход)** – это разница между ценой и удельными переменными затратами;

– **критический объем производства** – это количество продукции, суммарный маржинальный доход от реализации которой покрывает условно-постоянные расходы. При этом объем реализации в натуральных единицах (X_1), который обеспечивает заданный валовой доход, рассчитывается по формуле:

$$X_1 = \frac{FC(\text{постоянные расходы}) + \text{Заданный валовой доход}}{\text{Контрибуционная маржа}} \quad (23)$$

Соотношение постоянных и переменных операционных затрат предприятия, позволяющее «включать» механизм операционного левеиджа с различной интенсивностью воздействия на операционную прибыль предприятия, характеризуется «коэффициентом операционного левеиджа», который рассчитывается по следующей формуле:

$$K_{ол} = \frac{I_{\text{пост}}}{I_o}, \quad (24)$$

где $K_{ол}$ – коэффициент операционного левеиджа, $I_{\text{пост}}$ – сумма постоянных операционных издержек, I_o – общая сумма операционных издержек.

Чем выше значение коэффициента операционного левеиджа на предприятии, тем в большей степени оно способно ускорять темпы прироста операционной прибыли по отношению к темпам прироста объема реализации продукции.

Конкретное соотношение прироста суммы операционной прибыли и суммы объема реализации, достигаемое при определенном коэффициенте операционного левеиджа, характеризуется таким показателем, как «эффект операционного левеиджа». Принципиальная формула расчета этого показателя имеет вид:

$$\varepsilon_{ол} = \frac{\Delta BOП}{\Delta OP}, \quad (25)$$

где $\mathcal{E}_{ол}$ – эффект операционного левириджа, достигаемый при конкретном значении его коэффициента на предприятии, $\Delta ВОП$ – темп прироста валовой операционной прибыли, в %, $\Delta ОР$ – темп прироста объема реализации продукции, в %.

Задавая тот или иной темп прироста объема реализации продукции, мы всегда можем, используя указанную формулу, определить, в каких размерах возрастет сумма операционной прибыли при сложившемся на предприятии коэффициенте операционного левириджа. Различия в достигаемом эффекте на разных предприятиях будут определяться при этом различиями в соотношении их постоянных и переменных операционных затрат, отражаемыми коэффициентом операционного левириджа.

Приведенная выше принципиальная формула расчета эффекта операционного левириджа имеет ряд модификаций.

Так, в целях управления маржинальной прибылью предприятия эффект операционного левириджа может быть выражен следующими формулами:

$$\mathcal{E}_{ол} = \frac{\Delta МП}{\Delta ОР} \text{ или } \mathcal{E}_{ол} = \frac{\Delta МП}{\Delta ВОП}, \quad (26)$$

где $\mathcal{E}_{ол}$ – эффект операционного левириджа, $\Delta МП$ – темп прироста маржинальной операционной прибыли, в %, $\Delta ВОП$ – темп прироста валовой операционной прибыли, в %, $\Delta ОР$ – темп прироста объема реализации продукции, в %.

В целях исключения влияния налоговых платежей, включаемых в цену продукции и уплачиваемых за счет валового дохода, расчет эффекта операционного левириджа может быть произведен по следующей формуле:

$$\mathcal{E}_{ол} = \frac{\Delta ВОП}{\Delta ЧОД}, \quad (27)$$

где $\mathcal{E}_{ол}$ – эффект операционного левириджа, $\Delta ВОП$ – темп прироста валовой операционной прибыли, в %, $\Delta ЧОД$ – темп прироста чистого операционного дохода.

Имеются и другие более сложные модификации формулы расчета эффекта операционного левириджа, однако, несмотря на различия алгоритмов определения эффекта операционного левириджа, содержание механизма управления операционной прибылью путем воздействия на соотношение постоянных и переменных издержек предприятия остается неизменным. В конкретных ситуациях операционной деятельности предприятия проявление механизма операционного левириджа имеет ряд особенностей, которые необходимо учитывать в процессе его использования для управления прибылью. Основные из этих особенностей перечислены ниже. Положительное воздействие операционного левириджа начинает проявляться лишь после того, как предприятие преодолело точку безубыточности своей операционной деятельности. Для того, чтобы положительный эффект операционного левириджа начал проявляться, предприя-

тие вначале должно получить достаточный размер маржинальной прибыли, чтобы покрыть свои постоянные операционные расходы (т. е. обеспечить равенство: $МП = И_{\text{пост}}$). Это связано с тем, что предприятие обязано возмещать свои постоянные операционные затраты независимо от конкретного объема реализации продукции, поэтому чем выше сумма постоянных издержек и коэффициент операционного лeverиджа, тем позже при прочих равных условиях оно достигнет точки безубыточности своей деятельности.

После преодоления точки безубыточности, чем выше коэффициент операционного лeverиджа, тем большей силой воздействия на прирост прибыли будет обладать предприятие, наращивая объем реализации продукции. То есть при одинаковых темпах прироста объема реализации продукции на предприятии с более высоким коэффициентом операционного лeverиджа сумма операционной прибыли возрастает более высокими темпами после преодоления точки безубыточности, чем на предприятии с меньшим значением коэффициента операционного лeverиджа.

Наибольшее положительное воздействие операционного лeverиджа достигается в поле, максимально приближенном к точке безубыточности (после ее преодоления). По мере дальнейшего наращивания объема реализации продукции и удаления от точки безубыточности эффект операционного лeverиджа начинает снижаться. Иными словами, каждый последующий процент прироста объема реализации продукции будет приводить ко все меньшему темпу прироста суммы операционной прибыли. Механизм операционного лeverиджа имеет и обратную направленность – при любом снижении объема реализации продукции в еще большей степени будет уменьшаться размер валовой операционной прибыли. При этом пропорции такого снижения зависят от значения коэффициента операционного лeverиджа: чем выше это значение, тем более высокими темпами будет уменьшаться сумма валовой операционной прибыли по отношению к темпам снижения объема реализации продукции.

Эффект операционного лeverиджа стабилен только в коротком периоде. Это определяется тем, что операционные затраты, относимые к составу постоянных, остаются неизменными лишь на протяжении короткого отрезка времени. Как только в процессе наращивания объема реализации продукции происходит очередной скачок суммы постоянных операционных затрат, предприятию необходимо преодолевать новую точку безубыточности или приспособлять к ней свою операционную деятельность. Понимание механизма проявления операционного лeverиджа позволяет целенаправленно управлять соотношением постоянных и переменных издержек в целях повышения эффективности операционной деятельности. Это управление сводится к изменению значения коэффициента операционного лeverиджа при различных тенденциях конъюнктуры товарного рынка и стадиях жизненного цикла предприятия. Управление операционным лeverиджем может осуществляться путем воздействия как на постоянные, так и на переменные операционные затраты.

При управлении постоянными затратами следует иметь в виду, что высокий их уровень в значительной мере определяется отраслевыми особенно-

стями осуществления операционной деятельности, определяющими различный уровень фондоемкости производимой продукции, дифференциацию уровня механизации и автоматизации труда. Кроме того, следует отметить, что постоянные затраты в меньшей степени поддаются быстрому изменению, поэтому предприятия, имеющие высокий коэффициент операционного левеиджа, теряют гибкость в управлении своими издержками.

На каждом предприятии имеется достаточно возможностей снижения при необходимости суммы и удельного веса постоянных операционных затрат. К числу таких резервов можно отнести: существенное сокращение накладных расходов (расходов по управлению) при неблагоприятной конъюнктуре товарного рынка, продажу части неиспользуемого оборудования и нематериальных активов с целью снижения потока амортизационных отчислений, широкое использование краткосрочных форм лизинга машин и оборудования вместо их приобретения в собственность, сокращение объема ряда потребляемых коммунальных услуг и др.

При управлении переменными затратами основным ориентиром должно быть обеспечение постоянной их экономии, так как между суммой этих затрат и объемом производства и реализации продукции существует прямая зависимость. К числу основных резервов экономии переменных затрат можно отнести снижение численности работников основного и вспомогательных производств за счет обеспечения роста производительности их труда; сокращение размера запасов сырья, материалов, готовой продукции в периоды неблагоприятной конъюнктуры товарного рынка; обеспечение выгодных для предприятия условий поставки сырья и материалов и др. Целенаправленное управление постоянными и переменными затратами, оперативное изменение их соотношения при меняющихся условиях хозяйствования позволяют увеличить потенциал формирования операционной прибыли предприятия.

5.2. Финансовый левеидж

Одной из главных задач финансового менеджмента является максимизация уровня рентабельности собственного капитала при заданном уровне финансового риска. Такая задача может быть решена разными путями. Одним из таких путей решения указанной задачи является финансовый левеидж.

Финансовый левеидж характеризует использование предприятием заемных средств, которое влияет на изменение коэффициента рентабельности собственного капитала. Иными словами, финансовый левеидж представляет собой объективный фактор, возникающий с появлением заемных средств в объеме используемого предприятием капитала, позволяющий ему получить дополнительную прибыль на собственный капитал. Показатель, отражающий уровень дополнительно генерируемой прибыли собственным капиталом при различной доле использования заемных средств, называется «эффект финансового рычага». Он рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{ЭФЛ} = (1 - C_{\text{нп}}) \times (\text{КВР}_a - \text{ПК}) \times (\text{ЗК} / \text{СК}), \quad (28)$$

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

Для понимания порядка формирования эффекта финансового левеиджа рассмотрим пример того, как каждое из трех предприятий использует разную структуру капитала (табл. 5.1). Предприятие А использует 1 000 единиц собственного капитала и не использует заемного, предприятие Б использует 800 единиц собственного капитала и 200 единиц заемного, предприятие В использует 500 единиц собственного и 500 единиц заемного капитала. Рассматривая приведенные данные, можно увидеть, что по предприятию А эффект финансового рычага отсутствует, так как оно не использует в своей деятельности заемный капитал. По предприятию Б этот эффект составляет: $\text{ЭФЛ} = (1 - 0,3) \times (20 - 10) \times (200 / 800) = 1,75$. Соответственно, по предприятию В этот эффект составляет: $\text{ЭФЛ} = (1 - 0,3) \times (20 - 10) \times (500 / 500) = 7,00$. Из результатов проведенных расчетов видно, что чем выше удельный вес заемных средств в общей сумме используемого предприятием капитала, тем больший уровень прибыли оно получает на собственный капитал.

Таблица 5.1

Формирование эффекта финансового рычага

№ п/п	Показатели	Предприятия		
		А	Б	В
1	Средняя сумма всего используемого капитала (активов) в рассматриваемом периоде, из нее:	1 000	1 000	1 000
2	средняя сумма собственного капитала	1 000	800	500
3	средняя сумма заемного капитала	–	200	500
4	сумма валовой прибыли (без учета расходов по оплате процентов за кредит)	200	200	200
5	коэффициент рентабельности активов (без учета расходов по уплате процентов за кредит), в %	20	20	20
6	средний уровень процента за кредит, в %	10	10	10
7	сумма процентов за кредит, уплаченная за использование заемного капитала (гр. 3 × гр. 6 / 100)	–	20	50
8	сумма валовой прибыли с учетом расходов по уплате процентов за кредит (гр. 4 – гр. 7)	200	180	150
9	ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью	0,3	0,3	0,3
10	сумма налога на прибыль (гр. 8 × гр. 9)	60	54	45
11	сумма чистой прибыли, остающейся в распоряжении предприятия после уплаты налога (гр. 8 – гр. 10)	140	126	105
12	коэффициент рентабельности собственного капитала или коэффици-	14,00	15,75	21,00

	ент финансовой рентабельности, в % (гр. 11 × 100 / гр. 2)			
13	прирост рентабельности собственного капитала в связи с использованием заемного капитала, в % (по отношению к предприятию А)	–	1,75	7,00

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

Составляющие эффекта финансового рычага: дифференциал – разница между рентабельностью активов и процентной ставкой по кредиту i , плечо финансового рычага – соотношение между заемными средствами и собственными средствами, характеризующее силу воздействия финансового рычага.

Исходя из этих позиций, можно вывести **правило финансирования**, которое может быть представлено следующим образом: если привлечение дополнительных заемных средств дает положительный эффект финансового рычага, то такое заимствование выгодно, но при этом необходимо следить за дифференциалом, так как при увеличении плеча финансового рычага кредиторы склонны компенсировать свой риск повышением ставки за кредит. Дифференциал отражает риск кредитора: чем он больше, тем меньше риск. Дифференциал не должен быть отрицательным, и эффект финансового рычага оптимально должен быть равен 30–50 % от рентабельности активов.

Знание механизма воздействия финансового левериджа на уровень прибыльности собственного капитала и уровень финансового риска позволяет целенаправленно управлять как стоимостью, так и структурой капитала предприятия.

Вопросы для самопроверки:

1. Что такое леверидж?
2. Что вы понимаете под операционным левериджем?
3. Как разделяются затраты в оценке операционного рычага?
4. Формула безубыточности и основные базовые параметры, выводимые из нее.
5. Что вы понимаете под запасом финансовой прочности и порогом рентабельности?
6. Что подразумевают понятия «контрибуционная маржа» и «критический объем производства»?
7. В чем заключается эффект операционного и финансового левериджа?
8. На что указывает уровень финансового рычага?
9. Как структура капитала влияет на результаты деятельности капитала?

6. АНАЛИЗ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ: МЕТОДИКА И ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ

Тезисы. Цели и задачи анализа финансового состояния. Характеристика аналитических процедур.

6.1. Цели и задачи анализа финансового состояния

В условиях развитого рыночного хозяйства существенно возрастает самостоятельность предприятий в принятии и реализации управленческих решений, их экономическая и юридическая ответственность за результаты своей хозяйственной деятельности. Объективно возрастает необходимость более точного прогнозирования ситуации на рынке и места организации на нем. Такой прогноз становится более точным, если он базируется на результатах оценки финансового состояния организации за прошедшие периоды. Все это повышает роль анализа финансового состояния в оценке производственной и коммерческой деятельности и, прежде всего, в наличии, размещении и использовании капитала и доходов любой коммерческой либо производственной организации.

Ключевой целью анализа финансового состояния является получение определенного числа основных (наиболее представительных) параметров, дающих объективную и обоснованную характеристику финансового состояния предприятия. Это относится, прежде всего, к изменениям в структуре активов и пассивов, в расчетах с дебиторами и кредиторами, в составе прибылей и убытков. При этом нельзя забывать и локальные цели такого анализа:

- определение финансового состояния предприятия;
- выявление изменений в финансовом состоянии в пространственно-временном разрезе;
- установление основных факторов, вызывающих изменения в финансовом состоянии;
- прогноз основных тенденций финансового состояния.

Альтернативность целей финансового анализа определяют не только его временные границы. Она зависит также от целей, которые ставят перед собой пользователи финансовой информации.

Цели исследования финансового состояния достигаются в результате решения ряда **аналитических задач**, в число которых входят:

- предварительный обзор бухгалтерской отчетности;
- характеристика имущества предприятия, т. е. внеоборотных и оборотных активов;
- оценка финансовой устойчивости;
- характеристика источников средств: собственных и заемных;
- анализ прибыли и рентабельности;
- разработка мероприятий по улучшению финансово-хозяйственной деятельности предприятия.

Данные задачи выражают конкретные цели анализа с учетом организационных, технических и методических возможностей его осуществления. Основными факторами, в конечном счете, являются объем и качество аналитической информации, используемой аналитиком в своей деятельности.

Диагностика внутренней среды включает в себя разработку мер по эффективному управлению активами, собственным и заемным капиталом предприятия.

Анализ же внешней среды осуществляется по следующим параметрам:

- изучение динамики цен на товары и услуги;
- изучение ставок налогообложения и процентных ставок по банковским кредитам и депозитам, курса эмиссионных ценных бумаг;
- изучение деятельности конкурентов на товарном и финансовом рынках и др.

Объектом такой разновидности анализа является публичная бухгалтерская отчетность. Отчетность предприятия базируется на обобщении данных регистров бухгалтерского учета.

Субъектами анализа являются экономические службы предприятий, а также заинтересованные в его деятельности внешние пользователи информации. Каждый субъект анализа изучает информацию исходя из своих интересов.

Информация бухгалтерской отчетности служит исходной базой для принятия решений по текущей, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия. В любом случае анализ финансового состояния является прерогативой высшего звена управления предприятием, способного принимать решения по формированию и использованию капитала и доходов, а также влиять на движение денежных потоков. С помощью анализа финансового состояния принимаются решения по:

- 1) краткосрочному финансированию предприятия (пополнение оборотных активов);
- 2) долгосрочному финансированию (вложение капитала в эффективные инвестиционные проекты и эмиссионные ценные бумаги);
- 3) выплате дивидендов владельцам акций;
- 4) мобилизации резервов экономического роста (роста объема продаж и прибыли).

Обеспечение пользователей (особенно внешних) полной и реальной информацией о финансовом состоянии предприятий является ключевой задачей международных стандартов, в соответствии с которыми строится концепция развития современного российского бухгалтерского учета и отчетности.

Для проведения анализа финансового состояния применяется ряд стандартных методов.

Практикой выработаны основные методы анализа финансового состояния, среди которых можно выделить горизонтальный (временной), вертикальный, трендовый, сравнительный (пространственный) и факторный анализ, а также метод финансовых коэффициентов.

Кратко рассмотрим содержание каждого из них.

Горизонтальный (временной) анализ состоит в сравнении показателей бухгалтерской отчетности с показателями предыдущих периодов. Наиболее распространенными приемами горизонтального анализа являются: простое сравнение статей отчетности и изучение их резких изменений, а также анализ изменения статей отчетности в сравнении с колебаниями других статей. При этом особое внимание уделяется случаям, когда изменение одного показателя по экономической природе не соответствует изменению другого показателя.

Вертикальный анализ осуществляется в целях определения удельного веса отдельных статей баланса в общем итоговом показателе и последующего сравнения результата с данными предыдущего периода.

Трендовый анализ основан на расчете относительных отклонений показателей отчетности за ряд периодов (кварталов, лет) от уровня базисного периода. С помощью тренда формируются возможные значения показателей в будущем, т. е. осуществляется прогнозный анализ.

Сравнительный (пространственный) анализ проводится на основе внутривозвращенного сравнения как отдельных показателей предприятия, так и межхозяйственных показателей аналогичных фирм-конкурентов.

Факторный анализ – это процесс изучения влияния отдельных факторов (причин) на результативный показатель с помощью детерминированных или стохастических приемов исследования. При этом факторный анализ может быть как прямым (собственно анализ), так и обратным (синтез). При прямом способе анализа результативный показатель разделяется на составные части, а при обратных отдельных элементах соединяются в общий результативный показатель.

Если в результате анализа бухгалтерской отчетности установлено, что чистая прибыль, приходящаяся на собственный капитал, уменьшилась, то выясняется, за счет какого фактора это произошло. Такими факторами могут быть:

- 1) снижение чистой прибыли на каждый рубль выручки от реализации;
- 2) менее эффективное управление активами (замедление их оборачиваемости), что приводит к снижению выручки от реализации;
- 3) изменение структуры авансированного капитала (финансового левериджа).

В практике финансового менеджмента особого внимания заслуживает **метод финансовых коэффициентов** – расчет отношений данных бухгалтерской отчетности, определение взаимосвязей показателей.

Следует отметить, что в западной и российской методиках анализа существует различие. Оно обусловлено, в первую очередь, разными стандартами ведения бухгалтерской (финансовой) отчетности, использованием различных методов учета (учетной политики) и др.

Принято считать, что в деятельности российских предприятий целесообразно анализировать следующие отдельные показатели, рекомендуемые Минэкономразвития России для аналитической работы (табл. 6.1).

Отдельные показатели, рекомендуемые Минэкономки РФ для аналитической работы

Наименование показателя	Что показывает	Как рассчитывается	Интерпретация показателя
I. Показатели ликвидности			
Общий коэффициент покрытия	Достаточность у предприятия оборотных средств, которые могут быть использованы для погашения долгосрочных обязательств	Отношение оборотных активов к краткосрочным обязательствам	От 1 до 2. Нижняя граница обусловлена тем, что оборотных активов должно быть достаточно, чтобы покрыть свои краткосрочные обязательства. Превышение оборотных активов над краткосрочными обязательствами более чем в 2 раза считается также нежелательным, поскольку свидетельствует о нерациональном вложении предприятием своих средств и неэффективном их использовании
Коэффициент срочной ликвидности	Прогнозируемые платежные возможности предприятия при условии своевременного проведения расчетов с дебиторами	Отношение денежных и краткосрочных ценных бумаг плюс дебиторская задолженность к краткосрочным обязательствам	1 и выше. Низкое значение указывает на необходимость постоянной работы с дебиторами, чтобы наблюдалось стабильное превращение наиболее ликвидной части оборотных активов в денежную форму для расчетов с поставщиками
Коэффициент ликвидности при мобилизации средств	Степень зависимости платежеспособности предприятия от материально-производственных запасов (МПЗ) с точки зрения мобилизации денежных средств для погашения краткосрочных обязательств	Отношение МПЗ к сумме краткосрочных обязательств	От 0,5 до 0,7
II. Показатели финансовой устойчивости			
Соотношение заемных и собственных средств (коэффициент задолженности)	Сколько заемных средств привлекло предприятие на 1 руб. вложенных в активы собственных средств	Отношение заемного капитала к собственному капиталу	Значение соотношения должно быть меньше 0,7 . Превышение указанной границы означает зависимость предприятия от внешних источников финансирования (кредитов и займов), а также потерю финансовой устойчивости (автономии)
Коэффициент обеспеченности собственными средствами	Наличие собственных оборотных средств, обеспечивающих финансовую устойчивость предприятия	Отношение собственных оборотных средств к общей сумме оборотных активов	Нижняя граница – 0,1 . Чем выше показатель (около 0,5), тем устойчивее финансовое состояние предприятия, тем больше у него возможностей в проведении независимой финансовой политики
Коэффициент маневренности собственных оборотных средств	Способность предприятия поддерживать уровень собственного оборотного капитала и по-	Отношение собственных оборотных средств к общей величине соб-	От 0,2 до 0,5. Чем выше значение показателя к верхней рекомендуемой границе, тем больше возможностей для финансового маневра у предприя-

	полнять оборотные средства за счет собственных источников	ственного капитала	тия
III. Интенсивность использования ресурсов			
Рентабельность чистых активов по чистой прибыли	Эффективность использования средств, принадлежащих собственникам предприятия. Служит основным критерием при оценке количества акций на бирже	Отношение чистой прибыли к средней за период величине чистых активов	Рентабельность чистых активов должна обеспечивать окупаемость вложенных в предприятие средств акционеров
Рентабельность реализованной продукции	Эффективность затрат на производство и реализацию продукции	Отношение прибыли от реализации продукции к ее полной себестоимости	Свидетельствует о необходимости повышения цен на продукцию или о необходимости усиления контроля за издержками
IV. Показатели деловой активности			
Коэффициент оборачиваемости оборотных активов	Показывает, сколько рублей выручки от продажи снимается с каждого рубля оборотного капитала	Отношение объема продаж к средней за период величине оборотных активов	Нормативного значения нет. Показатель зависит от индивидуальных особенностей деятельности предприятия
Коэффициент оборачиваемости собственного капитала	Скорость оборота вложенного собственного капитала или активность денежных средств, которыми рискуют акционеры	Отношение выручки от продаж к средней за период величине собственного капитала	Нормативного значения нет. Показатель индивидуален для каждого предприятия

Приведенные в этой таблице показатели могут быть использованы внешними пользователями бухгалтерской отчетности, такими как инвесторы, акционеры и кредиторы. Для предварительной оценки финансового состояния предприятия вышеприведенные показатели целесообразно разделить на две группы, имеющие между собой качественные различия.

В первую группу входят показатели, для которых определены нормативные значения. К их числу относятся показатели ликвидности и финансовой устойчивости. При этом как снижение значений параметров ниже нормативных, так и превышение, а также их движение в одном из названных направлений следует трактовать как ухудшение финансового состояния предприятия.

Во вторую группу входят ненормируемые показатели, которые обычно сравниваются в динамике за ряд периодов или со значениями этих же показателей на аналогичных предприятиях. В данную группу входят показатели рентабельности и оборачиваемости активов и собственного капитала, структуры имущества и капитала и др. По данной группе целесообразно опираться на изучение тенденций изменения показателей и устанавливать их улучшение или ухудшение.

Сложность сегодняшней ситуации в России состоит в том, что на многих предприятиях работники бухгалтерской службы недостаточно владеют метода-

ми финансового анализа, а специалисты ими владеющие не успевают (из-за загруженности основной работой) читать и анализировать документы аналитического и синтетического бухгалтерского учета.

В связи с этим крупным и средним предприятиям целесообразно выделить службу (группу специалистов), занимающуюся анализом финансово-экономического состояния. Основными задачами данной службы могут быть:

1) разработка входных и выходных аналитических форм с показателями ликвидности, финансовой устойчивости, деловой и рыночной активности. Бухгалтерская служба заполняет эти формы с той периодичностью, которая целесообразна для поддержки работы финансовой службы предприятия;

2) периодическое (ежемесячное, ежеквартальное, ежегодное) составление пояснительных записок к выходным формам с расчетами основных аналитических показателей и отклонений от плановых, нормативных, среднеотраслевых значений.

На основе полученных результатов финансово-экономического анализа может быть сформулирована финансовая политика предприятия на предстоящий период (квартал, год). В частности, может быть принято решение о реструктуризации имущественного комплекса (продаже неиспользуемых материальных активов, обновлении сильно изношенных основных средств, переоценке основных фондов с учетом их рыночной стоимости, изменении механизма начисления амортизации и т. д.). Принимаемые руководством предприятия решения должны быть направлены на повышение его доходности, рыночной стоимости и деловой активности.

6.2. Характеристика аналитических процедур

Прежде чем давать характеристику аналитических процедур анализа финансового состояния, необходимо четко уяснить то, что такой анализ может проводиться в рамках двух моделей: экспресс-анализа финансово-хозяйственной деятельности и углубленного финансового анализа.

Цель экспресс-анализа финансово-хозяйственной деятельности состоит в получении оперативной, наглядной и достоверной информации о финансовом благополучии предприятия. Экспресс-анализ целесообразно выполнять в три этапа: предварительный этап, предварительный обзор бухгалтерской отчетности, экономическое чтение и анализ отчетности.

На предварительном этапе принимается решение о целесообразности анализа финансовой отчетности и ее готовности к чтению. Такое решение может основываться на основе аудиторского заключения, которое бывает двух типов – стандартное и нестандартное. Стандартное заключение – унифицированный и кратко изложенный документ, содержащий положительную оценку аудитора о достоверности представленных в отчетности сведений об имущественном и финансовом положении предприятия. При наличии такого заключения внешний аналитик может положиться на мнение аудитора и не совер-

шать дополнительных аналитических процедур с целью определения финансового состояния фирмы.

Нестандартное аудиторское заключение более объемное и содержит дополнительную информацию, полезную пользователям отчетности. Оно может содержать безусловную положительную оценку деятельности предприятия либо такую оценку, но с оговорками.

Цель второго этапа – ознакомление с годовым отчетом и пояснительной запиской к нему. Это необходимо, чтобы оценить условия работы предприятия в отчетном периоде и установить основные тенденции показателей его деятельности (рентабельность, оборачиваемость активов, ликвидность баланса и др.).

Третий этап – ключевой в экспресс-анализе. Его цель – обобщенная характеристика финансово-хозяйственной деятельности предприятия. Он проводится с различной степенью детализации в интересах пользователей информации. В общем виде на данном этапе осуществляется изучение источников средств предприятия, их размещения и эффективности использования. Смысл экспресс-анализа – отбор небольшого количества показателей и постоянное отслеживание их динамики. Один из вариантов отбора аналитических показателей приведен в таблице (табл. 6.2).

Экспресс-анализ завершается выводом о целесообразности дальнейшего углубленного (детального) анализа финансово-хозяйственной деятельности предприятия.

Таблица 6.2

Система аналитических показателей для экспресс-анализа

Направление (процедура) финансового анализа	Показатель
1. Оценка экономического потенциала предприятия. 1.1. Оценка имущественного положения	1. Величина основных средств и их доля в активах. 2. Коэффициенты износа, обновления и выбытия основных средств. 3. Общая сумма хозяйственных средств у предприятия (валюта баланса)
1.2. Оценка финансового положения	1. Величина собственного капитала и его доля в источниках средств. 2. Коэффициент общей ликвидности (платежеспособности). 3. Доля собственных оборотных средств в оборотных активах и краткосрочных обязательствах. 4. Доля долгосрочных обязательств в источниках средств. 5. Коэффициент покрытия запасов (МПЗ / краткосрочные обязательства)
1.3. Наличие неблагоприятных статей в бухгалтерской отчетности	1. Убытки. 2. Ссуды и займы, не погашенные в срок. 3. Просроченная дебиторская и кредиторская задолженность. 4. Векселя выданные (полученные) просроченные
2. Оценка результативности финансово-хозяйственной деятельности. 2.1. Оценка прибыльности	1. Бухгалтерская прибыль. 2. Рентабельность продаж. 3. Рентабельность текущей деятельности
2.2. Оценка динамичности развития предприятия	1. Сравнительные темпы роста выручки от реализации, активов и прибыли. 2. Оборачиваемость активов и собственного капитала.

	3. Продолжительность операционного и финансового циклов
2.3. Оценка эффективности использования экономического потенциала	1. Рентабельность авансированного (совокупного) капитала. 2. Рентабельность собственного капитала

Завершив рассмотрение основных моментов в проведении экспресс-анализа финансовой отчетности, перейдем к уяснению положений углубленного анализа.

Цель углубленного анализа – детальная характеристика имущественного и финансового положения предприятия, оценка его текущих финансовых результатов и прогноз на будущий период. Он дополняет и расширяет процедуры экспресс-анализа. Степень детализации зависит от квалификации и желания аналитика.

В общем виде программа углубленного анализа финансово-хозяйственной деятельности предприятия выглядит следующим образом (как один из возможных вариантов):

1. Предварительный обзор финансово-экономического положения предприятия.

1.1. Характеристика общей направленности финансово-хозяйственной деятельности.

1.2. Выявление неблагоприятных статей отчетности.

2. Оценка и анализ экономического потенциала.

2.1. Оценка имущественного положения:

- горизонтальный и вертикальный анализ баланса;
- анализ качественных сдвигов в имущественном положении.

2.2. Оценка финансового положения:

- оценка финансовой устойчивости;
- оценка ликвидности и платежеспособности;

3. Оценка и анализ результативности деятельности предприятия:

- анализ показателей рентабельности (доходности);
- анализ показателей оборачиваемости;
- оценка положения на рынке ценных бумаг.

Кратко рассмотрим содержание отдельных аналитических процедур.

Предварительную оценку финансового состояния можно получить на основе выявления «неблагополучных» статей баланса, которые условно можно подразделить на две группы:

1) характеризующие неудовлетворительную работу предприятия в отчетном периоде, что привело к неустойчивому финансовому положению (непокрытые убытки прошлых лет и отчетного года);

2) свидетельствующие об определенных недостатках в деятельности предприятия.

Такие статьи выявляются по данным аналитического учета и приложения к балансу (форма № 5).

Например, долгосрочные кредиты и займы, в том числе не погашенные в срок; краткосрочные кредиты и займы, в том числе не погашенные в срок; де-

биторская задолженность, в том числе просроченная; кредиторская задолженность, в том числе просроченная.

Анализ динамики валюты бухгалтерского баланса. Эта процедура обусловлена тем, что общая оценка финансового состояния предприятия осуществляется на основе бухгалтерского баланса (форма № 1). Важно помнить, что общий итог актива и пассива носит название валюты баланса.

Необходимо подчеркнуть, что у западных фирм активы располагаются по понижающейся степени ликвидности. На российских же предприятиях, наоборот, по возрастающей: нематериальные активы, основные средства и другие внеоборотные активы, запасы, дебиторская задолженность, краткосрочные финансовые вложения и денежные средства.

При этом пассивы (согласно отечественной методологии финансовой отчетности) располагаются по понижающимся срокам погашения обязательств: капитал и резервы, долгосрочные обязательства, краткосрочные обязательства. Однако в любом случае должно соблюдаться главное бухгалтерское уравнение: **актив = пассив** или **актив = обязательства + капитал и резервы**.

На практике используются такие методы анализа динамики валюты бухгалтерского баланса: пространственный (горизонтальный) и структурный (вертикальный) анализ баланса.

Горизонтальный анализ предполагает сравнение значений валюты баланса за определенный период времени (как правило, за 2–3 года).

В результате такого сравнения определяются абсолютные и относительные отклонения валюты бухгалтерского баланса. При этом горизонтальный анализ заключается в сравнении каждой балансовой статьи с предыдущим периодом (годом, кварталом). В этих целях составляется несколько аналитических таблиц, в которых абсолютные балансовые показатели дополняются относительными темпами роста (снижения). Степень агрегирования (детализации) показателей устанавливает аналитик. Как правило, изучаются базисные темпы роста за ряд смежных периодов, что позволяет анализировать динамику отдельных балансовых статей, а также прогнозировать их значения на будущий период.

Вертикальный же анализ предполагает определение структурного состава изучаемого явления. В данном случае речь идет об определении структуры отдельных разделов бухгалтерского баланса. Результатом горизонтального анализа является определение удельных весов статей баланса в общей их совокупности. Для аналитика важным является не только получение значений структуры исследуемого явления (удельных весов), но и их отклонения за 2–3 отчетных периода.

Для получения более наглядной информации целесообразно также сравнить отчетный баланс активов и пассивов с прогнозным балансом.

Для уяснения рассмотренного материала приведем пример проведения горизонтального и вертикального анализа анализируемого предприятия.

Горизонтальный анализ баланса мы проведем в два этапа – отдельно проанализируем активную и пассивную части (табл. 6.3 и 6.4).

Таблица 6.3

Горизонтальный анализ актива баланса ООО «Сильвер-Пак» за 2015 г.

Актив	Абсолютные величины, руб.		Изменения		
	на начало периода	на конец периода	в абсолютных величинах	в процентах к величине на начало периода	в процентах к изменению итога баланса
Внеоборотные активы	3 591	16 472	12 881	58,70	58,49
Оборотные активы	10 508	19 651	9 143	87,01	41,51
в том числе: запасы и затраты	5 965	15 268	9 303	155,96	42,24
дебиторская задолженность	4 519	4 374	-145	-3,21	-0,66
краткосрочные финансовые вложения	13	0	-13	-100,00	-0,06
денежные средства	11	9	-2	-18,18	-0,01
ИТОГО	14 099	36 123	22 024	156,21	100

Данная таблица показывает, что активы предприятия возросли за 2015 г. на 22 024 тыс. руб., или в 2,6 раза. В динамике активов произошли разные тенденции. Так, внеоборотные активы выросли в 4,6 раза, а оборотные активы сократились. К числу благоприятных тенденций следует отнести снижение дебиторской задолженности на 3,21 %. К отрицательным тенденциям следует отнести снижение денежных средств на 18,18 % и краткосрочных финансовых вложений на 100 %.

За отчетный период имущество анализируемого предприятия увеличилось на 22 024 тыс. руб. составив в конце периода 36 123 тыс. руб. Данное изменение на 87,01 % обусловлено увеличением оборотных средств и на 358,70 % – увеличением основных средств и вложений.

Таблица 6.4

Анализ пассива баланса ООО «Сильвер-Пак» за 2015 г.

Пассив	Абсолютная величина		Изменения		
	на начало периода	на конец периода	в абсолютных величинах	в процентах к величине на начало периода	в процентах к изменению итога баланса
Собственные средства:					
уставный капитал	2	2	0,00	0,00	0,00
резервный капитал	–	–	–	–	–
нераспределенная прибыль отчетного года	10	494	484	4 840,00	2,20
ИТОГО	22	506	484	2 200,00	2,20

Заемные средства:					
долгосрочные кредиты	3 705	1 073	-2 632	-71,04	-11,95
краткосрочные кредиты	370	0	-370	-100,00	-1,68
кредиторская задолженность	10 002	34 544	24 542	245,37	111,43
ИТОГО	14 077	35 617	21 540	153,02	97,80
ВСЕГО	14 099	36 123	22 024	156,21	100

Из данной таблицы видно, что на конец отчетного периода собственный капитал увеличивается на 484 тыс. руб. Увеличение произошло за счет перераспределения прибыли.

Кредиторская задолженность на конец 2015 г. составила 34 544 тыс. руб., что на 24 542 тыс. руб. больше прошлогодней задолженности. Можно сделать вывод, что предприятие является финансово неустойчивым, что видно из соотношения собственных и заемных средств. По норме, заемных средств должно быть менее 50 %, дальнейшее их увеличение ведет к потере финансовой самостоятельности. В ООО доля привлеченных средств на конец 2015 г. составляет 98,6 %.

У предприятия серьезные проблемы с собственным капиталом. Но, учитывая высокую стоимость банковских кредитов, ООО не берет краткосрочные ссуды для погашения задолженности.

Увеличение имущества предприятия на 22 024 тыс. руб. (на 2,2 %) было обеспечено ростом собственных средств, а на 97,8 % – покрывалось увеличением обязательств предприятия. Рост источников собственных средств на 484 тыс. руб. повысил долю имущества предприятия, покрываемую собственными средствами, за период до 1,40 %.

Большое значение для оценки финансового состояния имеет вертикальный (структурный) анализ актива и пассива баланса, при котором приоритетное внимание уделяется изучению относительных показателей.

Цель вертикального анализа состоит в определении удельного веса отдельных статей в итоге баланса и оценке его колебаний (табл. 6.5 и 6.6).

Таблица 6.5

Анализ актива баланса ООО «Сильвер-Пак» за 2015 г.

Актив	Абсолютные величины, руб.		Относительные величины, руб.		Изменения в относительных величинах
	на начало периода	на конец периода	на начало периода	на конец периода	
Внеоборотные активы	3 591	16 472	25,47	45,60	20,13
Оборотные активы	10 508	19 651	74,53	54,40	-20,13
в том числе:					
запасы и затраты	5 965	15 268	56,77	77,70	20,93
дебиторская задолженность	4 519	4 374	43,01	22,26	-20,75
краткосрочные финансовые вложе-	13	0	0,12	0,00	-0,12

ния					
денежные средства	11	9	0,10	0,05	-0,06
ИТОГО	14 099	36 123	100	100	–

Из данной таблицы видно, что в конце периода удельный вес основных средств и вложений в имущество предприятия увеличился на 20,13 %, составив 16 472 тыс. руб., а удельный вес материальных оборотных средств вырос на 20,93 %, составив 15 268 тыс. руб.

На 18,18 % уменьшился к концу отчетного периода удельный вес денежных средств, равнявшихся 9 тыс. руб.

На 3,21 % снизился удельный вес дебиторской задолженности, равнявшейся к концу периода 4 374 тыс. руб.

Таблица 6.6

Анализ пассива баланса ООО «Сильвер-Пак» за 2015 г.

Пассив	Абсолютная величина		Удельные веса		Изменения в удельных весах
	на начало периода	на конец периода	на начало периода	на конец периода	
Собственные средства:					
уставный капитал	2	2	0,01	0,01	-0,01
резервный капитал	–	–	–	–	–
нераспределенная прибыль отчетного года	10	494	0,07	1,37	1,30
ИТОГО	22	506	0,16	1,40	1,24
Заемные средства:					
долгосрочные кредиты	3 705	1 073	26,28	2,97	-23,31
краткосрочные кредиты	370	0	2,62	0,00	-2,62
кредиторская задолженность	10 002	34 544	70,94	95,63	24,69
ИТОГО	14 077	35 617	99,84	98,60	-1,24
ВСЕГО	4 099	36 123	100	100	–

Очевидно, что пассивная часть баланса характеризуется преобладающим удельным весом заемного капитала. Следует обратить внимание на состав заемных средств.

Основную долю их составляет задолженность перед поставщиками и подрядчиками (34 544 тыс. руб.). Увеличился ее удельный вес в составе пассивов предприятия на 24,69 %.

Удельный вес кредитных и других заемных источников уменьшился на 23,31 %, составив в конце периода 2,97 %. В тоже время доля кредиторской задолженности предприятия увеличилась на 24,69 %, достигнув 95,63 %.

Чтобы сделать правильные выводы о причинах изменения в структуре активов предприятия, целесообразно провести детальный анализ разделов и от-

дельных статей актива баланса с привлечением данных формы № 5, главной книги и аналитического учета.

Например, увеличение в составе внеоборотных активов такого элемента, как «Незавершенное строительство», свидетельствует об отвлечении денежных ресурсов предприятия в незаконченные строительные объекты, что негативно сказывается на его текущем финансовом положении.

Наличие в составе активов долгосрочных финансовых вложений указывает на инвестиционную направленность этих вложений. Поэтому следует оценить доходность, ликвидность и риск эмиссионных ценных бумаг, входящих в состав фондового портфеля акционерного общества.

Наличие в составе первого раздела баланса нематериальных активов косвенно отражает избранную предприятием стратегию как инновационную, так как оно вкладывает средства в патенты, лицензии, программные продукты и другие объекты интеллектуальной собственности.

Детальный анализ эффективности использования нематериальных активов очень важен для руководителей предприятия. Однако по данным бухгалтерского баланса он не может быть осуществлен. Для него требуются показатели из формы № 5 и внутренняя учетная информация.

При изучении структуры запасов основное внимание уделяется изучению тенденций изменения таких элементов, как сырье и материалы, незавершенное производство, готовая продукция и товары для перепродажи, товары отгруженные. Увеличение доли запасов в общем объеме оборотных активов может свидетельствовать о:

- 1) наращивании производственного потенциала предприятия;
- 2) стремлении за счет вложений в запасы обезопасить денежные средства от обесценения вследствие высокой инфляции;
- 3) неэффективности выбранной экономической стратегии, вследствие которой значительная часть оборотных активов иммобилизована в материально-производственных запасах, чья ликвидность может оказаться невысокой.

Высокая доля дебиторской задолженности в активе баланса свидетельствует о том, что предприятие широко использует для авансирования своих покупателей коммерческий (товарный) кредит. Кредитуя их, предприятие фактически делится с ними частью своего дохода. Однако, когда платежи предприятию задерживаются, оно вынуждено брать кредиты для обеспечения текущей хозяйственной деятельности, увеличивая тем самым собственную кредиторскую задолженность.

Горизонтальный и вертикальный анализ взаимодополняют друг друга, на их базе составляется сравнительный аналитический баланс.

Сравнительный аналитический баланс. В сравнительный аналитический баланс включаются основные группы статей его актива и пассива. Он характеризует как структуру данной формы бухгалтерской отчетности, так и динамику ее показателей. С помощью аналитического баланса систематизируются предыдущие расчеты показателей. Для наглядности представим сравнительный

аналитический баланс акционерного общества. Все его показатели можно разделить на три группы (табл. 6.7):

1) показатели структуры баланса (графа 7); 2) параметры динамики баланса (графа 8);

3) показатели структурной динамики баланса (графа 9).

Таблица 6.7

Сравнительный аналитический баланс акционерного общества

Показатели	Абсолютные величины, тыс. руб.		Удельный вес, %		Отклонения			
	на начало года	на конец отчетного периода	на начало года	на конец отчетного периода	абсолютных величин, тыс. руб.	удельного веса, %	к величинам на начало года, %	к изменению итога баланса, %
Актив								
I. Внеоборотные активы								
Нематериальные активы	546	1 033	0,4	0,6	+487	+0,2	+89,2	+1,1
Основные средства	96 034	108 493	73,3	61,8	+12 459	-11,5	+13,0	+28,1
Незавершенное строительство	5 821	19 291	4,4	11,0	+13 470	+6,6	+231,4	+30,4
Доходные вложения в материальные ценности	–	–	–	–	–	–	–	–
Долгосрочные финансовые вложения	1 972	1 003	1,5	0,6	-969	-0,9	-49,2	-2,2
Прочие внеоборотные активы	–	–	–	–	–	–	–	–
Итого по разделу I	104 373	129 820	79,6	74,0	25 447	-5,6	+24,4	+57,4
II. Оборотные активы								
Запасы	3 555	5 789	2,7	3,3	+2 234	+0,6	+62,7	+5,0
НДС по приобретенным ценностям	515	1 336	0,4	0,8	+821	+0,4	+159,4	+1,8
Дебиторская задолженность	19 970	25 034	15,2	14,3	+5 064	-0,9	+25,3	+11,4
Краткосрочные финансовые вложения	672	1 460	0,5	0,8	+788	+0,3	117,3	+1,7
Денежные средства	2 034	11 974	1,6	6,8	+9 940	+5,2	+408,9	+22,7
Прочие оборотные активы	–	–	–	–	–	–	–	–
Итого по разделу II	26 746	45 593	20,4	26,0	+18 847	+5,6	+70,4	+42,6

Баланс (I + II)	131 119	175 413	100,0	100,0	+44 294	–	+33,8	100,0
Пассив								
III. Капитал и резервы								
Уставный капитал	53 058	53 058	40,5	30,2	–	-10,3	–	–
Добавочный капитал	49 926	56 019	38,1	31,9	+6 093	-6,2	+12,2	+13,8
Резервный капитал	1 256	1 731	0,9	1,0	+475	+0,1	+38,0	+1,1
Фонд социальной сферы	956	1 265	0,7	0,7	+309		+32,3	+0,7
Целевое финансирование и поступления	41	–	–	–	–	-41	-100,0	-0,1
Нераспределенная прибыль отчетного года	11 858	41 965	9,1	24,0	+30 107	+14,9	+253,8	+67,9
Итого по разделу III	117 075	154 018	89,3	87,8	+36 943	-1,5	+31,6	+83,4
IV. Долгосрочные обязательства								
Долгосрочные кредиты и займы	1 949	1 611	1,5	0,9	-338	-0,6	-17,4	-0,8
Итого по разделу IV	1 949	1 611	1,5	0,9	-338	-0,6	-17,4	-0,8
V. Краткосрочные обязательства								
Займы и кредиты	10 224	17 249	7,8	9,8	+7 025	+2,0	+68,7	+15,9
Кредиторская задолженность	256	226	0,2	0,1	-30	-0,1	-11,7	-0,1
Задолженность участникам по уплате дивидендов	223	105	0,2	0,1	-118	-0,1	-52,9	-0,3
Доходы будущих периодов	20	–	–	–	-20	–	-100,0	–
Резервы предстоящих расходов	1 372	2 204	1,0	1,3	+832	+0,3	+60,7	+1,9
Прочие краткосрочные обязательства	–	–	–	–	–	–	–	–
Итого по разделу V	12 095	19 784	9,2	11,3	+7 689	+2,1	+63,5	+17,4
Баланс (III + IV + V)	131 119	175 413	100,0	100,0	+44 294	–	+33,8	100,0

Из сравнительного аналитического баланса можно получить ряд важнейших критериев финансового состояния предприятия. К ним относятся:

1) общая стоимость имущества предприятия, равная валюте баланса на начало года и конец отчетного периода. По данным анализирующего баланса стоимость имущества акционерного общества выросла на 44 294 тыс. руб. (175 413 – 131 119), или 33,8 %;

2) стоимость иммобилизованного имущества, равного итогу первого раздела актива баланса «Внеоборотные активы». В рассматриваемом примере стоимость внеоборотных активов общества увеличилась на 25 447 тыс. руб. (129 820 – 104 373), или 24,4 %;

3) стоимость мобильных (оборотных) активов. В исследуемом акционерном обществе она выросла на 18 847 тыс. руб. (45 593 – 26 746), или 70,4 %;

4) стоимость материально-производственных запасов (сырья и материалов, незавершенного производства, готовой продукции и товаров для перепродажи, товаров отгруженных). Их величина по акционерному обществу увеличилась на 2 234 тыс. руб. (5 789 – 3 555), или 62,7 %;

5) объем собственного капитала предприятия (раздел III баланса). Его сумма за отчетный год выросла на 36 943 тыс. руб. (154 018 – 117 075), или 31,6 %, в том числе величина авансированного капитала (уставного, добавочного, фонда социальной сферы, целевого финансирования и поступлений) – на 13 361 тыс. руб. (110 322 – 96 961), или 13,8 %, а накопленной прибыли (резервного капитала и нераспределенной прибыли отчетного года) – на 23 582 тыс. руб. (43 696 – 20 114), или 117,5 %;

б) величина заемных средств, равная сумме итогов разделов IV и V баланса.

По анализируемому акционерному обществу данная сумма выросла на 7 351 тыс. руб. (21 395 – 14 044), или 52,4 %;

7) объем собственных средств в обороте, равный разнице итогов между разделами II и V баланса. На начало отчетного года их величина составляла 14 651 тыс. руб. (26 746 – 12 095), а на конец отчетного периода – 25 809 тыс. руб. (45 593 – 19 784). Прирост показателя равен 11 158 тыс. руб. (25 809 – 14 651) или 76,2%, что свидетельствует об улучшении финансового положения акционерного общества.

Анализируя сравнительный баланс, целесообразно обратить внимание на изменение удельного веса собственных оборотных средств в стоимости имущества, на соотношение темпов роста собственного и заемного капитала, а также на соотношение дебиторской и кредиторской задолженности.

Например, доля собственных оборотных средств (чистого оборотного капитала) в общем объеме оборотных активов (раздел II баланса) на начало отчетного года составляла 55,3 % ($14\,651 : 26\,476 \times 100$), а на конец отчетного периода 56,6 % ($25\,809 : 45\,593 \times 100$). Рекомендуемое минимальное значение данного показателя равно 10 %. Следовательно, акционерное общество имеет реальные возможности погасить за счет собственных оборотных средств первоочередные краткосрочные обязательства (из раздела V баланса).

Пассив баланса характеризуется преобладающим удельным весом собственного капитала в его валюте. На начало отчетного года доля собственных

источников составляла 89,3 %, а на конец отчетного периода практически не изменилась (87,8 %), что также положительно характеризует деятельность акционерного общества.

Таким образом, признаками удовлетворительного баланса являются:

1) валюта баланса в конце отчетного периода увеличилась по сравнению с началом;

2) темпы прироста оборотных активов выше, чем темпы прироста внеоборотных активов;

3) собственный капитал организации больше, чем 50 %, а темпы его роста выше, чем темпы роста заемного капитала;

4) темпы прироста дебиторской и кредиторской задолженности примерно одинаковы.

В заключение отметим, что результаты проведенного анализа финансового состояния организации используются внутренними и внешними пользователями информации для принятия управленческих решений в отношении анализируемого предприятия.

Вопросы для самопроверки:

1. Что является ключевой целью анализа финансового состояния?
2. Каковы локальные цели анализа финансового состояния?
3. Какие задачи решает исследование финансового состояния?
4. Перечислите методы анализа финансового состояния.
5. Раскройте содержание горизонтального анализа баланса.
6. Раскройте содержание вертикального анализа баланса.
7. В чем особенность применения сравнительного анализа?
8. Дайте характеристику экспресс-анализу финансово-хозяйственной деятельности.
9. Дайте характеристику углубленного анализа финансового состояния.
10. Для чего проводится анализ финансового состояния организации?

7. УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСИРОВАНИЕМ АКТИВОВ ОРГАНИЗАЦИИ

Тезисы. Финансирование оборотных активов. Финансирование внеоборотных активов.

7.1. Финансирование оборотных активов

Финансирование оборотных активов является одной из важнейших функций финансового менеджмента. В этой теме мы рассмотрим основы политики управления таким финансированием.

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

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

Разработка политики финансирования оборотных активов осуществляется по следующим четырем основным этапам. Для уяснения материала данной темы необходимо рассмотреть содержание каждого из указанных этапов.

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

На первом этапе анализа проводится оценка достаточности финансовых средств, инвестируемых в оборотные активы, с позиций удовлетворения потребности в них в предшествующем периоде. Такая оценка проводится на основе коэффициента достаточности финансирования оборотных активов предприятия в целом, в том числе собственных оборотных активов. Расчет указанных коэффициентов осуществляется по следующим формулам:

$$КДФ_{oa} = \frac{\PhiПО_{oa}}{НПО_{oa}}, \quad КДФ_{coa} = \frac{\PhiПО_{coa}}{НПО_{coa}}, \quad (29)$$

где $КДФ_{oa}$ – коэффициент достаточности финансирования оборотных активов в рассматриваемом периоде, $КДФ_{coa}$ – коэффициент достаточности финансирования собственных оборотных активов, $\PhiПО_{oa}$ – фактический период оборота оборотных активов в днях в рассматриваемом периоде, $НПО_{oa}$ – норматив оборотных активов предприятия в днях, установленный на соответствующий рассматриваемый период, $\PhiПО_{coa}$ – фактический период оборота собственных

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

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

$$K_{coa} = \frac{ЧОА}{ОА}, \quad (30)$$

где K_{coa} – коэффициент чистых оборотных активов (чистого рабочего капитала) предприятия, ЧОА – средняя сумма чистых оборотных активов (чистого рабочего капитала) предприятия в рассматриваемом периоде, ОА – средняя сумма оборотных активов (рабочего капитала) предприятия в рассматриваемом периоде.

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

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

$$ОТФ_{oa} = З_{тмц} + ДЗ - КЗ, \quad (31)$$

где $ОТФ_{oa}$ – средний объем текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия в рассматриваемом периоде, $З_{тмц}$ – средняя сумма запасов товарно-материальных ценностей в составе оборотных активов предприятия в рассматриваемом периоде, ДЗ – средняя сумма дебиторской задолженности предприятия в рассматриваемом периоде, КЗ – средняя сумма кредиторской задолженности предприятия в рассматриваемом периоде.

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

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

$$КТФ_{oa} = \frac{ОТФ_{oa}}{ОА_{oa}}, \quad (32)$$

где $КТФ_{oa}$ – коэффициент текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия в рассматриваемом периоде, $ОТФ_{oa}$ – средний объем текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия в рассматриваемом периоде, $ОА$ – средняя сумма оборотных активов предприятия в рассматриваемом периоде.

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

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

Существует три принципиальных подхода к финансированию различных групп оборотных активов предприятия:

1. Консервативный подход к финансированию оборотных активов предполагает, что за счет собственного и долгосрочного заемного капитала должны финансироваться постоянная часть оборотных активов и примерно половина переменной их части. Вторая половина переменной части оборотных активов должна финансироваться за счет краткосрочного заемного капитала. Такая модель (тип политики) финансирования оборотных активов обеспечивает высокий уровень финансовой устойчивости предприятия.

2. Умеренный (или компромиссный) подход к финансированию оборотных активов предполагает, что за счет собственного и долгосрочного заемного капитала должна финансироваться постоянная часть оборотных активов, в то время как за счет краткосрочного заемного капитала – весь объем переменной их части. Такая модель (тип политики) финансирования оборотных активов обеспечивает приемлемый уровень финансовой устойчивости предприятия и рентабельность использования собственного капитала, приближенную к среднерыночной норме прибыли на капитал.

3. Агрессивный подход к финансированию оборотных активов предполагает, что за счет собственного и долгосрочного заемного капитала финансируется лишь небольшая доля постоянной их части (не более половины), в то время как за счет краткосрочного заемного капитала – преимущественная доля постоянной и вся переменная части оборотных активов. Такая модель (тип политики) создает проблемы в обеспечении текущей платежеспособности и финансовой устойчивости предприятия. Вместе с тем, она позволяет осуществлять операционную деятельность с минимальной потребностью в собственном капи-

тале, а, следовательно, обеспечивать при прочих равных условиях наиболее высокий уровень его рентабельности.

Оптимизация объема текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) с учетом формируемого финансового цикла предприятия. Такая оптимизация позволяет выявить и минимизировать реальную потребность предприятия в финансировании оборотных активов за счет собственного капитала и привлекаемого финансового кредита (в долгосрочной или краткосрочной его формах).

На первом этапе расчетов прогнозируется объем кредиторской задолженности предприятия в предстоящем периоде. Расчет прогнозируемого объема кредиторской задолженности предприятия в предстоящем периоде осуществляется по следующей формуле:

$$KЗ_{п} = (KЗ_{т} + KЗ_{вн} - KЗ_{пр}) \times (1 + T_p), \quad (33)$$

где $KЗ_{п}$ – прогнозируемый объем кредиторской задолженности предприятия, $KЗ_{т}$ – средняя фактическая сумма кредиторской задолженности предприятия по товарным операциям в аналогичном предшествующем периоде, $KЗ_{вн}$ – средняя фактическая сумма внутренней кредиторской задолженности (кредиторской задолженности прочих видов) предприятия в аналогичном предшествующем периоде, $KЗ_{пр}$ – средняя фактическая сумма просроченной кредиторской задолженности предприятия (всех видов) в аналогичном предшествующем периоде, T_p – планируемый темп прироста объема производства продукции, выраженный десятичной дробью.

Пример. Определить объем кредиторской задолженности предприятия в предстоящем году исходя из следующих данных:

– среднегодовая сумма кредиторской задолженности предприятия по товарным операциям составляла 20 000 условных денежных единиц, в том числе просроченной – 3 000 условных денежных единиц;

– среднегодовая суша внутренней кредиторской задолженности предприятия составляла 4 000 условных денежных единиц, в том числе просроченной – 1 000 условных денежных единиц;

– планируемый темп прироста объема производства продукции на предстоящий год составляет 20 %.

Исходя из этих данных, прогнозируемый объем кредиторской задолженности предприятия составит: $(20000 + 4000 - 3000 - 1000) \times (1 + 0,2) = 24 000$ условных денежных единиц.

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

Расчет осуществится по следующей формуле:

$$OT\Phi_{\pi} = Z_{\pi} + ДЗ_{\pi} - КЗ_{\pi}, \quad (34)$$

где $OT\Phi_{\pi}$ – прогнозируемый объем текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия, Z_{π} – планируемый объем запасов товарно-материальных ценностей в составе оборотных активов предприятия, $ДЗ_{\pi}$ – планируемый объем дебиторской задолженности предприятия, $КЗ_{\pi}$ – прогнозируемый объем кредиторской задолженности предприятия.

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

$$OT\Phi_{\pi} = ПФЦ \times ОР_{\pi}, \quad (35)$$

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

На третьем этапе расчетов с учетом вскрытых в процессе анализа резервов разрабатываются мероприятия по сокращению прогнозируемого объема текущего финансирования оборотных активов (а соответственно и продолжительности финансового цикла) предприятия. Основное внимание при разработке таких мероприятий уделяется обеспечению сокращения объема дебиторской задолженности и особенно – увеличению объема кредиторской задолженности предприятия.

Оптимизация структуры источников финансирования оборотных активов предприятия. При определении структуры этого финансирования выделяют следующие группы источников: собственный капитал предприятия, долгосрочный финансовый кредит, краткосрочный финансовый кредит, товарный (коммерческий) кредит, внутренняя кредиторская задолженность предприятия.

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

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

$$КФК_{\pi} = ЧОА_{\pi} - OT\Phi_{\pi}, \quad (36)$$

где $КФК_{\pi}$ – планируемая потребность в краткосрочном финансовом кредите, $ЧОА_{\pi}$ – прогнозируемая сумма чистых оборотных активов, $OT\Phi_{\pi}$ – прогнозиру-

емый объем текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия.

Расчет объема финансирования чистого оборотного капитала за счет долгосрочного финансового кредита осуществляется по формуле:

$$ДФК_{oa} = ДФК - ДФК_{oa} , \quad (37)$$

где $ДФК_{oa}$ – сумма долгосрочного финансового кредита, инвестированного в оборотные активы (чистый рабочий капитал), $ДФК$ – общая сумма долгосрочного финансового кредита, привлеченного предприятием, на начало планового периода, $ДФК_{oa}$ – сумма долгосрочного финансового кредита, привлеченного предприятием на целевое финансирование развития внеоборотных активов (капитальное строительство новых объектов, финансовый лизинг оборудования и т. п.).

Соответственно расчет объема собственного капитала, инвестированного в оборотные активы (чистый рабочий капитал), осуществляется по формуле:

$$СК_{oa} = ЧОА_{п} - ДФК_{oa} , \quad (38)$$

где $СК_{oa}$ – сумма собственного капитала, инвестируемого в оборотные активы (чистый рабочий капитал), $ЧОА_{п}$ – прогнозируемая сумма чистых оборотных активов (чистого рабочего капитала), $ДФК_{oa}$ – сумма долгосрочного финансового кредита, инвестированного в оборотные активы (чистый рабочий капитал).

Результаты разработанной политики формирования и политики финансирования оборотных активов получают свое отражение в сводном плановом документе – балансе формирования и финансирования оборотных активов.

Примерная форма такого баланса приведена в табл. 7.1.

Таблица 7.1

Примерная форма баланса формирования и финансирования оборотных активов предприятия

Потребность в оборотных активах		Источники финансирования оборотных активов	
Группы оборотных активов	Сумма	Группы источников финансирования ОА	Сумма
Запасы сырья, материалов, полуфабрикатов		Собственный капитал	
Объем незавершенного производства		Долгосрочный финансовый кредит	
Запасы готовой продукции		Краткосрочный финансовый кредит	
Дебиторская задолженность		Товарный кредит	
Денежные активы		Внутренняя кредиторская задолженность	
Прочие виды оборотных активов		Прочие источники финансирования	
Итого		Итого	

7.2. Финансирование внеоборотных активов

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

В процессе финансирования обновления отдельных видов операционных внеоборотных активов одной из наиболее сложных задач финансового менеджмента является выбор альтернативного варианта – приобретение этих активов в собственность или их аренда.

В современных условиях арендные (лизинговые) операции могут осуществляться предприятием в форме оперативного, финансового, возвратного и других форм лизинга (аренды) внеоборотных активов. Кратко охарактеризуем каждый из них.

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

Финансовый лизинг (аренда) представляет собой хозяйственную операцию, предусматривающую приобретение арендодателем по заказу арендатора основных средств с дальнейшей передачей их в пользование арендатора на срок, не превышающий периода полной их амортизации, с обязательной последующей передачей права собственности на эти основные средства арендатору.

Возвратный лизинг (аренда) представляет собой хозяйственную операцию предприятия, предусматривающую продажу основных средств финансовому институту (банку, страховой компании и т. п.) с одновременным обратным получением этих основных средств предприятием в оперативный или финансовый лизинг.

Решая дилемму аренды (лизинга) или приобретения в собственность отдельных видов материальных и нематериальных ценностей, следует исходить из преимуществ и недостатков арендных операций.

Основными преимуществами аренды (лизинга) являются:

- а) увеличение рыночной стоимости предприятия за счет получения дополнительной прибыли без приобретения основных средств в собственность;
- б) увеличение объема и диверсификация хозяйственной деятельности предприятия без существенного расширения объема финансирования его внеоборотных активов;
- в) существенная экономия финансовых ресурсов на первоначальном этапе использования арендуемых основных средств;

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

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

е) снижение базы налогообложения прибыли предприятия.

В соответствии с действующим законодательством арендная плата включается в состав себестоимости продукции (издержек), что снижает размер балансовой прибыли предприятия;

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

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

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

Основными недостатками аренды (лизинга) являются:

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

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

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

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

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

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

Критерием принятия управленческих решений о приобретении или аренде отдельных видов основных средств является сравнение суммарных потоков платежей при различных формах финансирования обновления имущества.

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

- приобретение обновляемых активов в собственность за счет собственных финансовых ресурсов;
- приобретение обновляемых активов в собственность за счет долгосрочного банковского кредита;
- аренда (лизинг) активов, подлежащих обновлению.

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

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

$$ДПК_n = \sum_{t=1}^n \frac{ПК(1 - H_n)}{(1+i)^t} + \frac{СК}{(1+i)^n}, \quad (39)$$

где $ДПК_n$ – сумма денежного потока по долгосрочному банковскому кредиту, приведенная к настоящей стоимости, $ПК$ – сумма уплачиваемого процента за кредит в соответствии с годовой его ставкой, $СК$ – сумма полученного кредита, подлежащего погашению в конце кредитного периода, H_n – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью, i – годовая ставка процента за долгосрочный кредит, выраженная десятичной дробью, n – количество интервалов, по которым осуществляется расчет процентных платежей, в общем обусловленном периоде времени, t – период интервала, по которому рассчитывается лизинговый платеж (1, 2, 3 и т. д.)

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

$$ДПЛ_n = АП_n + \sum_{t=1}^n \frac{ЛП(1 - H_n)}{(1+i)^t}, \quad (40)$$

где $ДПЛ_n$ – сумма денежного потока по лизингу (аренде) актива, приведенная к настоящей стоимости, $АП_n$ – сумма авансового лизингового платежа, предусмотренного условиями лизингового соглашения, $ЛП$ – годовая сумма регуляр-

ного лизингового платежа за использование арендуемого актива, N_{Π} – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью, i – среднегодовая ставка ссудного процента на рынке капитала (средняя ставка процента по долгосрочному кредиту), выраженная десятичной дробью, t – количество интервалов, по которым осуществляется расчет процентных платежей, в общем обусловленном периоде времени.

Выбор наиболее эффективной формы финансирования должен основываться на критерии – наименьшая настоящая стоимость денежного потока

В заключение отметим, что в современных условиях развитие российского рынка лизинговых услуг переживает трудные времена: высокие риски, недостаток ликвидности у коммерческих банков, слабая платежеспособность потенциальных лизингополучателей и др. Но эта форма финансирования обновления внеоборотных активов является в западной практике самой эффективной и следует ожидать ее расцвета и у нас в стране.

Вопросы для самопроверки:

1. Дайте определение политике финансирования оборотных активов.
2. Назовите основные этапы формирования политики финансирования оборотных активов.
3. Раскройте содержание анализа состояния оборотных активов в предшествующем периоде.
4. Раскройте классификацию и содержание принципов финансирования оборотных активов предприятия.
5. Каким образом оптимизировать объем текущего финансирования оборотных активов с учетом формируемого цикла предприятия?
6. На основе каких критериев оптимизируется состав источников финансирования ОА?
7. В чем преимущества и недостатки оперативного лизинга?
8. В чем преимущества и недостатки финансового лизинга?
9. В чем преимущества и недостатки возвратного лизинга?
10. Как сравнивать эффективность денежных потоков?

8. ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ ОРГАНИЗАЦИИ И УПРАВЛЕНИЕ ИМИ

Тезисы. Сущность денежного потока предприятия и принципы его оптимизации. Основные методы оценки денежного потока. Планирование и прогнозирование денежных потоков.

8.1. Сущность денежного потока предприятия и принципы его оптимизации

Денежный поток предприятия представляет собой совокупность распределенных во времени поступлений и выплат денежных средств, генерируемых его хозяйственной деятельностью.

Высокая роль эффективного управления денежными потоками предприятия определяется следующими основными положениями:

1. Денежные потоки обслуживают осуществление хозяйственной деятельности предприятия практически во всех ее аспектах. Эффективно организованные денежные потоки предприятия являются важнейшим симптомом его «финансового здоровья», предпосылкой достижения высоких конечных результатов его хозяйственной деятельности в целом.

2. Эффективное управление денежными потоками обеспечивает финансовое равновесие предприятия в процессе его стратегического развития. Темпы этого развития, финансовая устойчивость предприятия в значительной мере определяются тем, насколько различные виды потоков денежных средств синхронизированы между собой по объемам и во времени.

3. Рациональное формирование денежных потоков способствует повышению ритмичности осуществления операционного процесса предприятия. Любой сбой в осуществлении платежей отрицательно сказывается на формировании производственных запасов сырья и материалов, уровне производительности труда, реализации готовой продукции и т. п.

4. Эффективное управление денежными потоками позволяет сократить потребность предприятия в заемном капитале. Активно управляя денежными потоками, можно обеспечить более рациональное и экономное использование собственных финансовых ресурсов, формируемых из внутренних источников, снизить зависимость темпов развития предприятия от привлекаемых кредитов.

5. Управление денежными потоками является важным финансовым рычагом обеспечения ускорения оборота капитала предприятия. Ускоряя за счет эффективного управления денежными потоками оборот капитала, предприятие обеспечивает рост суммы, генерируемой во времени прибыли.

6. Эффективное управление денежными потоками обеспечивает снижение риска неплатежеспособности предприятия. Синхронизация поступления и выплат денежных средств, достигаемая в процессе управления денежными потоками предприятия, позволяет устранить фактор возникновения его неплатежеспособности.

7. Активные формы управления денежными потоками позволяют предприятию получать дополнительную прибыль, генерируемую непосредственно его денежными активами. Речь идет в первую очередь об эффективном использовании временно свободных остатков денежных средств в составе оборотных активов, а также накапливаемых инвестиционных ресурсов в осуществлении финансовых инвестиций.

Понятие «денежный поток предприятия» является агрегированным, включающим в свой состав многочисленные виды этих потоков, обслуживающих хозяйственную деятельность. В целях обеспечения эффективного целенаправленного управления денежными потоками они требуют определенной классификации. Такую **классификацию денежных потоков** осуществляют по следующим основным признакам:

1. По масштабам обслуживания хозяйственного процесса выделяются следующие виды денежных потоков:

а) денежный поток по предприятию в целом. Это наиболее агрегированный вид денежного потока, который аккумулирует все виды денежных потоков, обслуживающих хозяйственный процесс предприятия в целом;

б) денежный поток по отдельным структурным подразделениям (центрам ответственности) предприятия. Такая дифференциация денежного потока предприятия определяет его как самостоятельный объект управления в системе организационно-хозяйственного построения предприятия;

в) денежный поток по отдельным хозяйственным операциям. В системе хозяйственного процесса предприятия такой вид денежного потока следует рассматривать как первичный объект самостоятельного управления.

2. По видам хозяйственной деятельности выделяют следующие виды денежных потоков:

а) денежный поток по операционной деятельности. Он характеризуется денежными выплатами поставщикам сырья и материалов; сторонним исполнителям отдельных видов услуг, связанных с операционной деятельностью, – заработной платы персоналу, занятому в операционном процессе, а также осуществляющему управление этим процессом; налоговых платежей предприятия в бюджеты всех уровней и во внебюджетные фонды; другими выплатами, связанными с осуществлением операционного процесса. Одновременно этот вид денежного потока отражает поступления денежных средств от покупателей продукции, от налоговых органов в порядке осуществления перерасчета излишне уплаченных сумм и некоторые другие платежи;

б) денежный поток по инвестиционной деятельности. Он характеризует платежи и поступления денежных средств, связанные с осуществлением реального и финансового инвестирования, продажей выбывающих основных средств и нематериальных активов, ротацией долгосрочных финансовых инструментов инвестиционного портфеля и другие аналогичные потоки денежных средств, обслуживающие инвестиционную деятельность предприятия;

в) денежный поток по финансовой деятельности. Он характеризует поступления и выплаты денежных средств, связанные с привлечением дополни-

тельного акционерного или паевого капитала, получением долгосрочных и краткосрочных кредитов и займов, уплатой в денежной форме дивидендов и процентов по вкладам собственников и некоторые другие денежные потоки, связанные с осуществлением внешнего финансирования хозяйственной деятельности предприятия.

3. По направленности движения денежных средств выделяют два основных вида денежных потоков:

а) положительный денежный поток, характеризующий совокупность поступлений денежных средств на предприятие от всех видов хозяйственных операций (в качестве аналога этого термина используется термин «приток денежных средств»);

б) отрицательный денежный поток, характеризующий совокупность выплат денежных средств предприятием в процессе осуществления всех видов его хозяйственных операций (в качестве аналога этого термина используется термин «отток денежных средств»).

4. По методу исчисления объема выделяют следующие виды денежных потоков предприятия:

а) валовой денежный поток. Он характеризует всю совокупность поступлений или расходования денежных средств в рассматриваемом периоде времени в разрезе отдельных его интервалов;

б) чистый денежный поток. Он характеризует разницу между положительным и отрицательным денежными потоками (между поступлением и расходованием денежных средств) в рассматриваемом периоде времени в разрезе отдельных его интервалов.

Расчет чистого денежного потока по предприятию в целом, отдельным структурным его подразделениям (центрам ответственности), различным видам хозяйственной деятельности или отдельным хозяйственным операциям осуществляется по следующей формуле:

$$\text{ЧДП} = \text{ПДП} - \text{ОДП}, \quad (41)$$

где ЧДП – сумма чистого денежного потока в рассматриваемом периоде времени, ПДП – сумма положительного денежного потока (поступлений денежных средств) в рассматриваемом периоде времени, ОДП – сумма отрицательного денежного потока (расходования денежных средств) в рассматриваемом периоде времени.

5. По уровню достаточности объема выделяют следующие виды денежных потоков предприятия:

а) избыточный денежный поток. Он характеризует такой денежный поток, при котором поступления денежных средств существенно превышают реальную потребность предприятия в целенаправленном их расходовании;

б) дефицитный денежный поток. Он характеризует такой денежный поток, при котором поступления денежных средств существенно ниже реальных потребностей предприятия в целенаправленном их расходовании.

6. По методу оценки во времени выделяют следующие виды денежного потока:

а) настоящий денежный поток. Он характеризует денежный поток предприятия как единую сопоставимую его величину, приведенную по стоимости к текущему моменту времени;

б) будущий денежный поток. Он характеризует денежный поток предприятия как единую сопоставимую его величину, приведенную по стоимости к конкретному предстоящему моменту времени. Понятие будущий денежный поток может использоваться и как номинальная идентифицированная его величина в предстоящем моменте времени (или в разрезе интервалов будущего периода), которая служит базой дисконтирования в целях приведения к настоящей стоимости.

7. По непрерывности формирования в рассматриваемом периоде различают следующие виды денежных потоков предприятия:

а) регулярный денежный поток. Он характеризует поток поступления или расходования денежных средств по отдельным хозяйственным операциям (денежным потокам одного вида), который в рассматриваемом периоде времени осуществляется постоянно по отдельным интервалам этого периода;

б) дискретный денежный поток. Он характеризует поступление или расходование денежных средств, связанное с осуществлением единичных хозяйственных операций предприятия в рассматриваемом периоде времени.

Рассмотренная классификация позволяет более целенаправленно осуществлять учет, анализ и планирование денежных потоков различных видов на предприятии.

Разделение всей деятельности предприятия на три самостоятельные сферы очень важно в российской практике, поскольку хороший (т. е. близкий к нулю) совокупный поток может быть получен за счет элиминирования или компенсации отрицательного денежного потока по основной деятельности притоком средств от продажи активов (инвестиционная деятельность) или привлечением кредитов банка (финансовая деятельность). В этом случае величина совокупного потока маскирует реальную убыточность предприятия.

Текущая (основная) деятельность включает поступление и использование денежных средств, обеспечивающих выполнение основных производственно-коммерческих функций. При этом в качестве «притока» денежных средств будут выручка от реализации продукции в текущем периоде, погашение дебиторской задолженности, поступления от продажи бартера, авансы, полученные от покупателя. «Отток» денежных средств происходит в связи с платежами по счетам поставщиков и подрядчиков, с выплатой заработной платы, отчислениями в бюджет и внебюджетные фонды, уплатой процентов за кредит, отчислениями на социальную сферу. Поскольку основная деятельность компании является главным источником прибыли, она должна являться и основным источником денежных средств (табл. 8.1).

**Основные направления притока и оттока денежных средств
по основной деятельности**

Приток	Отток
1. Выручка от реализации продукции, работ, услуг. 2. Получение авансов от покупателей и заказчиков. 3. Прочие поступления (возврат сумм от поставщиков и сумм, выданных подотчетным лицам)	1. Платежи по счетам поставщиков и подрядчиков. 2. Выплата заработной платы. 3. Отчисления в соцстрах и внебюджетные фонды. 4. Расчеты с бюджетом по налогам. 5. Уплата процентов по кредиту. 6. Авансы выданные

Инвестиционная деятельность включает поступление и использование денежных средств, связанные с приобретением, продажей долгосрочных активов и доходами от инвестиций. В этом случае «притоки» денежных средств связаны с продажей основных средств, нематериальных активов, с получением дивидендов, процентов от долгосрочных финансовых вложений. «Оттоки» денежных средств объясняются приобретением основных средств, нематериальных активов, капитальными вложениями, долгосрочными финансовыми вложениями. Поскольку при благополучном ведении дел компания стремится к расширению и модернизации производственных мощностей, то это в целом приводит к временному оттоку денежных средств (табл.8.2).

Таблица 8.2

**Основные направления притока и оттока денежных средств
по инвестиционной деятельности**

Приток	Отток
1. Выручка от реализации активов долгосрочного использования. 2. Дивиденды и проценты от долгосрочных финансовых вложений. 3. Возврат других финансовых вложений	1. Приобретение имущества долгосрочного использования (основные средства, нематериальные активы). 2. Капитальные вложения. 3. Долгосрочные финансовые вложения

Финансовая деятельность – это деятельность, результатом которой являются изменения в размере и составе собственного капитала и заемных средств предприятия. Финансовая деятельность включает поступление денежных средств в результате получения кредитов или эмиссии акций, а также оттоки, связанные с погашением задолженности по ранее полученным кредитам, и выплату дивидендов. «Притоки» денежных средств могут быть за счет краткосрочных кредитов и займов, долгосрочных кредитов и займов, поступлений от эмиссии акций, целевого финансирования. «Оттоки» средств происходят в связи с возвратом краткосрочных кредитов и займов, возвратом долгосрочных кредитов и займов, выплатой дивидендов, погашением векселей (табл. 8.3).

**Основные направления притока и оттока денежных средств
по финансовой деятельности**

Приток	Отток
1. Полученные ссуды и займы. 2. Эмиссия акций, облигаций. 3. Получение дивидендов по акциям и процентов по облигациям	1. Возврат ранее полученных кредитов. 2. Выплата дивидендов по акциям и процентов по облигациям. 3. Погашение облигаций

Для эффективного управления финансовыми потоками большую роль играет определение оптимального размера оборотного капитала, так как денежные средства входят в его состав. С одной стороны, недостаток наличных средств может привести фирму к банкротству, и чем быстрее темпы ее развития, тем больше риск остаться без денег. С другой стороны, чрезмерное накопление денежных средств не является показателем благополучия, так как предприятие теряет прибыль, которую могло бы получить в результате инвестирования этих денег. Это приводит к «омертвлению» капитала и снижает эффективность его использования.

Одним из методов контроля за состоянием денежной наличности является управление соотношением балансового значения денежной наличности в величине оборотного капитала. Определяют коэффициент (процент) наличных средств от оборотного капитала делением суммы наличных денежных средств на сумму оборотных средств.

Возможен другой подход к определению количества наличности, необходимой для предприятия. Это оценка баланса наличности в сравнении с объемом реализации:

$$\text{Скорость оборота наличности} = \frac{\text{объем реализации за анализируемый период}}{\text{балансовое значение денежной наличности}} \quad (42)$$

Высокое значение показателя говорит об эффективном использовании наличности и позволяет увеличивать объем продаж без изменения оборотного капитала, сокращая издержки обращения, увеличивая прибыль.

С позиции теории инвестирования денежные средства представляют собой один из частных случаев инвестирования в товароматериальные ценности. Поэтому к ним применимы общие требования:

- необходим базовый запас денежных средств для выполнения текущих расчетов;
- необходимы определенные денежные средства для покрытия непредвиденных расходов;
- целесообразно иметь определенную величину свободных денежных средств для обеспечения возможного или прогнозируемого расширения деятельности.

Таким образом, к денежным средствам могут быть применены модели, разработанные в теории управления запасами и позволяющие оптимизировать величину денежных средств.

В западной практике наибольшее распространение получили модели Баумоля – Тобина и Миллера – Орра. Прямое применение этих моделей в отечественной практике пока затруднено ввиду инфляции, высоких учетных ставок, неразвитости рынка ценных бумаг и т. п.

Модель Баумоля – Тобина. Это модель спроса на деньги, согласно которой владельцы вкладов определяют размеры необходимой им суммы наличных денег исходя из соотношения убытков в виде неполученного на эту сумму банковского процента и стоимости оценки экономии времени от более редких посещений банка. Она предполагает, что предприятие начинает работать, имея максимальный для него уровень денежных средств, и затем постепенно расходует их. Все поступающие средства от реализации товаров и услуг вкладываются в краткосрочные ценные бумаги. Как только запас денежных средств истощается, то есть становится равным нулю или достигает некоторого заданного уровня безопасности, предприятие продает часть ценных бумаг и тем самым пополняет запас денежных средств до первоначальной величины. Таким образом, динамика остатка средств на расчетном счете представляет собой «пилообразный» график.

Сумма пополнения Q вычисляется по формуле:

$$Q = \sqrt{\frac{2 \cdot V \cdot C}{R}}, \quad (43)$$

где V – прогнозируемая потребность в денежных средствах в периоде, C – расходы по конвертации денежных средств в ценные бумаги, R – приемлемый и возможный для предприятия процентный доход по краткосрочным финансовым вложениям.

Таким образом, средний запас денежных средств составляет $Q / 2$, а общее количество сделок по конвертации ценных бумаг в денежные средства (K) составляет:

$$K = V / Q, \quad (44)$$

Общие расходы (OP) по реализации такой политики управления денежными средствами составляют:

$$OP = C \times K + R \times (Q / 2) \quad (45)$$

Первое слагаемое в этой формуле представляет собой прямые расходы, второе – упущенную выгоду от хранения средств на расчетном счете вместо того, чтобы инвестировать их в ценные бумаги.

Модель Баумоля – Тобина проста и в достаточной степени приемлема для предприятий, денежные расходы которых стабильны и прогнозируемы.

Модель Миллера – Орра отвечает на вопрос: как предприятию следует управлять денежным запасом, если невозможно предсказать каждодневный отток и приток денежных средств. При построении модели используется **процесс Бернулли** – стохастический процесс, в котором поступление и расходование денег от периода к периоду являются независимыми случайными событиями.

Остаток средств на счете хаотически меняется до тех пор, пока не достигает верхнего предела. Как только это происходит, предприятие начинает покупать ценные бумаги с целью вернуть запас денежных средств к некоторому нормальному уровню (точке возврата). Если запас денежных средств достигает нижнего предела, то предприятие продает свои ценные бумаги и пополняет запас денежных средств до нормального уровня.

Реализация данной модели осуществляется в несколько этапов:

- устанавливается минимальная величина денежных средств на расчетном счете;

- о статистическим данным определяется вариация ежедневного поступления средств на расчетный счет;

- определяются расходы по хранению средств на расчетном счете и расходы по трансформации денежных средств в ценные бумаги;

- рассчитывают размах вариации остатка денежных средств на расчетном счете;

- рассчитывают верхнюю границу денежных средств на расчетном счете при превышении которой необходимо часть денежных средств конвертировать в краткосрочные ценные бумаги;

- определяют точку возврата – величину остатка денежных средств на расчетном счете, к которой необходимо вернуться в случае, если фактический остаток средств на расчетном счете выходит за границы интервала (верхняя граница, нижняя граница).

С помощью модели Миллера – Орра можно определить политику управления средствами на расчетном счете.

8.2. Основные методы оценки денежного потока

Оценка движения денежных средств предприятия за отчетный период, а также планирование денежных потоков на перспективу является важнейшим дополнением анализа финансового состояния предприятия и выполняет следующие задачи:

- определение объема и источников, поступивших на предприятие денежных средств;

- выявление основных направлений использования денежных средств;

- оценка достаточности собственных средств предприятия для осуществления инвестиционной деятельности;

- определение причин расхождения между величиной полученной прибыли и фактическим наличием денежных средств.

Чтобы раскрыть реальное движение денежных средств на предприятии, оценить синхронность поступлений и платежей, а также увязать величину полученного финансового результата с состоянием денежных средств, следует выделить и проанализировать все направления поступления, а также их выбытие.

Основополагающие принципы управления потоком денежных средств:

- продавать как можно больше и по разумным ценам. Цена продажи включает в себя не только реальные денежные затраты, но и амортизацию (некассовую статью), которая на деле увеличивает денежный поток;
- как можно больше ускорять оборачиваемость всех видов запасов, избегая их дефицита, который может привести к падению объема продаж;
- как можно быстрее собирать деньги у дебиторов, не забывая, что чрезмерное давление на всех без исключения потребителей может привести к снижению объема будущих продаж;
- постараться достичь разумных сроков выплаты кредиторской задолженности без ущерба для дальнейшей деятельности компании.

Основными методами расчета величины денежного потока являются прямой, косвенный и матричный методы.

Оценка денежного потока прямым методом. Прямой метод основан на анализе движения денежных средств по счетам предприятия, что позволяет показать основные источники притока и направления оттока денежных средств, дает возможность делать оперативные выводы относительно достаточности средств для платежей по текущим обязательствам, устанавливает взаимосвязь между реализацией и денежной выручкой за отчетный период.

В оперативном управлении прямой метод может использоваться для контроля за процессом формирования прибыли и выводов относительно достаточности средств для платежей по текущим обязательствам.

Недостатком этого метода является то, что он не раскрывает взаимосвязи полученного финансового результата и изменения абсолютного размера денежных средств предприятия. Кроме того, данный метод требует больших затрат времени, чем другие методы оценки денежного потока, а полученная с его использованием отчетность менее полезна. Оценить все направления поступления (притоки) и выбытия (оттоки) денежных средств предприятия прямым методом можно с помощью табл. 8.4.

Таблица 8.4

Отчет о движении денежных средств (прямой метод)

	Наименование операции по счетам	50	51	52	Проч.	Всего
	Остаток денежных средств на начало периода					
+	Поток денежных средств по основной деятельности					
	Поступления					
	Поступления от реализации продукции, работ и услуг (62)					
	Авансы, полученные от покупателей (64)					

	Расчеты с подотчетными лицами (71)					
	Прочие поступления (67, 68, 69, 70, 80, 81)					
	Расход					
	Оплата за сырье и материалы (60)					
	Заработная плата рабочих и служащих (70)					
	Отчисления в бюджет и внебюджетные фонды (67, 68)					
	Прочие расходы (20, 23, 25, 26, 71, 80, 81)					
+	Поток денежных средств по инвестиционной деятельности					
	Поступления					
	Реализация долгосрочных активов (08, 47, 48)					
	Расход					
	Долгосрочные вложения и инвестиции (04, 06, 08, 58)					
+	Поток денежных средств по финансовой деятельности					
	Поступления					
	Поступление кредитов и займов (90, 92, 94, 95)					
	Эмиссия акций (75)					
	Расход					
	Возврат кредитов и займов (90, 92, 94, 95)					
	Выкуп акций (75)					
=	Совокупный денежный поток по всем видам деятельности					
	Остаток денежных средств на конец периода					

Необходимо помнить, что совокупный денежный поток должен быть равен разности начального и конечного сальдо денежных средств за период.

Оценка денежного потока косвенным методом. Суть косвенного метода состоит в преобразовании величины чистой прибыли в величину денежных средств. При этом исходят из того, что в деятельности каждого предприятия имеются отдельные, нередко значительные по величине виды расходов и доходов, которые уменьшают (увеличивают) прибыль предприятия, не затрагивая величину его денежных средств. В процессе анализа на сумму указанных расходов (доходов) производят корректировку величины чистой прибыли таким образом, чтобы статьи расходов, не связанные с оттоком средств, и статьи доходов, не сопровождающиеся их притоком, не влияли на величину чистой прибыли.

Косвенный метод основан на анализе статей баланса и отчета о финансовых результатах и позволяет показать взаимосвязь между разными видами деятельности предприятия, устанавливает взаимосвязь между чистой прибылью и изменениями в активах предприятия за отчетный период.

Преимуществом косвенного метода при использовании в оперативном управлении является то, что он позволяет установить соответствие между финансовым результатом и собственными оборотными средствами. В долгосрочной перспективе косвенный метод позволяет выявить наиболее проблемные «места скопления» замороженных денежных средств и, исходя из этого, разработать пути выхода из сложившейся ситуации.

Подготовка отчета о движении денежных средств на основе косвенного метода проходит в несколько этапов:

- расчет изменений по статьям баланса и определение факторов, влияющих на увеличение или уменьшение денежных средств предприятия;
- анализ формы № 2 и классификация источников поступления денежных средств и направлений использования;
- объединение полученных данных в отчете о движении денежных средств.

Оценить все направления денежных средств предприятия косвенным методом можно с помощью табл. 8.5.

Таблица 8.5

Отчет о движении денежных средств (косвенный метод)

+		Основная деятельность		Сумма
	→	Прибыль (за вычетом налогов). Использование прибыли (соц. сфера)	Чистая прибыль = прибыль отчетного года за вычетом налога на прибыль	
	+	Амортизационные отчисления	Амортизационные отчисления прибавляются к сумме чистой прибыли, так как они не вызывали оттока денежных средств	
	+	Изменение суммы текущих активов. Дебиторская задолженность. Запасы. Прочие текущие активы	Увеличение суммы текущих активов означает, что денежные средства уменьшаются за счет роста запасов и дебиторской задолженности	
	+	Изменение суммы текущих обязательств (за исключением банковских кредитов). Кредиторская задолженность. Прочие текущие обязательства	Увеличение текущих обязательств вызывает увеличение денежных за счет предоставления отсрочки оплаты от кредиторов, получения авансов от покупателей	
+		Инвестиционная деятельность		
	→	Изменение суммы долгосрочных активов. Основные средства и нематериальные активы. Незавершенные капитальные вложения. Долгосрочные финансовые вложения. Прочие внеоборотные активы	Увеличение суммы долгосрочных активов означает уменьшение денежных средств за счет инвестирования в активы долгосрочного использования. Реализация долгосрочных активов увеличивает денежные средства	
+		Финансовая деятельность		
	+	Изменение суммы задолженности. Краткосрочные кредиты и займы. Долгосрочные кредиты и займы	Увеличение (уменьшение) задолженности указывает на увеличение (уменьшение) денежных средств за счет привлечения (погашения) кредитов	

	+	Изменение величины собственных средств. Уставной капитал. Целевые поступления	Увеличение собственного капитала за счет размещения дополнительных акций означает увеличение денежных средств. Выкуп акций и выплата дивидендов приводят к их уменьшению	
=		Суммарное изменение денежных средств	Сальдо должно быть равным увеличению (уменьшению) остатка денежных средств между двумя отчетными периодами	

Косвенный метод направлен на получение данных, характеризующих чистый денежный поток предприятия в отчетном периоде. Источником информации для разработки отчетности о движении денежных средств предприятия этим методом являются отчетный баланс и отчет о финансовых результатах. Расчет чистого денежного потока предприятия косвенным методом осуществляется по видам хозяйственной деятельности и предприятию в целом.

Использование косвенного метода расчета движения денежных средств позволяет определить потенциал формирования предприятием основного внутреннего источника финансирования своего развития – чистого денежного потока по операционной и инвестиционной деятельности, а также выявить динамику всех факторов, влияющих на его формирование. Кроме того, следует отметить относительно низкую трудоемкость формирования отчетности о движении денежных средств, так как подавляющее большинство необходимых для расчета косвенным методом показателей содержится в иных формах действующей финансовой отчетности предприятия.

В соответствии с принципами международного учета метод расчета денежных потоков предприятие выбирает самостоятельно, однако предпочтительным считается прямой метод, позволяющий получить более полное представление об их объеме и составе.

Оценка денежного потока матричным методом. Матричные модели нашли широкое применение в области прогнозирования и планирования. Эта модель представляет собой прямоугольную таблицу, элементы которой отражают взаимосвязь объектов. Она удобна для финансового анализа, так как является простой и наглядной формой совмещения разнородных, но взаимосвязанных экономических явлений.

Важная проблема в сегодняшних экономических условиях – это организация грамотного финансирования активов. В содержании каждой группы активов фирмы отражены определенные закономерности их финансирования. Эти закономерности нашли выражение в общепринятых **правилах «золотого финансирования»**:

– необходимые для инвестиций финансовые ресурсы должны находиться в распоряжении фирмы до тех пор, пока они остаются связанными в результате осуществления этих инвестиций. Под **связанными ресурсами** фирмы принято понимать объем финансовых ресурсов, которыми постоянно должна располагать фирма для обеспечения бесперебойного функционирования своей основной деятельности;

– «золотое правило» управления кредиторской задолженностью фирмы состоит в максимально возможном увеличении срока погашения без ущерба нарушения сложившихся деловых отношений.

Практическая реализация этого правила привела к возникновению жестких требований по обеспечению ряда финансовых пропорций в балансе фирм, строгой корреспонденции определенных элементов активов и пассивов фирмы (табл. 8.6).

Таблица 8.6

Финансовые пропорции в балансе (матричный метод)

Активы	Пассивы
1. Немобильные средства	
1.1. Основные средства и нематериальные активы	1. Уставный и добавочный капитал. 2. Нераспределенная прибыль, фонд накопления. 3. Долгосрочные кредиты и займы (как исключение)
1.2. Капитальные вложения	1. Уставный и добавочный капитал. 2. Долгосрочные кредиты и займы. 3. Фонды накопления и нераспределенная прибыль
1.3. Долгосрочные финансовые вложения	1. Уставный и добавочный капитал. 2. Фонды накопления и нераспределенная прибыль. 3. Долгосрочные кредиты и займы
2. Мобильные средства	
2.1. Запасы и затраты	1. Уставный и добавочный капитал (остаток). 2. Резервный капитал. 3. Фонды накопления и нераспределенная прибыль (остаток). 4. Устойчивые пассивы. 5. Долгосрочные кредиты и займы. 6. Краткосрочные кредиты и займы. 7. Кредиторы. 8. Фонды потребления и резервы
2.2. Дебиторы	1. Задолженность по коммерческому кредиту. 2. Краткосрочные кредиты и займы
2.3. Краткосрочные финансовые вложения	1. Резервный капитал. 2. Кредиторы. 3. Фонды потребления и резервы
2.4. Денежные средства	1. Резервный капитал. 2. Фонды накопления и нераспределенная прибыль. 3. Кредиты и займы. 4. Кредиторы. 5. Фонды потребления и резервы

Правила финансирования предполагают подбор финансовых источников в вышеуказанной последовательности в пределах остатка средств после обеспечения за счет данного источника предыдущей статьи актива. Использование последующего источника свидетельствует об определенном снижении качества финансового обеспечения фирмы. Если в реальной жизни финансирование связано с необходимостью в заимствовании других источников, то это свидетель-

ствует о нерациональном использовании капитала фирмы, иммобилизации ресурсов в сверхнормативные запасы.

8.3. Планирование и прогнозирование денежных потоков

Концентрация всех видов планируемых денежных потоков предприятия получает свое отражение в специальном плановом документе – плане поступления и расходования денежных средств. Данный план разрабатывается на предстоящий год в помесечном разрезе с тем, чтобы обеспечить учет сезонных колебаний денежных потоков предприятия.

Основной целью разработки плана поступления и расходования денежных средств является прогнозирование во времени валового и чистого денежных потоков предприятия в разрезе отдельных видов его хозяйственной деятельности и обеспечение постоянной платежеспособности на всех этапах планового периода.

Прогнозирование поступления и расходования денежных средств по операционной деятельности предприятия осуществляется двумя основными способами: исходя из планируемого объема реализации продукции и исходя из планируемой целевой суммы чистой прибыли. При прогнозировании поступления и расходования денежных средств по операционной деятельности исходя из планируемого объема реализации продукции, оно осуществляется в следующей последовательности. Определение планового объема реализации продукции, который базируется на разработанной производственной программе, учитывающей потенциал соответствующего товарного рынка.

Модель расчета в данном случае будет иметь следующий вид:

$$OP_{\text{п}} = ЗГП_{\text{н}} + ПТП + ЗГП_{\text{к}}, \quad (46)$$

где $OP_{\text{п}}$ – плановый объем реализации продукции в рассматриваемом периоде, $ЗГП_{\text{н}}$ – сумма запасов готовой продукции на начало планируемого периода, ПТП – суммарный объем производства готовой товарной продукции в рассматриваемом плановом периоде, $ЗГП_{\text{к}}$ – сумма запасов готовой продукции на конец планируемого периода.

Рассчитывается плановый коэффициент инкассации дебиторской задолженности. Расчет осуществляется исходя из фактического его уровня в отчетном периоде с учетом намечаемых мероприятий по изменению политики предоставления товарного кредита.

Рассчитывается плановая сумма поступления денежных средств от реализации продукции. Расчет осуществляется по следующей формуле:

$$ПДС_{\text{п}} = OP_{\text{пн}} + (OP_{\text{пк}} \times КИ) + НО_{\text{пр}}, \quad (47)$$

где $ПДС_{\text{п}}$ – плановая сумма поступления денежных средств от реализации продукции в рассматриваемом периоде (месяце), $OP_{\text{пн}}$ – плановый объем реализации продукции за наличный расчет в рассматриваемом периоде, $OP_{\text{пк}}$ – объем

реализации продукции в кредит в текущем периоде, КИ – коэффициент текущей инкассации дебиторской задолженности, выраженный десятичной дробью, $НО_{пр}$ – сумма ранее неинкассированного остатка дебиторской задолженности (подлежащего инкассации в плановом порядке).

Рассчитанный показатель характеризует **планируемый объем положительного денежного потока предприятия по операционной деятельности**.

Определяется плановая сумма операционных затрат по производству и реализации продукции. Это один из наиболее трудоемких этапов прогнозирования денежных потоков предприятия. В наиболее общем виде плановая сумма совокупных операционных затрат предприятия может быть представлена следующим расчетным алгоритмом:

$$OЗ = \sum_{i=1}^n (ПЗ_{ni} + ОПЗ_{ni}) \times ОП_{ni} + \sum_{i=1}^n ЗР_{ni} + ОХЗ_n, \quad (48)$$

где $OЗ_n$ – плановая сумма операционных затрат по производству и реализации продукции, $ПЗ_{ni}$ – плановая сумма прямых затрат на производство единицы продукции, $ОПЗ_{ni}$ – плановая сумма общепроизводственных затрат на производство единицы продукции, $ОП_{ni}$ – планируемый объем производства конкретных видов продукции в натуральном выражении, $ЗР_{ni}$ – плановая сумма затрат на реализацию единицы продукции, $ОР_{ni}$ – планируемый объем реализации конкретных видов продукции в натуральном выражении, $ОХЗ_n$ – плановая сумма общехозяйственных затрат предприятия (административно-управленческих расходов по предприятию в целом).

Рассчитывается плановая сумма налоговых платежей, уплачиваемых за счет дохода. Данная сумма рассчитывается исходя из планируемого объема реализации отдельных видов продукции и соответствующих ставок налога на добавленную стоимость, акцизного сбора и других аналогичных сборов.

Рассчитывается плановая сумма валовой прибыли предприятия по операционной деятельности. Данный расчет производится по следующей формуле:

$$ВП_n = ОР_n - OЗ_n - НП_d, \quad (49)$$

где $ВП_n$ – плановая сумма валовой прибыли предприятия по операционной деятельности в рассматриваемом периоде, $ОР_n$ – плановый объем реализации продукции в рассматриваемом периоде, $OЗ_n$ – плановая сумма операционных затрат по производству и реализации продукции, $НП_d$ – плановая сумма налоговых платежей, уплачиваемых за счет дохода.

Рассчитывается плановая сумма налогов, уплачиваемых за счет прибыли, по формуле:

$$НП_n = \frac{ВП_n \times H_n}{100} + H_{нн}, \quad (50)$$

где $НП_{п}$ – плановая сумма налогов, уплачиваемых за счет прибыли, $ВП_{п}$ – плановая сумма валовой прибыли предприятия по операционной деятельности, $Н_{п}$ – ставка налога на прибыль (в %), $НП_{п}$ – сумма прочих налогов и сборов, уплачиваемых за счет прибыли.

Рассчитывается плановая сумма чистой прибыли предприятия по операционной деятельности по формуле:

$$ЧП_{п} = ВП_{п} - НП_{п} , \quad (51)$$

где $ЧП_{п}$ – плановая сумма чистой прибыли предприятия по операционной деятельности в рассматриваемом периоде, $ВП_{п}$ – плановая сумма валовой прибыли предприятия по операционной деятельности в рассматриваемом периоде, $НП_{п}$ – плановая сумма налогов, уплачиваемых за счет прибыли.

Рассчитывается плановая сумма расходования денежных средств по операционной деятельности предприятия по формуле:

$$РДС_{п} = ОЗ_{п} + НД_{д} + НП_{п} - АО_{п} , \quad (52)$$

где $РДС_{п}$ – плановая сумма расходования денежных средств по операционной деятельности в рассматриваемом периоде, $ОЗ_{п}$ – плановая сумма операционных затрат по производству и реализации продукции, $НД_{д}$ – плановая сумма налогов и сборов, уплачиваемых за счет дохода, $НП_{п}$ – плановая сумма налогов, уплачиваемых за счет прибыли, $АО_{п}$ – плановая сумма амортизационных отчислений от основных средств и нематериальных активов.

Рассчитанный показатель плановой суммы расходования денежных средств характеризует планируемый объем отрицательного денежного потока предприятия по операционной деятельности.

Рассчитывается плановая сумма чистого денежного потока. Такой расчет производится двумя способами:

$$ЧДП_{п} = ЧП_{п} + АО_{п} , \quad (53)$$

$$ЧДП_{п} = ПДС_{п} - РДС_{п} , \quad (54)$$

где $ЧДП_{п}$ – плановая сумма чистого денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде, $ЧП_{п}$ – плановая сумма чистой прибыли предприятия по операционной деятельности, $АО_{п}$ – плановая сумма амортизационных отчислений от основных средств и нематериальных активов, $ПДС_{п}$ – плановая сумма поступления денежных средств от реализации продукции, $РДС_{п}$ – плановая сумма расходования денежных средств по операционной деятельности.

При прогнозировании поступления и расходования денежных средств по операционной деятельности исходя из планируемой целевой суммы чистой прибыли расчет отдельных показателей плана осуществляется в следующей последовательности. Определяется плановая целевая сумма чистой прибыли предприятия. Данная сумма представляет собой плановую потребность в фи-

нансовых ресурсах, формируемых за счет этого источника, обеспечивающую реализацию целей развития предприятия в предстоящем периоде. Расчет целевой суммы чистой прибыли предприятия ведется в разрезе отдельных элементов предстоящей потребности:

1 элемент – капитализируемая часть чистой прибыли: прирост производственных основных средств, прирост нематериальных активов, прирост собственных оборотных средств, прирост портфеля долгосрочных финансовых инвестиций, отчисления в резервный фонд.

2 элемент – потребляемая часть чистой прибыли предприятия: выплата доходов собственникам предприятия, бюджет участия наемных работников в прибыли, бюджет внутренней социальной программы, бюджет внешней социальной программы.

Рассчитывается плановая целевая сумма валовой прибыли предприятия. Это производится по следующей формуле:

$$ВП_{ц} = \frac{ЧП_{ц}}{1 - Н_{*}}, \quad (55)$$

где $ВП_{ц}$ – целевая сумма валовой прибыли предприятия в рассматриваемом периоде, $ЧП_{ц}$ – целевая сумма чистой прибыли предприятия в рассматриваемом периоде, $Н_{*}$ – сводная ставка налога на прибыль и других налогов, уплачиваемых за счет прибыли.

Производится расчет плановой суммы налогов, уплачиваемых за счет прибыли. Для данного расчета приводится следующая формула:

$$НП_{п} = ВП_{ц} - ЧП_{ц}, \quad (56)$$

где $НП_{п}$ – плановая сумма налогов, уплачиваемых за счет прибыли, $ВП_{ц}$ – целевая сумма валовой прибыли предприятия в рассматриваемом периоде, $ЧП_{ц}$ – целевая сумма чистой прибыли предприятия в рассматриваемом периоде.

Определяется плановая сумма операционных затрат по производству и реализации продукции. Упрощенный алгоритм осуществления этого расчета имеет следующий вид:

$$ОЗ_{п} = ОЗ_{пост} + ОЗ_{пер} \times (ВП_{ц} / ВП_{ф}), \quad (57)$$

где $ОЗ_{п}$ – плановая сумма операционных затрат по производству и реализации продукции в рассматриваемом периоде, $ОЗ_{пост}$ – фактическая сумма постоянных операционных затрат в аналогичном предшествующем периоде, $ОЗ_{пер}$ – фактическая сумма переменных операционных затрат в аналогичном предшествующем периоде, $ВП_{ц}$ – плановая целевая сумма валовой операционной прибыли предприятия, $ВП_{ф}$ – фактическая сумма валовой операционной прибыли предприятия в аналогичном предшествующем периоде.

В составе плановых операционных затрат отдельной позицией отражается сумма амортизационных отчислений.

Рассчитывается плановая сумма поступления денежных средств от реализации продукции по следующей формуле:

$$ПДС_{\text{п}} = \frac{ВП_{\text{ц}} + ОЗ_{\text{п}}}{1 - Н_{\text{д}}}, \quad (58)$$

где $ПДС_{\text{п}}$ – плановая сумма поступления денежных средств от реализации продукции в рассматриваемом периоде, $ВП_{\text{ц}}$ – плановая целевая сумма валовой операционной прибыли предприятия, $ОЗ_{\text{п}}$ – плановая сумма операционных затрат по производству и реализации продукции в рассматриваемом периоде, $Н_{\text{д}}$ – сводная ставка налога на добавленную стоимость и других налогов, и сборов, уплачиваемых за счет доходов.

Рассчитывается плановая сумма налоговых платежей, уплачиваемых за счет дохода (входящих в цену продукции) по такой формуле:

$$НП_{\text{д}} = ПДС_{\text{п}} - ОЗ_{\text{п}} - ВП_{\text{ц}}, \quad (59)$$

где $НП_{\text{д}}$ – плановая сумма налоговых платежей, уплачиваемых за счет дохода (входящих в цену продукции), $ПДС_{\text{п}}$ – плановая сумма поступления денежных средств от реализации продукции в рассматриваемом периоде, $ОЗ_{\text{п}}$ – плановая сумма операционных затрат по производству и реализации продукции в рассматриваемом периоде, $ВП_{\text{ц}}$ – плановая целевая сумма валовой операционной прибыли предприятия.

Следующим этапом прогнозирования является расчет плановой суммы расходования денежных средств по операционной деятельности. Данный расчет основывается на плановых операционных затратах предприятия (без суммы амортизационных отчислений) и плановой сумме налогов и сборов, уплачиваемых за счет доходов и прибыли.

Завершающим этапом в указанной методике является расчет плановой суммы чистого денежного потока. Этот показатель может быть определен путем суммирования целевой суммы чистой прибыли и амортизационных отчислений или как разность между суммой поступления и расходования денежных средств в планируемом периоде.

Прогнозирование поступления и расходования денежных средств по инвестиционной деятельности осуществляется методом прямого счета. Основой осуществления этих расчетов являются:

1. Программа реального инвестирования, характеризующая объем вложения денежных средств в разрезе отдельных осуществляемых или намечаемых к реализации инвестиционных проектов.

2. Проектируемый к формированию портфель долгосрочных финансовых инвестиций. Если на предприятии такой портфель уже сформирован, то определяется необходимая сумма денежных средств для обеспечения его прироста.

3. Предполагаемая сумма поступления денежных средств от реализации основных средств и нематериальных активов. В основу этого расчета должен быть положен план их обновления.

4. Прогнозируемый размер инвестиционной прибыли. Так как прибыль от завершенных реальных инвестиционных проектов, вступивших в стадию эксплуатации, показывается в составе операционной прибыли предприятия, в этом разделе прогнозируется размер прибыли только по долгосрочным финансовым инвестициям – дивидендам и процентам к получению.

Прогнозирование поступления и расходования денежных средств по финансовой деятельности осуществляется методом прямого счета на основе потребности предприятия во внешнем финансировании, определенной по ее отдельным элементам. Основой этих расчетов являются:

1. Намечаемый объем дополнительной эмиссии собственных акций или привлечения дополнительного паевого капитала. В план поступления денежных средств включается только та часть дополнительной эмиссии акций, которая может быть реализована в конкретном предстоящем периоде.

2. Намечаемый объем привлечения долгосрочных и краткосрочных финансовых кредитов, и займов во всех его формах. При этом привлечение и обслуживание товарного кредита, а также краткосрочной внутренней кредиторской задолженности отражается денежными потоками по операционной деятельности.

3. Сумма ожидаемого поступления средств в порядке безвозмездного целевого финансирования. Эти показатели включаются в план на основе утвержденных государственного бюджета и соответствующих бюджетов негосударственных органов (ассоциаций, фондов).

4. Сумма предусмотренного к выплате в плановом периоде основного долга по долгосрочным и краткосрочным финансовым кредитам, и займам. Расчет этих показателей осуществляется на основе конкретных кредитных договоров предприятия с банками или другими финансовыми институтами.

5. Предполагаемый объем дивидендных выплат акционерам (процентов на паевой капитал). В основе этого расчета лежит планируемая сумма чистой прибыли предприятия и осуществляемая им дивидендная политика.

В заключение отметим, что расчеты обобщаются в разрезе позиций, предусмотренных стандартом отчета о движении денежных средств предприятия по финансовой деятельности.

План поступления и расходования денежных средств, разработанный на предстоящий год с разбивкой по месяцам, дает лишь общую основу управления денежными потоками предприятия. Для ежедневного же управления денежными средствами требуется составлять финансовый документ, который получил название «**платежный календарь**». **Основной целью** разработки платежного календаря является установление конкретных сроков поступления денежных средств и платежей предприятия и их доведение до конкретных исполнителей в форме плановых заданий. Наиболее распространенной формой платежного календаря является его построение в разрезе двух разделов: графика предстоящих

платежей и графика предстоящих поступлений денежных средств. Временной график платежей дифференцируется в платежном календаре обычно в ежедневном разрезе, но документ может иметь и еженедельную, и ежеквартальную периодичность. **Основными видами платежного календаря**, используемыми в оперативном управлении денежными потоками, являются следующие:

I. По операционной деятельности предприятия:

1. Налоговый платежный календарь. В составе этого платежного календаря отражаются суммы всех видов налогов, сборов и других налоговых платежей, перечисляемых предприятием в бюджеты разных уровней и во внебюджетные фонды.

2. Календарь инкассации дебиторской задолженности. Платежи по текущей дебиторской задолженности включаются в календарь в суммах и в сроки, предусмотренные соответствующими договорами (контрактами) с контрагентами, а по просроченной дебиторской задолженности – на основе предварительного согласования сторон.

3. Календарь обслуживания финансовых кредитов. Указанный календарь разрабатывается в целом по предприятию и содержит лишь один раздел: «График выплат, связанных с обслуживанием финансового кредита». Суммы и даты выплат включаются в платежный календарь в соответствии с условиями кредитных договоров.

4. Календарь выплат заработной платы. Такой платежный календарь обычно разрабатывается на предприятиях, применяющих многоступенчатый график выплаты заработной платы работникам различных структурных единиц (цехов, филиалов, служб и т. п.).

5. Календарь (бюджет) формирования производственных запасов. Такой документ обычно разрабатывается для структурных подразделений, осуществляющих материально-техническое обеспечение производства. В состав платежей этого календаря входят: стоимость закупаемого сырья, материалов, полуфабрикатов, комплектующих изделий, а также расходы по транспортировке, страхованию и хранению грузов. Обычно в состав платежей также включают сроки и суммы погашения кредиторской задолженности по расчетам с поставщиками.

6. Календарь (бюджет) управленческих расходов. В составе этого бюджета отражаются платежи по закупке канцелярских принадлежностей; компьютерных программ и средств оргтехники; расходы на командировочные; почтово-телеграфные услуги и другие затраты, связанные с управленческой деятельностью. Сумма платежей определяется соответствующей сметой, а сроки – по согласованию со службами управления.

7. Календарь (бюджет) реализации продукции. Указанный платежный календарь содержит два раздела: «График поступления платежей за реализованную продукцию» – в нем отражаются поступления денежных средств при наличных расчетах за реализованную продукцию и «График расходов, обеспечивающих реализацию продукции» – отражаются расходы на рекламу, маркетинг, содержание сбытовой сети и т. п.

II. По инвестиционной деятельности предприятия:

1. Календарь (бюджет) формирования портфеля долгосрочных финансовых инвестиций. Этот вид документа состоит из двух разделов: «График затрат на приобретение различных долгосрочных финансовых инструментов инвестирования» и «График поступления дивидендов и процентов по долгосрочным финансовым инструментам инвестиционного портфеля».

2. Календарь (капитальный бюджет) реализации программ реальных инвестиций. В этом виде оперативного финансового плана содержатся показатели двух разделов: «График капитальных затрат» и «График поступления инвестиционных ресурсов» в разрезе отдельных источников.

3. Календарь (капитальный бюджет) реализации отдельных инвестиционных проектов. Составляется в разрезе центров ответственности. Структура данного документа аналогична структуре вышеприведенного бюджета.

III. По финансовой деятельности предприятия:

1. Календарь (бюджет) эмиссии акций. Этот вид платежного календаря имеет две разновидности. Если он разрабатывается до начала продажи акций на первичном фондовом рынке, то включает только один раздел: «График платежей, обеспечивающих подготовку эмиссии акций». Если он разрабатывается для периода осуществляемой продажи акций, то в его составе выделяют показатели двух разделов: «График поступления денежных средств от эмиссии акций» и «График платежей, обеспечивающих продажу акций».

2. Календарь (бюджет) эмиссии облигаций. Такой документ носит периодический характер. Принципы его разработки аналогичны бюджету эмиссии акций.

3. Календарь амортизации основного долга по финансовым кредитам. Этот вид платежного календаря содержит лишь один раздел: «График амортизации основного долга». Показатели этого бюджета дифференцируются в разрезе каждого кредита, подлежащего погашению. Суммы платежей и их сроки устанавливаются в соответствии с условиями кредитных договоров.

Перечисленные виды платежного календаря могут быть дополнены с учетом объема и специфики деятельности предприятия. При этом разработка платежного календаря в различных его вариантах значительно облегчается при использовании современных компьютерных технологий.

Вопросы для самопроверки:

1. Какими основными положениями определяется роль эффективного управления денежными потоками предприятия?

2. Раскройте содержание денежных потоков по операционной, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия.

3. Что представляют собой модели Баумоля – Тобиана и Миллера – Орра?

4. В чем различие и сходство прямого и косвенного методов расчета чистого денежного потока предприятия?

5. Перечислите основные виды платежного календаря на предприятии.

9. ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ

Тезисы. Сущность финансовых рисков предприятия и их классификация. Сущность и задачи управления финансовыми рисками. Механизмы нейтрализации финансовых рисков.

9.1. Сущность финансовых рисков предприятия и их классификация

Финансовая деятельность предприятия во всех ее формах сопряжена с многочисленными рисками, степень влияния которых на результаты этой деятельности и уровень финансовой безопасности существенно возрастает с переходом к рыночной экономике. Риски, сопровождающие эту деятельность и генерирующие различные финансовые угрозы, выделяются в особую группу финансовых рисков, играющих наиболее значимую роль в общем «портфеле рисков» предприятия.

Финансовый риск предприятия отражают следующие сущностные характеристики:

1. Экономическая природа. Финансовый риск проявляется в сфере экономической деятельности предприятия, прямо связан с формированием его доходов и характеризуется возможными экономическими его потерями в процессе осуществления финансовой деятельности.

2. Объективность проявления. Финансовый риск является объективным явлением в функционировании любого предприятия; он сопровождает практически все виды финансовых операций и все направления его финансовой деятельности. Риск присущ каждому финансовому решению, связанному с ожиданием доходов, независимо от того, понимает эту ситуацию финансовый менеджер или нет.

3. Действие в условиях выбора. Такое действие предпринимается финансовым менеджером в условиях рискованной ситуации или ситуации неопределенности только при наличии вариантов этого выбора. В этой своей характеристике финансовый риск проявляется как на стадии выбора (принятия) решения, так и на стадии его реализации. Как действие в условиях выбора финансовый риск является способом практического разрешения противоречий в развитии возможных условий осуществления предстоящей финансовой деятельности.

4. Альтернативность выбора. Финансовый риск предполагает необходимость выбора альтернативы действий финансового менеджера. При любых видах ситуации риска или неопределенности существует, по меньшей мере, альтернатива – принять на себя финансовый риск или отказаться от него. В реальной практике таких вариантов гораздо больше и в зависимости от конкретного содержания условий риска или неопределенности они характеризуются различной степенью сложности и методами выбора.

5. Целенаправленное действие. Финансовый риск всегда рассматривается по отношению к конкретной цели, на достижение которой он направлен. Как правило, такой целью является получение определенной суммы (или уровня)

дохода в результате осуществления отдельной финансовой операции или финансовой деятельности в целом. В этом отношении финансовый риск рассматривается как возможность недостижения цели того или иного управленческого решения вследствие объективно существующей неопределенности условий осуществления предстоящей финансовой деятельности.

6. Вероятность достижения цели. Наличие вероятности отклонения от цели является атрибутом любого финансового риска, отражающим его содержание. При этом количественная идентификация этой вероятности в условиях риска существенно отличается от условий неопределенности. Условия риска характеризуются как совокупность предстоящих вариантов осуществления финансовой деятельности, в которых существует объективная возможность количественно оценить вероятность достижения целевого результата. В отличие от них, условия неопределенности рассматриваются как совокупность предстоящих вариантов возможностей осуществления финансовой деятельности, в которых вероятность достижения целевого результата в количественном измерителе установлена быть не может.

7. Неопределенность последствий. Эта характеристика финансового риска определяется невозможностью детерминировать количественный финансовый результат (в первую очередь, доходность осуществляемых финансовых операций) в процессе принятия финансовых решений.

8. Ожидаемая неблагоприятность последствий. В теории и в хозяйственной практике уровень финансового риска оценивается, прежде всего, размерами возможного экономического ущерба. Этот экономический ущерб в процессе реализации финансового риска может принимать различные формы – потерю прибыли, дохода, части или всей суммы капитала предприятия.

9. Динамичность уровня. Уровень финансового риска, присущий той или иной финансовой операции или определенному виду финансовой деятельности предприятия, существенно варьирует во времени, т.е. зависит от продолжительности осуществления финансовой операции. Фактор времени оказывает самостоятельное воздействие на уровень финансового риска, проявляемое в альтернативности форм вложения капитала, возможности роста темпов инфляции, неопределенности движения ставки ссудного процента на финансовом рынке и т.п.

10. Субъективность оценки. Несмотря на объективную природу финансового риска как экономического явления, оценка уровня финансового риска носит субъективный характер. Эта субъективность, т. е. неравнозначность оценки данного объективного явления различными субъектами осуществления этой оценки, определяется различным уровнем полноты и достоверности информативной базы, квалификацией финансовых менеджеров, их опытом в сфере риск-менеджмента и другими факторами.

Рассмотренные основные сущностные характеристики финансового риска позволяют сформулировать его следующим образом: **финансовый риск предприятия** представляет собой результат выбора его собственниками или менеджерами альтернативного финансового решения, направленного на достижение

желаемого целевого результата финансовой деятельности при вероятности несения экономического ущерба (финансовых потерь) в силу неопределенности условия его реализации.

В составе основных классификационных признаков финансовых рисков предприятия предлагается выделить **вид финансового риска**. Этот классификационный признак является основным параметром дифференциации финансовых рисков в процессе управления ими. Появление новых финансовых технологий, использование новых финансовых инструментов и другие инновационные факторы будут соответственно порождать и новые виды финансовых рисков.

На современном этапе к числу основных видов финансовых рисков предприятия относятся следующие:

– **риск снижения финансовой устойчивости** (или риск нарушения равновесия финансового развития) предприятия. Этот риск генерируется несовершенством структуры капитала (чрезмерной долей используемых заемных средств), порождающим несбалансированность положительного и отрицательного денежных потоков предприятия по объемам;

– **риск неплатежеспособности** (или риск несбалансированной ликвидности) предприятия. Этот риск генерируется снижением уровня ликвидности оборотных активов, порождающим разбалансированность положительного и отрицательного денежных потоков предприятия во времени;

– **инвестиционный риск**. Он характеризует возможность возникновения финансовых потерь в процессе осуществления инвестиционной деятельности предприятия. В соответствии с видами этой деятельности разделяются и виды инвестиционного риска – риск реального инвестирования и риск финансового инвестирования. В составе риска реального инвестирования могут быть выделены риски несвоевременной подготовки инвестиционного проекта, несвоевременного завершения проектно-конструкторских работ, несвоевременного окончания строительно-монтажных работ, несвоевременного открытия финансирования по инвестиционному проекту и т. п.;

– **инфляционный риск**. В условиях инфляционной экономики он выделяется в самостоятельный вид финансовых рисков. Этот вид риска характеризуется возможностью обесценения реальной стоимости капитала (в форме финансовых активов предприятия), а также ожидаемых доходов от осуществления финансовых операций в условиях инфляции;

– **процентный риск**. Он состоит в непредвиденном изменении процентной ставки на финансовом рынке (как депозитной, так и кредитной). Причинами возникновения данного вида финансового риска являются изменение конъюнктуры финансового рынка под воздействием государственного регулирования, рост или снижение предложения свободных денежных ресурсов и другие факторы;

– **валютный риск**. Этот вид риска присущ предприятиям, ведущим внешнеэкономическую деятельность (импортирующим сырье, материалы и полуфабрикаты и экспортирующим готовую продукцию). Он проявляется в недо-

получении предусмотренных доходов в результате непосредственного воздействия изменения обменного курса иностранной валюты, используемой во внешнеэкономических операциях предприятия, на ожидаемые денежные потоки от этих операций;

– **депозитный риск.** Этот риск отражает возможность невозврата депозитных вкладов (непогашения депозитных сертификатов). Он встречается относительно редко и связан с неправильной оценкой и неудачным выбором коммерческого банка для осуществления депозитных операций предприятия;

– **кредитный риск.** Он имеет место в финансовой деятельности предприятия при предоставлении им товарного (коммерческого) или потребительского кредита покупателям. Формой его проявления является риск неплатежа или несвоевременного расчета за отпущенную предприятием в кредит готовую продукцию;

– **налоговый риск.** Этот вид финансового риска имеет ряд проявлений: вероятность введения новых видов налогов и сборов на осуществление отдельных аспектов хозяйственной деятельности, возможность увеличения уровня ставок действующих налогов и сборов, изменение сроков и условий осуществления отдельных налоговых платежей, вероятность отмены действующих налоговых льгот в сфере хозяйственной деятельности предприятия;

– **инновационный финансовый риск.** Этот вид риска связан с внедрением новых финансовых технологий, использованием новых финансовых инструментов и т. п.;

– **криминогенный риск.** В сфере финансовой деятельности предприятия он проявляется в форме объявления его партнерами своего фиктивного банкротства, в форме подделки документов, обеспечивающих незаконное присвоение сторонними лицами денежных и других активов, в форме хищения отдельных видов активов собственным персоналом и др.;

– **прочие виды рисков.** К ним относятся риски стихийных бедствий и другие аналогичные форс-мажорные риски, которые могут привести не только к потере предусматриваемого дохода, но и части активов предприятия (основных средств, запасов товарно-материальных ценностей), риск несвоевременного осуществления расчетно-кассовых операций (связанный с неудачным выбором обслуживающего коммерческого банка), эмиссионный риск и др.

По характеризующему объекту выделяют следующие группы финансовых рисков:

– **риск отдельной финансовой операции.** Он характеризует в комплексе весь спектр видов финансовых рисков, присущих определенной финансовой операции (например, риск, присущий приобретению конкретной акции);

– **риск различных видов финансовой деятельности** (например, риск инвестиционной или кредитной деятельности предприятия);

– **риск финансовой деятельности предприятия в целом.** Комплекс различных видов рисков, присущих финансовой деятельности предприятия, определяется спецификой организационно-правовой формы его деятельности,

структурой капитала, составом активов, соотношением постоянных и переменных издержек и т. п.

По совокупности исследуемых инструментов финансовые риски подразделяются на следующие группы:

– **индивидуальный финансовый риск.** Он характеризует совокупный риск, присущий отдельным финансовым инструментам;

– **портфельный финансовый риск.** Он характеризует совокупный риск, присущий комплексу однофункциональных финансовых инструментов, объединенных в портфель (например, кредитный портфель предприятия, его инвестиционный портфель и т. п.).

По комплексности выделяют следующие группы рисков:

– **простой финансовый риск.** Он характеризует вид финансового риска, который не расчленяется на отдельные его подвиды. Примером простого финансового риска является риск инфляционный;

– **сложный финансовый риск.** Он характеризует вид финансового риска, который состоит из комплекса рассматриваемых его подвидов. Примером сложного финансового риска является риск инвестиционный (например, риск инвестиционного проекта).

По источникам возникновения выделяют следующие группы финансовых рисков:

– **внешний, систематический или рыночный риск.** Этот вид риска возникает при смене отдельных стадий экономического цикла, изменении конъюнктуры финансового рынка и в ряде других аналогичных случаев, на которые предприятие в процессе своей деятельности повлиять не может. К этой группе рисков могут быть отнесены инфляционный риск, процентный риск, валютный риск, налоговый риск и частично инвестиционный риск (при изменении макроэкономических условий инвестирования);

– **внутренний, несистематический или специфический риск.** Он может быть связан с неквалифицированным финансовым менеджментом, неэффективной структурой активов и капитала, чрезмерной приверженностью к рискованным (агрессивным) финансовым операциям с высокой нормой прибыли, недооценкой хозяйственных партнеров и другими аналогичными факторами, отрицательные последствия которых в значительной мере можно предотвратить за счет эффективного управления финансовыми рисками.

По характеру финансовых последствий все риски подразделяются на следующие группы:

– **риск, влекущий только экономические потери.** При этом виде риска финансовые последствия могут быть только отрицательными (потеря дохода или капитала);

– **риск, влекущий упущенную выгоду.** Он характеризует ситуацию, когда предприятие в силу сложившихся объективных и субъективных причин не может осуществить запланированную финансовую;

– **риск, влекущий как экономические потери, так и дополнительные доходы (спекулятивный финансовый риск).** Данный вид риска присущ не

только спекулятивным финансовым операциям (например, риск реализации реального инвестиционного проекта, доходность которого в эксплуатационной стадии может быть ниже или выше расчетного уровня).

По характеру проявления во времени выделяют две группы финансовых рисков:

– **постоянный финансовый риск.** Он характерен для всего периода осуществления финансовой операции и связан с действием постоянных факторов. Примером такого финансового риска является процентный риск, валютный риск и т. п.;

– **временный финансовый риск.** Он характеризует риск, носящий перманентный характер, возникающий лишь на отдельных этапах осуществления финансовой операции. Примером такого вида финансового риска является риск неплатежеспособности эффективно функционирующего предприятия.

По уровню вероятности реализации финансовые риски подразделяются на следующие группы:

– **финансовый риск с низким уровнем вероятности реализации.** К таким видам относят обычно финансовые риски, коэффициент вариации по которым не превышает 10 %;

– **финансовый риск со средним уровнем вероятности реализации.** К таким видам в практике риск-менеджмента обычно относят финансовые риски, коэффициент вариации по которым находится в пределах 10–25 %;

– **финансовый риск с высоким уровнем вероятности реализации.** К таким видам относят финансовые риски, коэффициент вариации по которым превышает 25 %;

– **финансовый риск, уровень вероятности реализации которого определить невозможно.** К этой группе относятся финансовые риски, реализуемые в условиях неопределенности.

По уровню возможных финансовых потерь риски подразделяются на следующие группы:

– **допустимый финансовый риск.** Он характеризует риск, финансовые потери по которому не превышают расчетной суммы прибыли по осуществляемой финансовой операции;

– **критический финансовый риск.** Он характеризует риск, финансовые потери по которому не превышают расчетной суммы валового дохода по осуществляемой финансовой операции;

– **катастрофический финансовый риск.** Он характеризует риск, финансовые потери по которому определяются частичной или полной утратой собственного капитала.

По возможности предвидения финансовые риски подразделяются на следующие две группы:

– **прогнозируемый финансовый риск.** Он характеризует те виды рисков, которые связаны с циклическим развитием экономики, сменой стадий конъюнктуры финансового рынка, предсказуемым развитием конкуренции

и т. п. Примером прогнозируемых финансовых рисков являются инфляционный риск, процентный риск и некоторые другие их виды;

– **непрогнозируемый финансовый риск.** Он характеризует виды финансовых рисков, отличающихся полной непредсказуемостью проявления. Примером таких рисков выступают риски форс-мажорной группы, налоговый риск и некоторые другие.

В соответствии с этим классификационным признаком финансовые риски подразделяются в рамках предприятия также на **регулируемые** и **нерегулируемые**.

По возможности страхования финансовые риски подразделяются также на две группы:

– **страхуемый финансовый риск.** Сюда входят риски, которые могут быть переданы в порядке внешнего страхования соответствующим страховым организациям;

– **не страхуемый финансовый риск.** Сюда входят риски, по которым отсутствует предложение соответствующих страховых продуктов на страховом рынке.

Финансовые риски, существующие в российской практике, в силу объективных причин отличаются большим разнообразием и достаточно высоким уровнем в сравнении с портфелем этих рисков у предприятий, функционирующих в странах с развитой рыночной экономикой.

9.2. Сущность и задачи управления финансовыми рисками

Управление рисками предприятия представляет собой специфическую сферу финансового менеджмента, которая в последние годы выделилась в особую область знаний – риск-менеджмент.

Управление финансовыми рисками предприятия представляет собой систему принципов и методов разработки и реализации рискованных финансовых решений, обеспечивающих всестороннюю оценку различных видов финансовых рисков и нейтрализацию их возможных негативных финансовых последствий.

Главной целью управления финансовыми рисками является обеспечение финансовой безопасности предприятия в процессе его развития и предотвращение возможного снижения его рыночной стоимости. В процессе реализации своей главной цели управление финансовыми рисками предприятия направлено на решение следующих основных задач:

1. Выявление сфер повышенного риска финансовой деятельности предприятия, генерирующих угрозу его финансовой безопасности. Эта задача реализуется путем идентификации отдельных видов рисков, присущих различным финансовым операциям предприятия, определения уровня концентрации финансовых рисков в разрезе отдельных направлений его финансовой деятельности, постоянного мониторинга факторов внешней финансовой среды, генерирующих угрозу возможного недостижения целей его финансовой стратегии.

2. Всесторонняя объективная оценка вероятности наступления отдельных рисков событий и связанных с ними возможных финансовых потерь. Реализация этой задачи обеспечивается созданием необходимой достоверности информационной базы осуществления такой оценки; выбором современных методов и средств оценки вероятности наступления отдельных рисков событий, в наибольшей степени корреспондирующих со спецификой рассматриваемых финансовых рисков; определением размера прямого и косвенного финансового ущерба, наносимого предприятию при возможном наступлении рисков события.

3. Обеспечение минимизации уровня финансового риска по отношению к предусматриваемому уровню доходности финансовых операций. Такая минимизация обеспечивается распределением финансовых рисков среди партнеров по финансовой операции, диверсификацией инвестиционного портфеля, всесторонней оценкой потенциальных дебиторов и диверсификацией портфеля дебиторской задолженности и т. п.

4. Обеспечение минимизации возможных финансовых потерь предприятия при наступлении рисков события. В процессе реализации этой задачи разрабатывается комплекс превентивных мер по предотвращению возможного нарушения финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия, сокращению объемов его операционной или финансовой деятельности. В систему этих мер входят хеджирование отдельных финансовых операций, формирование внутренних резервных денежных фондов, внешнее страхование финансовых рисков.

Все рассмотренные задачи управления финансовыми рисками предприятия теснейшим образом взаимосвязаны и решаются в едином комплексе.

Управление финансовыми рисками предприятия основывается на определенных принципах, основными из которых являются:

1. Осознанность принятия рисков. Финансовый менеджер должен сознательно идти на риск, если он надеется получить соответствующий доход от осуществления финансовой операции. Естественно, по отдельным операциям, после оценки уровня риска, можно принять тактику «избежание риска», однако полностью исключить риск из финансовой деятельности предприятия невозможно, так как финансовый риск – объективное явление.

2. Управляемость принимаемыми рисками. В состав портфеля финансовых рисков должны включаться преимущественно те из них, которые поддаются нейтрализации в процессе управления независимо от их объективной или субъективной природы. Только по таким видам рисков финансовый менеджер может использовать весь арсенал внутренних механизмов их нейтрализации, т.е. проявить искусство управления ими.

3. Независимость управления отдельными рисками. Риски независимы друг от друга и финансовые потери по одному из рисков портфеля необязательно увеличивают вероятность наступления рисков случая по другим финансовым рискам. Финансовые потери по различным видам рисков независимы

друг от друга и в процессе управления ими должны нейтрализовываться индивидуально.

4. Экономическая рациональность управления. Этот принцип предполагает, что управление финансовыми рисками предприятия базируется на рациональном экономическом поведении. Рациональное экономическое поведение субъекта, принимающего решение, состоит в том, что из всех альтернативных управленческих решений выбирается такое, какое обеспечивает наибольшую эффективность и финансовую безопасность.

5. Учет финансовой политики по отдельным аспектам финансовой деятельности. Система управления финансовыми рисками по отдельным финансовым операциям должна базироваться на критериях избранной финансовой политики по отдельным направлениям финансовой деятельности, сформированной в процессе разработки общей финансовой стратегии предприятия.

6. Сопоставимость уровня принимаемых рисков с уровнем доходности финансовых операций. Этот принцип заключается в том, что предприятие должно принимать в процессе осуществления финансовой деятельности только те виды финансовых рисков, уровень которых не превышает соответствующего уровня доходности по шкале «доходность – риск».

7. Сопоставимость уровня принимаемых рисков с финансовыми возможностями предприятия. Ожидаемый размер финансовых потерь предприятия, соответствующий тому или иному уровню финансового риска, должен соответствовать той доле капитала, которая обеспечивает внутреннее страхование рисков. В противном варианте наступление рискового случая повлечет за собой потерю определенной части активов, обеспечивающих операционную или инвестиционную деятельность предприятия, т. е. снизит его потенциал формирования прибыли и темпы предстоящего развития.

8. Учет временного фактора в управлении рисками. Чем длиннее период осуществления финансовой операции, тем шире диапазон сопутствующих ей рисков, тем меньше возможностей обеспечить нейтрализацию их негативных финансовых последствий по критерию экономичности управления рисками. При необходимости осуществления таких финансовых операций предприятие должно обеспечить получение необходимого дополнительного уровня доходности по ним не только за счет премии за риск, но и премии за ликвидность.

9. Экономичность управления рисками. Основу управления финансовыми рисками составляет нейтрализация их негативных финансовых последствий для деятельности предприятия при возможном наступлении рискового случая. Вместе с тем, затраты предприятия по нейтрализации соответствующего финансового риска не должны превышать суммы возможных финансовых потерь по нему даже при самой высокой степени вероятности наступления рискового случая.

С учетом рассмотренных целей, задач и принципов организуется процесс управления финансовыми рисками на каждом конкретном предприятии.

Управление финансовыми рисками предприятия, обеспечивающее реализацию его главной цели, последовательно осуществляется по таким основным этапам:

1. Формирование информационной базы управления финансовыми рисками. Формирование такой информационной базы в зависимости от вида осуществляемых финансовых операций и отдельных направлений финансовой деятельности предусматривает включение в ее состав данных о динамике факторов внешней финансовой среды и конъюнктуры финансового рынка в разрезе отдельных его сегментов, финансовой устойчивости и платежеспособности потенциальных дебиторов – покупателей продукции, финансовом потенциале партнеров по инвестиционной деятельности, портфеле предлагаемых страховых продуктов и рейтинге отдельных страховых компаний и др.

Следует иметь в виду, что недостаточная или некачественная информационная база, используемая предприятием, усиливает субъективизм последующей оценки уровня рисков, а следовательно – снижает эффективность всего дальнейшего процесса риск-менеджмента.

2. Идентификация финансовых рисков. Такая идентификация осуществляется по следующим стадиям:

– на первой стадии идентифицируются факторы риска, связанные с финансовой деятельностью предприятия в целом. В процессе этой идентификации факторы подразделяются на внешние и внутренние;

– на второй стадии в разрезе каждого направления финансовой деятельности (отдельных видов финансовых операций) определяются присущие им внешние или систематические виды финансовых рисков;

– на третьей стадии определяется перечень внутренних или несистематических (специфических) финансовых рисков, присущих отдельным видам финансовой деятельности или намечаемых финансовых операций предприятия (риск снижения финансовой устойчивости, риск неплатежеспособности, кредитный риск и т. п.);

– на четвертой стадии формируется предполагаемый общий портфель финансовых рисков, связанных с предстоящей финансовой деятельностью предприятия (включающий возможные систематические и несистематические финансовые риски);

– на пятой стадии на основе портфеля идентифицированных финансовых рисков определяются сферы наиболее рискованных видов и направлений финансовой деятельности предприятия по критерию широты генерируемых ими рисков.

3. Оценка уровня финансовых рисков. В системе риск-менеджмента этот этап представляется наиболее сложным, требующим использования современного методического инструментария, высокого уровня технической и программной оснащенности финансовых менеджеров:

– на первой стадии определяется вероятность возможного наступления рискованного события по каждому виду идентифицированных финансовых рисков. С этой целью используется обширный методический инструментарий оценки, позволяющий оценить уровень этой вероятности в конкретных условиях. На

этой же стадии формируется группа финансовых рисков предприятия, вероятность реализации которых определить невозможно (группа финансовых рисков, реализуемых в условиях неопределенности);

– на второй стадии определяется размер возможного финансового ущерба при наступлении рискового события. Финансовый ущерб выражается суммой потери ожидаемой прибыли, дохода или капитала, связанного с осуществлением рассматриваемой финансовой операции, при наихудшем сценарии развития событий;

– на третьей стадии с учетом вероятности наступления рискового события и связанного с ним возможного финансового ущерба (ожидаемых финансовых потерь) определяется общий исходный уровень финансового риска по отдельным финансовым операциям или отдельным видам финансовой деятельности.

Размер возможных финансовых потерь определяется характером осуществления финансовых операций, объемом задействованных в них активов (капитала) и максимальным уровнем амплитуды колеблемости доходов при соответствующих видах финансовых рисков. На основе этого определения производится группировка осуществляемых (намечаемых к осуществлению) финансовых операций по размеру возможных финансовых потерь.

В финансовом менеджменте используется следующая группировка финансовых операций по зонам риска с позиций возможных финансовых потерь при наступлении рискового случая:

а) безрисковая зона. В связи с безрисковым характером осуществляемых в ней операций возможные финансовые потери по ним не прогнозируются. К таким финансовым операциям могут быть отнесены хеджирование, инвестирование средств в государственные краткосрочные облигации (при низких темпах инфляции в стране) и другие;

б) зона допустимого риска. Критерием допустимого уровня финансовых рисков является возможность потерь по рассматриваемой финансовой операции в размере расчетной суммы прибыли;

в) зона критического риска. Критерием критического уровня финансовых рисков является возможность потерь по рассматриваемой финансовой операции в размере расчетной суммы дохода. В этом случае убыток предприятия будет исчисляться суммой понесенных им затрат;

г) зона катастрофического риска. Критерием катастрофического уровня финансовых рисков является возможность потерь по рассматриваемой финансовой операции в размере всего собственного капитала или существенной его части. Такие финансовые операции при неудачном их исходе приводят обычно предприятие к банкротству.

Результаты проведенной группировки позволяют оценить уровень концентрации финансовых операций в различных зонах риска по размеру возможных финансовых потерь.

4. Оценка возможностей снижения исходного уровня финансовых рисков. Эта оценка осуществляется последовательно по таким основным стадиям:

– на первой стадии определяется уровень управляемости рассматриваемых финансовых рисков. Этот уровень характеризуется конкретными факторами, генерирующими отдельные виды финансовых рисков (их принадлежность к группе внешних или внутренних факторов), наличием соответствующих механизмов возможного внутреннего их страхования, возможностями распределения этих рисков между партнерами по финансовым операциям и т. п.;

– на второй стадии изучается возможность передачи рассматриваемых рисков страховым компаниям. В этих целях определяется, имеются ли на страховом рынке соответствующие виды страховых продуктов, оценивается стоимость и другие условия предоставления страховых услуг;

– на третьей стадии оцениваются внутренние финансовые возможности предприятия по обеспечению снижения исходного уровня отдельных финансовых рисков – созданию соответствующих резервных денежных фондов, оплате посреднических услуг при хеджировании рисков, оплате услуг страховых компаний и т.п.

5. Установление системы критериев принятия рискованных решений.

Формирование системы таких критериев базируется на финансовой философии предприятия и конкретизируется с учетом политики осуществления управления различными аспектами его финансовой деятельности (политики формирования финансовых ресурсов, политики финансирования активов, политики реального и финансового инвестирования, политики управления денежными потоками и т. п.).

6. Принятие рискованных решений. На основе оценки исходного уровня финансового риска, возможностей его снижения и установленных значений предельно допустимого их уровня процедура принятия рискованных решений сводится к альтернативе – принятию финансового риска или его избеганию. В отдельных случаях на предприятии может быть установлена дифференциация полномочий финансовых менеджеров различного уровня управления по принятию финансовых рисков, генерирующих различную степень угрозы финансовой безопасности предприятию.

7. Выбор и реализация методов нейтрализации возможных негативных последствий финансовых рисков. Такая нейтрализация призвана обеспечить снижение исходного уровня принятых финансовых рисков до приемлемого его значения. Процесс нейтрализации возможных негативных последствий финансовых рисков заключается в разработке и осуществлении предприятием конкретных мероприятий по уменьшению вероятности возникновения отдельных видов рисков и снижению размера связанных с ними ожидаемых финансовых потерь.

8. Мониторинг и контроль финансовых рисков. Мониторинг финансовых рисков предприятия строится в разрезе следующих основных блоков:

- мониторинг факторов, генерирующих финансовые риски;
- мониторинг реализации мер по нейтрализации возможных негативных последствий финансовых рисков;

- мониторинг бюджета затрат, связанных с управлением финансовыми рисками;
- мониторинг результатов осуществления рискованных финансовых операций и видов финансовой деятельности.

В процессе контроля финансовых рисков на основе их мониторинга и результатов анализа при необходимости обеспечивается корректировка ранее принятых управленческих решений, направленная на достижение предусмотренного уровня финансовой безопасности предприятия.

9.3. Механизмы нейтрализации финансовых рисков

В системе методов управления финансовыми рисками предприятия основная роль принадлежит внутренним механизмам их нейтрализации.

Внутренние механизмы нейтрализации финансовых рисков представляют собой систему методов минимизации их негативных последствий, избираемых и осуществляемых в рамках самого предприятия.

Основным объектом использования внутренних механизмов нейтрализации являются, как правило, все виды допустимых финансовых рисков, значительная часть рисков критической группы, а также нестрахуемые катастрофические риски, если они принимаются предприятием в силу объективной необходимости.

Система внутренних механизмов нейтрализации финансовых рисков предусматривает использование следующих основных методов.

Избежание риска. Это направление нейтрализации заключается в разработке таких мероприятий внутреннего характера, которые полностью исключают конкретный вид финансового риска. К числу таких мероприятий относятся:

- отказ от осуществления финансовых операций, уровень риска по которым чрезмерно высок. Использование этой меры носит ограниченный характер, так как большинство финансовых операций связано с осуществлением основной производственно-коммерческой деятельности предприятия;
- отказ от продолжения хозяйственных отношений с партнерами, систематически нарушающими контрактные обязательства. Предприятие должно систематически анализировать состояние выполнения партнерами обязательств по заключенным контрактам, выявлять причины их невыполнения отдельными хозяйствующими субъектами и по результатам анализа периодически осуществлять необходимую ротацию партнеров по хозяйственным операциям;
- отказ от использования в высоких объемах заемного капитала. Снижение доли заемных финансовых средств в хозяйственном обороте позволяет избежать одного из наиболее существенных финансовых рисков – потери финансовой устойчивости предприятия. Вместе с тем, такое избежание риска влечет за собой снижение эффекта финансового левериджа, т. е. возможности получения дополнительной суммы прибыли на вложенный капитал;

– отказ от чрезмерного использования оборотных активов в низколиквидных формах. Повышение уровня ликвидности этих активов позволяет избежать риска неплатежеспособности предприятия в будущем периоде. Однако такое избежание риска лишает предприятие дополнительных доходов от расширения объемов продажи продукции в кредит и частично порождает новые риски, связанные с нарушением ритмичности операционного процесса из-за снижения размера страховых запасов сырья, материалов, готовой продукции;

– отказ от использования временно свободных денежных активов в краткосрочных финансовых инвестициях. Эта мера позволяет избежать депозитного и процентного риска, однако порождает потери от инфляционного риска, а также риска упущенной выгоды.

Перечисленные и другие формы избежания финансового риска, несмотря на свой радикализм в отвержении отдельных их видов, лишает предприятие дополнительных источников формирования прибыли. Поэтому в системе внутренних механизмов нейтрализации рисков их избежание должно осуществляться при следующих основных условиях:

– если отказ от одного финансового риска не влечет возникновения другого риска более высокого или однозначного уровня;

– если уровень риска несопоставим с уровнем доходности финансовой операции по шкале «доходность – риск»;

– если финансовые потери по данному виду риска превышают возможности их возмещения за счет собственных финансовых средств предприятия;

– если размер дохода от операции, генерирующей определенные виды риска, незначителен, т. е. занимает неощутимый удельный вес в формируемом положительном денежном потоке предприятия;

– если финансовые операции не характерны для финансовой деятельности предприятия, носят инновационный характер и по ним отсутствует информационная база, необходимая для определения уровня финансовых рисков и принятия соответствующих управленческих решений.

Лимитирование концентрации риска. Механизм лимитирования концентрации финансовых рисков используется обычно по тем их видам, которые выходят за пределы допустимого их уровня, т. е. по финансовым операциям, осуществляемым в зоне критического или катастрофического риска. Такое лимитирование реализуется путем установления на предприятии соответствующих внутренних финансовых нормативов в процессе разработки политики осуществления различных аспектов финансовой деятельности.

Система финансовых нормативов, обеспечивающих лимитирование концентрации рисков, может включать:

– предельный размер (удельный вес) заемных средств, используемых в хозяйственной деятельности;

– минимальный размер (удельный вес) активов в высоколиквидной форме. Этот лимит обеспечивает формирование так называемой «ликвидной подушки», характеризующей размер резервирования высоколиквидных активов с целью предстоящего погашения неотложных финансовых обязательств пред-

приятия. В качестве «ликвидной подушки» в первую очередь выступают краткосрочные финансовые инвестиции предприятия, а также краткосрочные формы его дебиторской задолженности;

- максимальный размер товарного (коммерческого) или потребительского кредита, предоставляемого одному покупателю;

- максимальный размер депозитного вклада, размещаемого в одном банке;

- максимальный размер вложения средств в ценные бумаги одного эмитента;

- максимальный период отвлечение средств в дебиторскую задолженность.

Лимитирование концентрации финансовых рисков является одним из наиболее распространенных внутренних механизмов риск – менеджмента, реализующих финансовую идеологию предприятия в части принятия этих рисков и не требующих высоких затрат.

Хеджирование. В широком толковании термин «хеджирование» характеризует процесс использования любых механизмов уменьшения риска возможных финансовых потерь – как внутренних (осуществляемых самим предприятием), так и внешних (передачу рисков другим хозяйствующим субъектам – страховщикам). В узком прикладном значении термин «хеджирование» характеризует внутренний механизм нейтрализации финансовых рисков, основанный на использовании соответствующих видов финансовых инструментов (как правило, производных ценных бумаг – деривативов).

В зависимости от используемых видов производных ценных бумаг различают следующие механизмы хеджирования финансовых рисков:

1. Хеджирование с использованием фьючерсных контрактов. Оно характеризует механизм нейтрализации финансовых рисков по операциям на товарной или фондовой биржах путем проведения противоположных сделок с различными видами биржевых контрактов. Операция хеджирования с использованием фьючерсных контрактов требует совершения трех видов биржевых сделок:

- а) покупки или продажи реального актива или ценных бумаг с поставкой в будущем периоде (форвардная биржевая сделка);

- б) продажи или покупки фьючерсных контрактов на аналогичное количество активов или ценных бумаг (открытие позиции по фьючерсным контрактам);

- в) ликвидации позиции по фьючерсным контрактам в момент поставки реального актива или ценных бумаг путем совершения обратной (офсетной) сделки с ними.

Первые два вида биржевых сделок осуществляются в начальной стадии нейтрализации финансового риска, а третий их вид – в стадии завершения. Принцип механизма хеджирования с использованием фьючерсных контрактов основан на том, что если предприятие несет финансовые потери из-за изменения цен к моменту поставки как продавец реального актива или ценных бумаг,

то оно выигрывает в тех же размерах как покупатель фьючерсных контрактов на такое же количество активов или ценных бумаг, и наоборот. В связи с этим в механизме нейтрализации финансовых рисков данной группы различают два вида операций с использованием фьючерсных контрактов – хеджирование покупкой и хеджирование продажей этих контрактов.

2. Хеджирование с использованием опционов. Оно характеризует механизм нейтрализации финансовых рисков по операциям с ценными бумагами, валютой, реальными активами или другими видами деривативов. В основе этой формы хеджирования лежит сделка с премией (опционом), уплачиваемой за право (но не обязательство) продать или купить в течение предусмотренного опционным контрактом срока ценную бумагу, валюту, реальный актив или дериватив в обусловленном количестве и по заранее оговоренной цене. В механизме нейтрализации финансовых рисков с использованием этого вида производных ценных бумаг различают хеджирование на основе опциона на покупку, опциона на продажу и двойного опциона, или «стеллажа» (предоставляющего одновременно право покупки или продажи соответствующего финансового или реального актива по согласованной цене).

3. Хеджирование с использованием операции «своп». Оно характеризует механизм нейтрализации финансовых рисков по операциям с валютой, ценными бумагами, долговыми финансовыми обязательствами предприятия. В основе операции «своп» лежит обмен (покупка или продажа) соответствующими финансовыми активами или финансовыми обязательствами с целью улучшения их структуры и снижения возможных потерь. В механизме нейтрализации финансовых рисков с использованием этой формы хеджирования применяются операции валютного свопа (обмена будущих обязательств в одной валюте на соответствующие обязательства в другом виде валюты), фондового свопа (обязательства превратить один вид ценной бумаги в другой, например, обращающиеся облигации предприятия в эмитируемые им акции) и процентного свопа (обмена долговых финансовых обязательств предприятия с фиксированной процентной ставкой на обязательства с плавающей процентной ставкой или наоборот).

В процессе хеджирования финансовых рисков необходимо сравнивать стоимость хеджа с суммой снижения возможных потерь по этим рискам. В сочетании друг с другом эти два показателя формируют эффективность операций хеджирования, которая определяется по следующей формуле:

$$\text{ЭХ}_p = \frac{\text{СП}_p}{C_x}, \quad (60)$$

где ЭХ_p – коэффициент эффективности хеджирования финансового риска, СП_p – сумма снижения возможных потерь по финансовому риску в результате хеджирования, C_x – полная стоимость всех затрат по хеджу.

На основе этой формулы определяется так называемый эффективный хедж, коэффициент эффективности хеджирования по которому превышает еди-

ницу. Исходя из вариантов рыночной стоимости хеджирования, на основе рассмотренного коэффициента, хеджер может выбрать оптимальный хедж, который позволяющий на единицу стоимости хеджа получить максимальную сумму снижения возможных потерь по риску.

Диверсификация. Механизм диверсификации используется, прежде всего, для нейтрализации негативных финансовых последствий несистематических (специфических) видов рисков. В первую очередь он позволяет минимизировать портфельные риски. Принцип действия механизма диверсификации основан на разделении рисков, препятствующем их концентрации.

В качестве основных форм диверсификации финансовых рисков предприятия могут быть использованы следующие ее направления:

1. Диверсификация видов финансовой деятельности. Она предусматривает использование альтернативных возможностей получения дохода от различных финансовых операций – краткосрочных финансовых вложений, формирования кредитного портфеля, осуществления реального инвестирования, формирования портфеля долгосрочных финансовых вложений и т. п.

2. Диверсификация валютного портфеля («валютной корзины») предприятия. Она предусматривает выбор для проведения внешнеэкономических операций нескольких видов валют.

3. Диверсификация депозитного портфеля. Она предусматривает размещение крупных сумм временно свободных денежных средств на хранение в нескольких банках.

4. Диверсификация кредитного портфеля. Она предусматривает расширение круга покупателей продукции предприятия и направлена на уменьшение его кредитного риска. Обычно диверсификация кредитного портфеля в процессе нейтрализации этого вида финансового риска осуществляется совместно с лимитированием концентрации кредитных операций путем установления дифференцированного по группам покупателей кредитного лимита.

5. Диверсификация портфеля ценных бумаг. Это направление диверсификации позволяет снижать уровень несистематического риска портфеля, не уменьшая при этом уровень его доходности.

6. Диверсификация программы реального инвестирования. Она предусматривает включение в программу инвестирования различных инвестиционных проектов с альтернативной отраслевой и региональной направленностью, что позволяет снизить общий инвестиционный риск по программе.

Характеризуя механизм диверсификации в целом, следует отметить, однако, что он избирательно воздействует на снижение негативных последствий отдельных финансовых рисков. Обеспечивая несомненный эффект в нейтрализации комплексных, портфельных финансовых рисков несистематической (специфической) группы, он не дает эффекта в нейтрализации подавляющей части систематических рисков – инфляционного, налогового и др. Поэтому использование этого механизма носит на предприятии ограниченный характер.

Распределение рисков. Механизм этого направления нейтрализации финансовых рисков основан на частичном их трансферте (передаче) партнерам по

отдельным финансовым операциям. При этом хозяйственным партнерам передается та часть финансовых рисков предприятия, по которой они имеют больше возможностей нейтрализации их негативных последствий и располагают более эффективными способами внутренней страховой защиты.

В современной практике риск-менеджмента получили широкое распространение следующие основные направления распределения рисков (их трансферта партнерам):

1. Распределение риска между участниками инвестиционного проекта. В процессе такого распределения предприятие может осуществить трансферт подрядчикам финансовых рисков, связанных с невыполнением календарного плана строительно-монтажных работ, низким качеством этих работ, хищением переданных им строительных материалов и некоторых других. Для предприятия, осуществляющего трансферт таких рисков, их нейтрализация заключается в переделке работ за счет подрядчика, выплате им сумм неустоек и штрафов и других формах возмещения понесенных потерь.

2. Распределение риска между предприятием и поставщиками сырья и материалов. Предметом такого распределения являются, прежде всего, финансовые риски, связанные с потерей (порчей) имущества (активов) в процессе их транспортирования и осуществления погрузо-разгрузочных работ.

3. Распределение риска между участниками лизинговой операции. Так, при оперативном лизинге предприятие передает арендодателю риск морального устаревания, используемого (лизингуемого) актива, риск потери им технической производительности (при соблюдении установленных правил эксплуатации) и ряд других видов рисков, предусматриваемых соответствующими специальными оговорками в заключаемом контракте.

4. Распределение риска между участниками факторинговой (форфейтинговой) операции. Предметом такого распределения является, прежде всего, кредитный риск предприятия, который в преимущественной его доле передается соответствующему финансовому институту – коммерческому банку или факторинговой компании. Эта форма распределения риска носит для предприятия платный характер, однако позволяет в существенной степени нейтрализовать негативные финансовые последствия его кредитного риска.

Резервирование. Механизм этого направления нейтрализации финансовых рисков основан на резервировании предприятием части финансовых ресурсов, позволяющем преодолевать негативные финансовые последствия по тем финансовым операциям, по которым эти риски не связаны с действиями контрагентов. Основными формами этого направления нейтрализации финансовых рисков являются:

1. Формирование резервного (страхового) фонда предприятия. Он создается в соответствии с требованиями законодательства и устава предприятия. На его формирование направляется не менее 5 % суммы прибыли, полученной предприятием в отчетном периоде.

2. Формирование целевых резервных фондов. Примерами такого формирования могут служить: фонд страхования ценового риска (на период времен-

ного ухудшения конъюнктуры рынка), фонд уценки товаров на предприятиях торговли, фонд погашения безнадежной дебиторской задолженности по кредитным операциям предприятия и т. п. Перечень таких фондов, источники их формирования и размеры отчислений в них определяются уставом предприятия и другими внутренними документами, и нормативами.

3. Формирование резервных сумм финансовых ресурсов в системе бюджетов, доводимых различным центрам ответственности. Такие резервы предусматриваются обычно во всех видах капитальных бюджетов и в ряде гибких текущих бюджетов.

4. Формирование системы страховых запасов материальных и финансовых ресурсов по отдельным элементам оборотных активов предприятия. Такие страховые запасы создаются по денежным активам, сырью, материалам, готовой продукции. Размер потребности в страховых запасах по отдельным элементам оборотных активов устанавливается в процессе их нормирования.

5. Нераспределенный остаток прибыли, полученной в отчетном периоде. До его распределения в инвестиционном процессе он может рассматриваться как резерв финансовых ресурсов, направляемых в необходимом случае на ликвидацию негативных последствий отдельных финансовых рисков.

Используя этот механизм нейтрализации финансовых рисков, необходимо иметь в виду, что страховые резервы во всех их формах, хотя и позволяют быстро возместить понесенные предприятием финансовые потери, однако «замораживают» использование достаточно ощутимой суммы финансовых ресурсов. В результате этого снижается эффективность использования собственного капитала предприятия, усиливается его зависимость от внешних источников финансирования.

Прочие методы внутренней нейтрализации финансовых рисков.

К числу основных из таких методов, используемых предприятием, могут быть отнесены:

1. Обеспечение востребования с контрагента по финансовой операции дополнительного уровня премии за риск. Если уровень риска по намечаемой к осуществлению финансовой операции превышает расчетный уровень дохода по ней (по шкале «доходность – риск»), необходимо обеспечить получение дополнительного дохода по ней или отказаться от ее проведения.

2. Получение от контрагентов определенных гарантий. Такие гарантии, связанные с нейтрализацией негативных финансовых последствий при наступлении рискованного события, могут быть предоставлены в форме поручительства, гарантийных писем третьих лиц, страховых полисов в пользу предприятия со стороны его контрагентов по высокорисковым финансовым операциям.

3. Сокращение перечня форс-мажорных обстоятельств в контрактах с контрагентами. В современной отечественной хозяйственной практике этот перечень необоснованно расширяется (против общепринятых международных коммерческих и финансовых правил), что позволяет партнерам предприятия избегать в ряде случаев финансовой ответственности за невыполнение своих контрактных обязательств.

4. Обеспечение компенсации возможных финансовых потерь по рискам за счет предусматриваемой системы штрафных санкций. Это направление нейтрализации финансовых рисков предусматривает расчет и включение в условия контрактов с контрагентами необходимых размеров штрафов, пени, неустоек и других форм финансовых санкций в случае нарушения ими своих обязательств (несвоевременных платежей за продукцию, невыплаты процентов и т. п.). Уровень штрафных санкций должен в полной мере компенсировать финансовые потери предприятия в связи с неполучением расчетного дохода, инфляцией, снижением стоимости денег во времени и т. п.

Выше были рассмотрены лишь основные внутренние механизмы нейтрализации финансовых рисков. Они могут быть существенно дополнены с учетом специфики финансовой деятельности предприятия и конкретного состава портфеля его финансовых рисков.

Вопросы для самопроверки:

1. Перечислите сущностные характеристики финансового риска.
2. Что представляет собой система управления финансовыми рисками?
3. Раскройте содержание основных этапов управления финансовыми рисками предприятия.
4. Какие методы в системе внутреннего механизма нейтрализации финансовых рисков используются на практике?
5. Что Вы понимаете под хеджированием финансовых рисков?
6. Что Вы понимаете под лимитированием концентрации финансовых рисков?
7. Что Вы понимаете под распределением финансовых рисков?
8. Что Вы понимаете под диверсификацией финансовых рисков?

10. УПРАВЛЕНИЕ ПРЕДПРИЯТИЕМ В УСЛОВИЯХ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА

Тезисы. Общие основы управления предприятием в условиях финансового кризиса. Диагностика финансового кризиса предприятия

10.1. Общие основы управления предприятием в условиях финансового кризиса

В условиях постоянно меняющихся факторов внешней финансовой среды и внутренних условий осуществления финансовой деятельности увеличивается вероятность периодического возникновения кризиса предприятия, который может приобретать различные формы. Одной из таких форм является финансовый кризис предприятия, несущий наибольшие угрозы его функционированию и развитию.

Рассмотрим наиболее важные сущностные характеристики финансового кризиса предприятия, позволяющие комплексно охарактеризовать его как объект финансового менеджмента.

Финансовый кризис предприятия представляет собой процесс, протекание которого детерминировано во времени. Как процесс финансовый кризис имеет свое начало и конечен во времени. Кроме того, финансовый кризис характеризуется не просто как процесс, а как многостадийный процесс, определяющий дифференциацию механизмов антикризисного финансового управления в разрезе отдельных стадий его протекания на предприятии. Общие временные границы этого процесса характеризуются периодом времени от начала финансового кризиса до его разрешения.

Финансовый кризис предприятия является объективным экономическим процессом. Кризисы неизбежны в деятельности любого предприятия и получают повсеместное проявление. Более того, финансовый кризис рассматривается не только как объективно неизбежный, но и как объективно необходимый процесс, несущий импульс интенсификации развития предприятия. Объективная природа финансового кризиса предприятия отражает не только закономерность его наступления, но и возможность его разрешения.

Основной формой проявления финансового кризиса выступает существенное нарушение финансового равновесия предприятия. Нарушение финансового равновесия предприятия в процессе протекания финансового кризиса характеризуется потерей платежеспособности, снижением финансовой устойчивости и рядом других параметров, обеспечивающих финансовую безопасность предприятия в процессе его развития. С учетом этой характеристики финансового кризиса предприятия, главным объектом усилий антикризисного финансового управления выступает восстановление финансового равновесия.

Финансовый кризис отражает характер финансовых противоречий предприятия. С позиций обеспечения условий развития предприятия, главной формой финансовых противоречий выступает противоречие между фактическим

состоянием его финансового потенциала и необходимым объемом финансовых потребностей. Это противоречие отражает ситуацию, когда потенциал финансовой динамики уже исчерпан и не позволяет в необходимой мере обеспечивать не только развитие, но и функционирование предприятия в рамках сложившихся позиций.

Финансовый кризис может возникать на протяжении всех стадий жизненного цикла предприятия. Проявляясь на любой из стадий жизненного цикла предприятия, финансовый кризис тормозит поступательное его развитие, существенно удлиняя соответствующую стадию этого развития. Характеризуя эту особенность финансового кризиса, следует также подчеркнуть, что его проявление на каждой из стадий жизненного цикла предприятия имеет свои нюансы, которые необходимо учитывать в процессе антикризисного финансового управления.

Финансовый кризис предприятия носит циклический характер. Цикличность является всеобщей формой экономической динамики, отражающей ее неравномерность, смену эволюционных и революционных форм экономического прогресса, колебания деловой активности и рыночной конъюнктуры, чередование преимущественно экстенсивного и интенсивного экономического роста. Вместе с тем, цикличность формирования кризиса на уровне предприятий не всегда совпадает с фазой общеэкономического цикла, а финансовый кризис не всегда определяется кризисом операционной деятельности предприятия. Финансовые кризисы предприятия очень часто отражают собственные ритмы развития финансовой деятельности отдельных хозяйствующих субъектов, формируя соответственно и собственные циклы кризисного финансового развития.

Финансовый кризис предприятия генерируется как внешними, так и внутренними факторами. Особенностью финансового кризиса предприятий является его высокая зависимость от внешних факторов – уровня регулирования финансовой деятельности предприятия, конъюнктуры финансового рынка, степени развития его инфраструктуры и т. п., колеблемость которых в динамике носит наиболее интенсивный характер. Вместе с тем, этот кризис довольно часто возникает и под воздействием негативных внутренних факторов. Часть их этих внутренних факторов может носить субъективный характер.

Финансовый кризис несет наиболее опасные потенциальные угрозы функционированию предприятия. Любая форма финансового кризиса предприятия приводит к достаточно ощутимому потрясению всей его хозяйственной деятельности и угрожает его экономической безопасности. Вместе с тем, следует отметить, что финансовый кризис несет не только разрушительную нагрузку, но при эффективном его разрешении имеет прогрессивный характер с позиций обновления отдельных элементов финансовой системы предприятия и последующей интенсификации его финансовой деятельности.

Рассмотрение важнейших сущностных сторон финансового кризиса предприятия позволяет определить его следующим образом: **финансовый кризис предприятия** представляет собой одну из наиболее серьезных форм нарушения его финансового равновесия, отражающую циклически возникающие на

протяжении его жизненного цикла под воздействием разнообразных факторов противоречия между фактическим состоянием его финансового потенциала и необходимым объемом финансовых потребностей, несущую наиболее опасные потенциальные угрозы его функционированию.

Финансовый кризис предприятия может быть классифицирован по многим признакам. В целях формирования эффективной системы антикризисного финансового управления такую **классификацию** предлагается осуществлять по следующим основным признакам:

1. По источникам генерирования финансовый кризис подразделяется на следующие группы:

1.1. Финансовый кризис, генерируемый внутренними факторами. Такими факторами могут являться неэффективный финансовый менеджмент, неправильно выбранная финансовая политика по отдельным аспектам финансовой деятельности, недооценка отдельных видов финансовых рисков, высокая средневзвешенная стоимость капитала и другие. Как правило, такой финансовый кризис может быть относительно быстро разрешен за счет внутренних механизмов антикризисного финансового управления.

1.2. Финансовый кризис, генерируемый внешними факторами. Примером таких факторов могут служить ужесточение налогового регулирования хозяйственной деятельности предприятия, неблагоприятные изменения конъюнктуры финансового рынка и т. п.

1.3. Финансовый кризис, генерируемый как внутренними, так и внешними факторами. Такой кризис является наиболее сложным по возможностям разрешения и носит более длительный характер.

2. По масштабам охвата финансовый кризис разделяют обычно на две группы:

2.1. Структурный финансовый кризис, который вызван постепенным и длительным нарастанием диспропорций в отдельных параметрах финансового потенциала и характеризует несоответствие структурных пропорций этих параметров изменившимся условиям финансовой деятельности и требованиям финансовой безопасности предприятия.

2.2. Системный финансовый кризис, который охватывает все основные направления и формы финансовой деятельности и отражает противоречия всей финансовой системы предприятия.

3. По структурным формам структурный финансовый кризис предприятия может быть подразделен на следующие группы:

3.1. Финансовый кризис, вызванный неоптимальной структурой капитала предприятия. Вследствие высокой доли используемого заемного капитала предприятие теряет свою финансовую устойчивость, вынуждено привлекать финансовые ресурсы из внешних источников на менее выгодных условиях, что в конечном итоге ограничивает возможности формирования его чистого денежного потока.

3.2. Финансовый кризис, вызванный неоптимальной структурой активов предприятия. Такая неоптимальность определяется, прежде всего, высокой до-

лей внеоборотных активов предприятия, вызывающей замедление оборота всего авансированного капитала. Кроме того, неоптимальность структуры активов характеризуется и высокой долей низколиквидных активов в общем составе оборотных средств предприятия.

3.3. Финансовый кризис, вызванный несбалансированностью денежных потоков предприятия. Такую форму структурного кризиса порождает несбалансированность объемов положительного и отрицательного денежных потоков предприятия, а также несинхронность их формирования во времени. Следствием такой несбалансированности является снижение уровня платежеспособности предприятия.

3.4. Финансовый кризис, вызванный неоптимальной структурой инвестиций. Такая неоптимальность вызывается чрезмерной долей высокообъемных реальных инвестиционных проектов, превалированием инвестиционных проектов с высоким периодом окупаемости, а также реализуемых проектов с преимущественно заемными источниками финансирования.

3.5. Финансовый кризис, вызванный неоптимальностью структуры прочих параметров финансовой деятельности предприятия. К числу таких параметров может относиться состав портфеля дебиторской задолженности предприятия, состав его издержек в разрезе постоянных и переменных статей и др.

4. По степени воздействия на финансовую деятельность различают:

4.1. Легкий финансовый кризис. Как правило, к нему относят одну из форм структурного финансового кризиса, который может быть быстро разрешен на основе использования отдельных внутренних механизмов антикризисного финансового управления.

4.2. Глубокий финансовый кризис. К нему относят, обычно, комплекс ряда форм структурного финансового кризиса, преодоление которого требует полного использования всех внутренних механизмов финансовой стабилизации, а в ряде случаев и отдельных форм внешней финансовой санации.

4.3. Катастрофический финансовый кризис. Это один из наиболее опасных видов системного кризиса, преодоление которого требует активного поиска преимущественно внешних эффективных форм санации.

5. По периоду протекания финансовый кризис предприятия дифференцируют следующим образом:

5.1. Краткосрочный финансовый кризис. Такой кризис может быть разрешен в течение нескольких месяцев (до одного квартала).

5.2. Среднесрочный финансовый кризис. Продолжительность такого кризиса составляет период до одного года.

5.3. Долгосрочный финансовый кризис. Такой кризис может длиться более одного года до полного его разрешения.

6. По возможностям разрешения выделяют:

6.1. Финансовый кризис, разрешаемый на основе использования только внутренних механизмов. Состав таких механизмов определяется самим предприятием в процессе осуществления антикризисного финансового управления.

6.2. Финансовый кризис, разрешаемый с помощью внешней санации. Такая санация дополняет систему внутренних механизмов разрешения кризиса.

6.3. Непреодолимый финансовый кризис. Это крайняя форма проявления финансового кризиса, идентифицируемая по результатам его диагностики, при которой любые формы санации предприятия являются неэффективными в силу необратимых изменений его финансовой структуры.

7. По последствиям выделяют следующие виды финансового кризиса предприятия:

7.1. Финансовый кризис, приведший к восстановлению финансовой деятельности в прежних параметрах. Такие последствия характеризуют обычно краткосрочный структурный финансовый кризис в легкой его форме, вызванный краткосрочными изменениями конъюнктуры финансового или товарного рынка.

7.2. Финансовый кризис, приведший к обновлению финансовой деятельности на новой качественной основе. Такие последствия характерны преимущественно для системного кризиса, разрешаемого обычно с помощью внешней финансовой санации предприятия.

7.3. Финансовый кризис, вызвавший банкротство (ликвидацию) предприятия. Этот вид характеризует последствия непреодолимого финансового кризиса предприятия. Классификация финансового кризиса предприятия по этому признаку используется обычно при оценке результатов антикризисного финансового управления.

7.4. Предотвращение финансового кризиса предприятия, эффективное его преодоление и ликвидация негативных его последствий обеспечивается в процессе особой системы финансового менеджмента, которая получила название антикризисного финансового управления предприятием.

Антикризисное финансовое управление представляет собой систему принципов и методов разработки и реализации комплекса специальных управленческих решений, направленных на предупреждение и преодоление финансовых кризисов предприятия, а также минимизацию их негативных финансовых последствий.

Главной целью антикризисного финансового управления является восстановление финансового равновесия предприятия и минимизация размеров снижения его рыночной стоимости, вызываемых финансовыми кризисами.

В процессе реализации своей главной цели антикризисное финансовое управление предприятием направлено на решение следующих основных задач:

1. Своевременное диагностирование предкризисного финансового состояния предприятия и принятие необходимых превентивных мер по предупреждению финансового кризиса. Эта задача реализуется путем осуществления постоянного мониторинга финансового состояния предприятия и факторов внешней финансовой среды, оказывающих наиболее существенное влияние на результаты финансовой деятельности. Диагностика предкризисного финансового состояния предприятия позволяет восстановить его имидж среди хозяй-

ственных партнеров и получить необходимый запас времени для реализации других антикризисных мероприятий.

2. Устранение неплатежеспособности предприятия. Это наиболее неотложная и сложная задача в системе антикризисного финансового управления предприятием. В ряде случаев реализация только этой задачи позволяет пресечь углубление финансового кризиса и получить необходимый запас времени для реализации других антикризисных мероприятий. Вместе с тем, необходимо помнить, что нарушение платежеспособности – это лишь один из внешних симптомов проявления финансовых кризисов предприятия, поэтому устранение неплатежеспособности должно осуществляться не столько за счет «латания дыр», сколько путем устранения причин ее генерирующих.

3. Восстановление финансовой устойчивости предприятия. Реализация этой задачи осуществляется путем поэтапной структурной перестройки всей финансовой деятельности предприятия. В процессе такой финансовой реструктуризации предприятия должна в первую очередь обеспечиваться оптимизация структуры капитала, оборотных активов и денежных потоков, а в отдельных случаях – снижаться его инвестиционная активность.

4. Предотвращение банкротства и ликвидации предприятия. Такая задача стоит перед антикризисным финансовым управлением предприятием при диагностировании глубокого или катастрофического системного финансового его кризиса. Для предотвращения банкротства и ликвидации предприятия в процессе антикризисного финансового управления должна обеспечиваться эффективная внешняя его санация (с разработкой соответствующего инвестиционного проекта санации).

5. Минимизация негативных последствий финансового кризиса предприятия. Эта задача реализуется путем закрепления позитивных результатов вывода предприятия из состояния финансового кризиса и стабилизации качественных структурных преобразований его финансовой деятельности с учетом ее долгосрочной перспективы. Эффективность мероприятий по преодолению негативных последствий финансового кризиса оценивается по критерию минимизации потерь рыночной стоимости предприятия в сопоставлении с докризисным ее уровнем.

Система антикризисного финансового управления базируется на определенных принципах, главными из которых являются:

1. Принцип постоянной готовности реагирования. Теория антикризисного финансового управления утверждает, что достигаемое в результате эффективного финансового менеджмента финансовое равновесие предприятия очень изменчиво в динамике. Возможное его изменение на любом этапе экономического развития предприятия определяется естественным откликом на изменения внешних и внутренних условий его хозяйственной деятельности. Объективность проявления этих условий в динамике (т. е. объективная вероятность возникновения финансовых кризисов предприятия) определяет необходимость поддержания постоянной готовности финансовых менеджеров к возможному

нарушению финансового равновесия предприятия на любом этапе его экономического развития.

2. Принцип превентивности действий. Этот принцип предполагает, что лучше предотвратить угрозу финансового кризиса, чем осуществлять его разрешение и обеспечивать нейтрализацию его негативных последствий. Реализация этого принципа обеспечивается ранней диагностикой предкризисного финансового состояния предприятия и своевременным использованием возможностей нейтрализации финансового кризиса. В этом случае антикризисное финансовое управление использует методологию, называемую «управление по слабым сигналам».

3. Принцип срочности реагирования. В соответствии с теорией антикризисного финансового управления каждое из негативных проявлений финансового кризиса не только имеет тенденцию к расширению с каждым новым хозяйственным циклом предприятия, но и порождает новые сопутствующие ему негативные финансовые последствия. Поэтому чем раньше будут включены антикризисные финансовые механизмы по каждому диагностированному кризисному симптому, тем большими возможностями к восстановлению нарушенного равновесия будет располагать предприятие.

4. Принцип адекватности реагирования. Используемая система финансовых механизмов по нейтрализации угрозы финансового кризиса или его разрешению в подавляющей своей части связана с затратами финансовых ресурсов или потерями, связанными с нереализованными возможностями. Поэтому «включение» отдельных механизмов нейтрализации угрозы финансового кризиса и его разрешения должно исходить из реального уровня такой угрозы и быть адекватным этому уровню. В противном случае либо не будет достигнут ожидаемый эффект антикризисного финансового управления (если действие антикризисных механизмов или масштабы их применения недостаточны), либо предприятие в процессе антикризисного финансового управления будет нести неоправданно высокие затраты и потери.

5. Принцип комплексности принимаемых решений. Практически каждый финансовый кризис предприятия по источникам генерирующих его факторов, а соответственно, и по формам проявления своих негативных последствий, носит комплексный характер. Аналогичный комплексный характер должна носить и система разрабатываемых и реализуемых антикризисных мероприятий, обеспечивающих эффективную нейтрализацию влияния таких факторов и их негативных последствий.

6. Принцип альтернативности действий. Этот принцип предполагает, что каждое из принимаемых антикризисных финансовых решений должно базироваться на рассмотрении максимально возможного числа их альтернативных проектов с определением уровня их результативности и оценкой затрат.

7. Принцип адаптивности управления. В процессе развития финансового кризиса, генерирующие его факторы характеризуются обычно высокой динамикой. Это предопределяет необходимость высокого уровня гибкости ан-

тикризисного финансового управления, его быстрой адаптации к меняющимся условиям внешней и внутренней финансовой среды.

8. Принцип приоритетности использования внутренних ресурсов. Если финансовый кризис генерируется только финансовыми факторами, т. е. носит структурный характер, то при нормальных маркетинговых позициях предприятия он полностью может быть разрешен за счет использования исключительно внутренних механизмов антикризисного управления и собственных финансовых ресурсов. В этом случае предприятие может избежать потери управляемости и процедур внешнего контроля своей финансовой деятельности.

9. Принцип оптимальности внешней санации. Если финансовый кризис диагностирован лишь на поздней стадии своего развития, носит системный характер и оценивается как глубокий или катастрофический, а механизмы внутренней его нейтрализации не позволяют достичь равновесия предприятия, оно должно инициировать свою внешнюю санацию. Принцип оптимальности внешней санации предполагает, что при выборе ее форм и состава внешних санаторов следует исходить из системы определенных критериев, разрабатываемых в процессе антикризисного финансового управления. Такими критериями могут быть сохранение управления предприятием первоначальными учредителями, минимизация потери рыночной стоимости предприятия и другие.

10. Принцип эффективности. Реализация этого принципа обеспечивается сопоставлением эффекта антикризисного финансового управления и связанных с реализацией его мероприятий финансовых ресурсов. Эффект антикризисного финансового управления может характеризоваться уровнем достижения отдельных его целей – по предотвращению финансового кризиса, смягчению негативных условий его протекания или связанных с ним негативных финансовых последствий. Учитывая, что выразить этот эффект в денежной форме затруднительно, оценка эффективности отдельных мероприятий антикризисного финансового управления носит сравнительный характер (на основе сопоставления уровня достижения отдельных целей и объема затрат финансовых ресурсов по альтернативным вариантам управленческих решений).

Рассмотренные принципы служат основой организации системы антикризисного финансового управления предприятием.

Антикризисное финансовое управление предприятием представляет собой процесс, основным содержанием которого является подготовка, принятие и реализация управленческих решений по предупреждению финансовых кризисов, их преодолению и минимизации их негативных последствий. Особенностью этого управления в сравнении с другими функциональными видами управления предприятием является то, что в силу кризисных условий принятие управленческих решений часто осуществляется в обстановке снижения управляемости предприятием, дефицита времени, высокой степени неопределенности, конфликтности интересов различных групп работников.

Процесс антикризисного финансового управления предприятием строится по следующим основным этапам:

1. Осуществление постоянного мониторинга финансового состояния предприятия с целью раннего обнаружения симптомов финансового кризиса. Такой мониторинг организуется в рамках общего мониторинга финансовой деятельности предприятия как самостоятельный его блок с целью выявления ранних признаков возможного финансового кризиса.

На первой стадии в системе общего финансового мониторинга устанавливается особая группа объектов наблюдения, формирующих возможное «кризисное поле», т. е. параметров финансового состояния предприятия, нарушение которых свидетельствует о кризисном его развитии.

На второй стадии в разрезе каждого из параметров «кризисного поля» формируется система наблюдаемых показателей – «индикаторов кризисного развития». В систему таких индикаторов включаются как традиционные, так и специальные финансовые показатели, отражающие различные симптомы предкризисного финансового состояния предприятия или его финансового кризиса.

На третьей стадии определяется периодичность наблюдения показателей – «индикаторов кризисного развития». Как правило, показатели этой группы наблюдаются с наиболее высокой периодичностью в общей системе финансового мониторинга. Более того, в периоды высокой динамики факторов внешней финансовой среды, реализующих угрозу финансового кризиса предприятия, основные из этих показателей требуют ежедневного наблюдения.

На четвертой стадии по результатам мониторинга определяются размеры отклонений фактических значений показателей – «индикаторов кризисного развития» – от предусмотренных (плановых, нормативных).

На пятой стадии проводится анализ отклонений показателей по каждому из параметров «кризисного поля». В процессе анализа устанавливается степень отклонений, вызвавшие их причины, а также возможное влияние таких отклонений на конечные результаты финансовой деятельности.

На шестой стадии по результатам мониторинга осуществляется предварительная диагностика характера развития финансовой деятельности предприятия и его финансового состояния. В процессе такой диагностики констатируется «нормальное», «предкризисное» или «кризисное» финансовое состояние предприятия.

2. Разработка системы профилактических мероприятий по предотвращению финансового кризиса при диагностировании предкризисного финансового состояния предприятия. Антикризисное финансовое управление предприятием, характеризуемое как «управление по слабым сигналам», на этом этапе носит преимущественно превентивную направленность.

На первой стадии оценивается возможность предотвращения финансового кризиса в условиях предстоящей динамики факторов внешней и внутренней финансовой среды предприятия.

На второй стадии, в зависимости от результатов такой оценки, дифференцируются направления действий на предотвращение финансового кризиса или на смягчение условий его будущего протекания.

На третьей стадии разрабатывается система превентивных антикризисных мероприятий, направленных на нейтрализацию угрозы финансового кризиса. Основными такими превентивными мероприятиями являются: сокращение объема финансовых операций на наиболее рискованных направлениях финансовой деятельности предприятия, повышение уровня внутреннего и внешнего страхования финансовых рисков, связанных с факторами, генерирующими угрозу финансового кризиса, реализация части излишних или неиспользуемых активов предприятия с целью увеличения резервов финансовых ресурсов, конверсия в денежную форму дебиторской задолженности и эквивалентов денежных средств.

На четвертой стадии по результатам реализации превентивных антикризисных мероприятий определяется их эффективность и при необходимости принимаются дополнительные меры.

3. Идентификация параметров финансового кризиса при диагностировании его наступления. Такая идентификация осуществляется на основе классификации финансовых кризисов предприятия по результатам мониторинга показателей – «индикаторов кризисного развития».

На первой стадии идентифицируется масштаб охвата финансовой деятельности предприятия финансовым кризисом, т. е. определяется, носит ли он системный или структурный характер. Если финансовый кризис идентифицирован как структурный, то определяется его преимущественная структурная форма.

На второй стадии идентифицируется степень воздействия финансового кризиса на финансовую деятельность, т. е. выявляется, носит ли он легкий, глубокий или катастрофический характер.

На третьей стадии с учетом ранее проведенных оценок прогнозируется возможный период протекания финансового кризиса предприятия.

4. Исследование факторов, обусловивших возникновение финансового кризиса предприятия и генерирующих угрозу его дальнейшего углубления.

На первой стадии идентифицируются отдельные факторы финансового кризиса. В процессе такой идентификации вся их совокупность подразделяется на внешние и внутренние факторы.

На второй стадии исследуется степень влияния отдельных факторов на формы и масштабы финансового кризиса предприятия в разрезе отдельных параметров «кризисного поля».

На третьей стадии прогнозируется развитие факторов финансового кризиса и их совокупное негативное влияние на развитие финансовой деятельности предприятия.

5. Оценка потенциальных финансовых возможностей предприятия по преодолению финансового кризиса. Такая оценка во многом определяет направленность антикризисных мероприятий и интенсивность использования стабилизационных механизмов.

На первой стадии оценивается объем чистого денежного потока предприятия, генерируемого в кризисных условиях его функционирования, и степень его достаточности для преодоления финансового кризиса.

На второй стадии оценивается состояние страховых резервов финансовых ресурсов предприятия и их адекватности масштабам угроз, генерируемых финансовым кризисом.

На третьей стадии определяются возможные направления экономии финансовых ресурсов предприятия в период протекания финансового кризиса (экономия текущих затрат, связанных с осуществлением операционной деятельности, экономия инвестиционных ресурсов за счет приостановления реализации отдельных реальных инвестиционных проектов и т. п.).

На четвертой стадии определяются возможные альтернативные внешние источники формирования финансовых ресурсов, необходимые для функционирования предприятия в кризисных условиях и его вывода из состояния финансового кризиса.

На пятой стадии оценивается качественное состояние финансового потенциала предприятия с позиций возможного преодоления финансового кризиса – уровень квалификации финансовых менеджеров, их способность к быстрому реагированию на изменения факторов внешней финансовой среды, эффективность организационной структуры финансового управления и т. п.

6. Выбор направлений механизмов финансовой стабилизации предприятия, адекватных масштабам его кризисного финансового состояния. Выбор таких механизмов призван стабилизировать финансовое состояние предприятия путем соответствующих преобразований важнейших параметров его финансовой структуры – структуры капитала, структуры активов, структуры денежных потоков, структуры источников формирования финансовых ресурсов, структуры инвестиционного портфеля и т. п.

7. Выбор конкретных механизмов финансовой стабилизации в процессе реструктуризации основных параметров финансовой деятельности предприятия в условиях его кризисного развития должен быть направлен на поэтапное решение следующих задач:

- устранение неплатежеспособности;
- восстановление финансовой устойчивости;
- финансовое обеспечение устойчивого роста предприятия в долгосрочной перспективе.

8. Разработка и реализация комплексной программы вывода предприятия из финансового кризиса. Такая комплексная программа разрабатывается обычно в форме двух альтернативных документов – комплексного плана мероприятий по выводу предприятия из состояния финансового кризиса или инвестиционного проекта финансовой санации предприятия.

Комплексный план мероприятий по выводу предприятия из состояния финансового кризиса разрабатывается в тех случаях, когда предусматривается использование преимущественно внутренних механизмов финансовой стабили-

зации в рамках объема финансовых ресурсов, формируемых из внутренних источников. Этот план содержит следующие основные разделы:

- перечень антикризисных мероприятий;
- объем финансовых ресурсов, выделяемых для их реализации;
- сроки реализации отдельных антикризисных мероприятий;
- лица, ответственные за реализацию отдельных антикризисных мероприятий;
- ожидаемые результаты финансовой стабилизации.

Инвестиционный проект финансовой санации предприятия разрабатывается в тех случаях, когда предприятие для выхода из финансового кризиса намерено привлечь внешних санаторов. Такой проект носит форму бизнес-плана санации и содержит обычно следующие основные разделы:

- общие сведения о saniруемом предприятии;
- оценка кризисного состояния предприятия;
- обоснование концепции и формы санации предприятия;
- система предлагаемых мероприятий по финансовому оздоровлению;
- ожидаемые результаты санации.

После разработки и утверждения комплексной программы вывода предприятия из финансового кризиса оно приступает к ее реализации.

9. Контроль реализации программы вывода предприятия из финансового кризиса. Такой контроль возлагается, как правило, на главных менеджеров предприятия. Основная часть мероприятий комплексной программы вывода предприятия из финансового кризиса контролируется в системе оперативного финансового контроллинга, организованного на предприятии. Результаты контроля выполнения программы требуют периодического обсуждения с целью внесения необходимых корректив, направленных на повышение эффективности антикризисных мероприятий.

10. Разработка и реализация мероприятий по устранению предприятием негативных последствий финансового кризиса. Система таких мероприятий на каждом предприятии носит индивидуализированный характер и направлена на последующую стабилизацию качественных структурных преобразований его финансовой деятельности.

10.2. Диагностика финансового кризиса предприятия

Оценка кризисных симптомов предприятия и диагностирование его финансового кризиса осуществляется задолго до проявления его явных признаков. Такая оценка и прогнозирование развития кризисных симптомов финансовой деятельности предприятия является предметом диагностики финансового кризиса.

Диагностика финансового кризиса представляет собой систему целевого финансового анализа, направленного на выявление возможных тенденций и негативных последствий кризисного развития предприятия.

В зависимости от целей и методов осуществления диагностика финансового кризиса предприятия подразделяется на две основные системы: систему экспресс-диагностики финансового кризиса и систему фундаментальной диагностики финансового кризиса.

Экспресс-диагностика финансового кризиса характеризует систему регулярной оценки кризисных параметров финансового развития предприятия, осуществляемой на базе данных его финансового учета по стандартным алгоритмам анализа.

Основной целью экспресс-диагностики финансового кризиса является раннее обнаружение признаков кризисного развития предприятия и предварительная оценка масштабов кризисного его состояния.

Экспресс-диагностика финансового кризиса осуществляется по следующим основным этапам:

1. Определение объектов наблюдения «кризисного поля», реализующего угрозу возникновения финансового кризиса предприятия. Опыт показывает, что в современных экономических условиях практически все аспекты финансовой деятельности предприятия могут генерировать угрозу его банкротства. Поэтому система наблюдения «кризисного поля» должна строиться с учетом степени генерирования этой угрозы путем выделения наиболее существенных объектов по этому критерию. С этих позиций система наблюдения «кризисного поля» предприятия может быть представлена следующими основными объектами:

- а) чистый денежный поток предприятия;
- б) рыночная стоимость предприятия;
- в) структура капитала предприятия;
- г) состав финансовых обязательств предприятия по срочности погашения;
- д) состав активов предприятия;
- е) состав текущих затрат предприятия;
- ж) уровень концентрации финансовых операций в зонах повышенного риска;

2. Формирование системы индикаторов оценки угрозы возникновения финансового кризиса предприятия. Система таких индикаторов формируется по каждому объекту наблюдения «кризисного поля». В процессе формирования все показатели-индикаторы подразделяются на объемные (выражаемые абсолютной суммой) и структурные (выражаемые относительными показателями). Важнейшие из этих индикаторов оценки угрозы возникновения финансового кризиса представлены в табл. 10.1.

Таблица 10.1

Система важнейших индикаторов оценки угрозы возникновения финансового кризиса предприятия в разрезе отдельных объектов наблюдения «кризисного поля»

Объекты наблюдения «кризисного поля»	Показатели-индикаторы	
	Объемные	Структурные
1. Чистый денежный поток предприятия	1. Сумма чистого денежного потока по предприятию в	1. Коэффициент достаточности чистого денежного потока.

	целом. 2. Сумма чистого денежного потока по операционной деятельности предприятия	2. Коэффициент ликвидности денежного потока. 3. Коэффициент эффективности денежного потока. 4. Коэффициент реинвестирования чистого денежного потока
2. Рыночная стоимость предприятия	1. Сумма чистых активов предприятия по рыночной стоимости	1. Рыночная стоимость предприятия. 2. Стоимость предприятия по коэффициенту капитализации прибыли
3. Структура капитала предприятия	1. Сумма собственного капитала предприятия. 2. Сумма заемного капитала предприятия	1. Коэффициент автономии. 2. Коэффициент финансирования (коэффициент финансового левериджа). 3. Коэффициент долгосрочной финансовой независимости
4. Состав финансовых обязательств предприятия по срочности погашения	1. Сумма долгосрочных финансовых обязательств. 2. Сумма краткосрочных финансовых обязательств. 3. Сумма финансового кредита. 4. Сумма товарного (коммерческого) кредита	1. Коэффициент соотношения долгосрочных и краткосрочных финансовых обязательств. 2. Коэффициент соотношения, привлеченного финансового и товарного кредита. 3. Период обращения кредиторской задолженности
5. Состав активов предприятия	1. Сумма внеоборотных активов. 2. Сумма оборотных активов. 3. Сумма текущей дебиторской задолженности, в том числе и просроченной. 4. Сумма денежных активов	1. Коэффициент маневренности активов. 2. Коэффициент обеспеченности высоколиквидными активами. 3. Коэффициент обеспеченности готовыми средствами платежа. 4. Коэффициент текущей платежеспособности. 5. Коэффициент абсолютной платежеспособности
6. Состав текущих затрат предприятия	1. Общая сумма текущих затрат. 2. Сумма постоянных текущих затрат	1. Уровень текущих затрат к объему реализации продукции. 2. Уровень переменных текущих затрат. 3. Коэффициент операционного левериджа
7. Уровень концентрации финансовых операций в зоне повышенного риска		1. Коэффициент критического риска. 2. Коэффициент катастрофического риска

Приведенная система индикаторов оценки угрозы банкротства предприятия может быть расширена с учетом особенностей его финансовой деятельности и целей диагностики.

Анализ отдельных сторон кризисного финансового развития предприятия, осуществляемый стандартными методами. Основу такого анализа составляет сравнение фактических показателей-индикаторов с плановыми (нормативными) и выявление размеров отклонений в динамике. Рост размера негативных отклонений в динамике характеризует нарастание кризисных явлений финансовой деятельности предприятия, генерирующих угрозу возникновения его финансового кризиса.

В процессе анализа отдельных сторон кризисного финансового развития предприятия используются следующие стандартные его методы: горизонтальный (трендовый) финансовый анализ, вертикальный (структурный) финансовый анализ, сравнительный финансовый анализ, анализ финансовых коэффициентов, анализ финансовых рисков, интегральный финансовый анализ, основанный на модели Дюпона.

Предварительная оценка масштабов кризисного финансового состояния предприятия. Такая оценка проводится на основе анализа отдельных сторон кризисного развития предприятия за ряд предшествующих этапов. Практика финансового менеджмента использует при оценке масштабов кризисного финансового состояния предприятия три принципиальных характеристики: легкий финансовый кризис, глубокий финансовый кризис, катастрофический финансовый кризис (финансовая катастрофа).

При необходимости каждая из этих характеристик может получить более углубленную дифференциацию.

Система экспресс-диагностики обеспечивает раннее обнаружение признаков кризисного развития предприятия и позволяет принять оперативные меры по их нейтрализации. Ее предупредительный эффект наиболее ощутим на стадии легкого финансового кризиса предприятия. При иных масштабах кризисного финансового состояния предприятия она обязательно должна дополняться системой фундаментальной диагностики.

Фундаментальная диагностика финансового кризиса характеризует систему оценки параметров кризисного финансового развития предприятия, осуществляемой на основе методов факторного анализа и прогнозирования.

Основными целями фундаментальной диагностики финансового кризиса являются: углубление результатов оценки кризисных параметров финансового развития предприятия, полученных в процессе экспресс-диагностики, подтверждение полученной предварительной оценки масштабов кризисного финансового состояния предприятия, прогнозирование развития отдельных факторов, генерирующих угрозу финансового кризиса предприятия, и их негативных последствий, оценка и прогнозирование способности предприятия к нейтрализации финансового кризиса за счет внутреннего финансового потенциала.

Фундаментальная диагностика финансового кризиса осуществляется по следующим основным этапам:

1. Систематизация основных факторов, обуславливающих кризисное финансовое развитие предприятия. В процессе изучения и оценки эти факторы подразделяются на две основные группы: не зависящие от деятельности предприятия (внешние, или экзогенные, факторы) и зависящие от деятельности предприятия (внутренние, или эндогенные, факторы).

В свою очередь, внешние факторы кризисного финансового развития предприятия подразделяются при анализе на три подгруппы:

– социально-экономические факторы общего развития страны. В составе этих факторов рассматриваются только те, которые оказывают негативное воз-

действие на хозяйственную деятельность данного предприятия, т. е. формируют угрозу его финансового кризиса;

- рыночные факторы. При рассмотрении этих факторов исследуются негативные для данного предприятия тенденции развития товарных (как по сырью и материалам, так и по выпускаемой продукции) и финансового рынков;

- прочие внешние факторы. Их состав предприятие определяет самостоятельно с учетом специфики своей деятельности.

Внутренние факторы кризисного финансового развития предприятия также подразделяются при анализе на три подгруппы в зависимости от особенностей формирования денежных потоков предприятия:

- факторы, связанные с операционной деятельностью;

- факторы, связанные с инвестиционной деятельностью;

- факторы, связанные с финансовой деятельностью.

2. Проведение комплексного фундаментального анализа с использованием специальных методов оценки влияния отдельных факторов на кризисное финансовое развитие предприятия. Основу такого анализа составляет выявление степени негативного воздействия отдельных факторов на различные аспекты финансового развития предприятия. В процессе осуществления такого фундаментального анализа используются следующие основные методы:

- полный комплексный анализ финансовых коэффициентов. При осуществлении этого анализа существенно расширяется круг объектов «кризисного поля», а также система показателей-индикаторов возможной угрозы финансового кризиса;

- корреляционный анализ. Этот метод используется для определения степени влияния отдельных факторов на характер кризисного финансового развития предприятия. Количественно степень этого влияния может быть измерена с помощью одно- или многофакторных моделей корреляции. По результатам такой оценки проводится ранжирование отдельных факторов по степени их негативного воздействия на финансовое развитие предприятия;

- SWOT-анализ. Основным содержанием SWOT-анализа является исследование характера сильных и слабых сторон предприятия в разрезе отдельных внутренних эндогенных факторов, а также позитивного или негативного влияния отдельных внешних (экзогенных) факторов, обуславливающих кризисное финансовое развитие предприятия.

- аналитическая модель Альтмана. Она представляет собой алгоритм интегральной оценки угрозы банкротства предприятия, основанный на комплексном учете важнейших показателей, диагностирующих кризисное финансовое его состояние. На основе обследования предприятий-банкротов Э. Альтман определил коэффициенты значимости отдельных факторов в интегральной оценке вероятности банкротства. Модель Альтмана имеет следующий вид:

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5, \quad (61)$$

где Z – интегральный показатель уровня угрозы банкротства (Z -счет Альтмана), X_1 – отношение оборотных активов (рабочего капитала) к сумме всех активов

предприятия, X_2 – уровень рентабельности капитала, X_3 – уровень доходности активов, X_4 – коэффициент соотношения собственного и заемного капитала, X_5 – оборачиваемость активов (в числе оборотов).

В модели Альтмана уровень угрозы банкротства предприятия оценивается по следующей шкале (табл. 10.2).

Таблица 10.2

Шкала уровня угрозы банкротства предприятия (по модели Альтмана)

Значение показателя Z	Вероятность банкротства
до 1,8	очень высокая
1,81–2,70	высокая
2,71–2,99	возможная
3,00 и выше	очень низкая

Использование этой модели для оценки финансового кризиса и угрозы банкротства в наших экономических условиях не позволяет получить достаточно объективный результат. Это вызывается различиями в учете отдельных показателей, влиянием инфляции на их формирование, несоответствием балансовой и рыночной стоимости отдельных активов и другими объективными причинами, которые определяют необходимость корректировки коэффициентов значимости показателей, приведенных в модели Альтмана, и учета ряда других показателей оценки кризисного развития предприятия.

3. Прогнозирование развития кризисного финансового состояния предприятия под негативным воздействием отдельных факторов. Такой прогноз осуществляется на основе разработки специальных многофакторных регрессионных моделей, использования в этих целях аналитического аппарата СВОТ-анализа и других методов фундаментального анализа. В процессе прогнозирования учитываются факторы, оказывающие наиболее существенное негативное воздействие на финансовое развитие и генерирующие наибольшую угрозу финансового кризиса предприятия в предстоящем периоде.

4. Прогнозирование способности предприятия к нейтрализации финансового кризиса за счет внутреннего финансового потенциала. В процессе такого прогнозирования определяется как быстро и в каком объеме предприятие способно: обеспечить рост чистого денежного потока, снизить общую сумму финансовых обязательств, реструктуризировать свои финансовые обязательства путем перевода их из краткосрочных форм в долгосрочные, снизить уровень текущих затрат и коэффициент операционного левеиджа, снизить уровень финансовых рисков в своей деятельности, положительно изменить другие финансовые показатели, несмотря на негативное воздействие отдельных факторов.

Обобщающую оценку способности предприятия к нейтрализации финансового кризиса в краткосрочном перспективном периоде позволяет получить прогнозируемый в динамике коэффициент возможной нейтрализации краткосрочного финансового кризиса предприятия, который рассчитывается по следующей формуле:

$$KN_{\text{фк}} = \frac{\text{ЧДП}}{\text{ФО}}, \quad (62)$$

где $KN_{\text{фк}}$ – коэффициент возможной нейтрализации краткосрочного финансового кризиса предприятия в перспективном периоде, ЧДП – ожидаемая сумма чистого денежного потока, ФО – средняя сумма финансовых обязательств.

5. Окончательное определение масштабов кризисного финансового состояния предприятия. Идентификация масштабов кризисного финансового состояния должна включать аналитические и прогнозные результаты фундаментальной диагностики банкротства и определять возможные направления восстановления финансового равновесия предприятия.

В таблице 10.2 приведены критерии характеристик масштабов кризисного финансового состояния предприятия, а также наиболее адекватные им способы реагирования (включения соответствующих систем защитных финансовых механизмов).

Таблица 10.3

Масштабы кризисного финансового состояния предприятия и возможные пути выхода из него

Масштаб кризисного состояния предприятия	Способ реагирования
Легкий финансовый кризис	Нормализация текущей финансовой деятельности
Глубокий финансовый кризис	Полное использование внутренних механизмов финансовой стабилизации
Катастрофический финансовый кризис	Поиск эффективных форм внешней санации (при неудаче – ликвидация)

Фундаментальная диагностика финансового кризиса позволяет получить наиболее развернутую картину кризисного финансового состояния предприятия и конкретизировать формы и методы предстоящего его финансового оздоровления.

Вопросы для самопроверки

1. Охарактеризуйте финансовый кризис предприятия как объект финансового менеджмента.
2. По каким основным признакам классифицируют финансовый кризис предприятия?
3. Что представляет собой система антикризисного финансового управления?
4. Какие основные задачи призвано решать антикризисное финансовое управление предприятием?
5. Перечислите основные этапы осуществления фундаментальной диагностики финансового кризиса.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Лысенко Д.В.* Финансовый менеджмент: учеб. пособие / Д.В. Лысенко. – М.: Инфра-М, 2012. – URL: <http://znanium.com/bookread.php?book=251922>
2. *Кудина М.В.* Финансовый менеджмент: учеб. пособие / М.В. Кудина. – 2-е изд. – М.: Форум; Инфра-М, 2012. – URL: <http://znanium.com/bookread.php?book=341307>
3. *Трошин А.Н.* Финансовый менеджмент: учебник / А.Н. Трошин. – М.: Инфра-М, 2013. – URL: <http://znanium.com/bookread.php?book=353189>
4. *Морозко Н.И.* Финансовый менеджмент: учеб. пособие / Н.И. Морозко, И.Ю. Диденко. – М.: Инфра-М, 2014. – URL: <http://znanium.com/bookread.php?book=420363>
5. *Самылин А.И.* Финансовый менеджмент: учебник / А.И. Самылин. – М.: Инфра-М, 2013. – URL: <http://znanium.com/bookread.php?book=363697>
6. *Басовский Л.Е.* Финансовый менеджмент: учебник / Л.Е. Басовский. – М.: Инфра-М, 2013. – URL: <http://znanium.com/bookread.php?book=415452>
7. *Ивашковская И.В.* Корпоративные финансовые решения. Эмпирический анализ российских компаний: монография / И.В. Ивашковская и др. / под ред. И.В. Ивашковской – М.: Инфра-М, 2011. – URL: <http://znanium.com/bookread.php?book=262451>
8. *Палий В.Ф.* Международные стандарты учета и финансовой отчетности: учебник / В.Ф. Палий. – 6-е изд., испр. и доп. – М.: Инфра-М, 2013. – URL: <http://znanium.com/bookread.php?book=372372>
9. *Володин А.А.* Управление финансами. Финансы предприятий: учебник / А.А. Володин, Н.Ф. Самсонов и др. / под ред. А.А. Володина. – 3-е изд. – М.: Инфра-М, 2014. – URL: <http://znanium.com/bookread.php?book=405633>
10. Журнал «Популярные финансы». – URL: <http://www.popfin.com>
11. Журнал «Финансовый директор». – URL: <http://www.fd.ru>
12. Журнал «Финансовый контроль». – URL: <http://www.fincontrol.ru>
13. Журнал «Финансовый менеджмент». – URL: <http://www.finman.ru>
14. Журнал «Финансы, экономика, безопасность». – URL: <http://www.feb.su>

Учебное издание

ОСНОВЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

Учебное пособие

Подписано в печать 27.12.2018.

Бумага офсетная. Печать офсетная.

Формат 60x84 1/16. Гарнитура «Times New Roman». Усл. печ. л. 8,72.

Уч.-изд. л. 9,09. Тираж 100 экз. Заказ 352/12

Отпечатано с готового оригинал-макета
в типографии Издательства Казанского университета

420008, г. Казань, ул. Профессора Нужина, 1/37

тел. (843) 233-73-59, 233-73-28