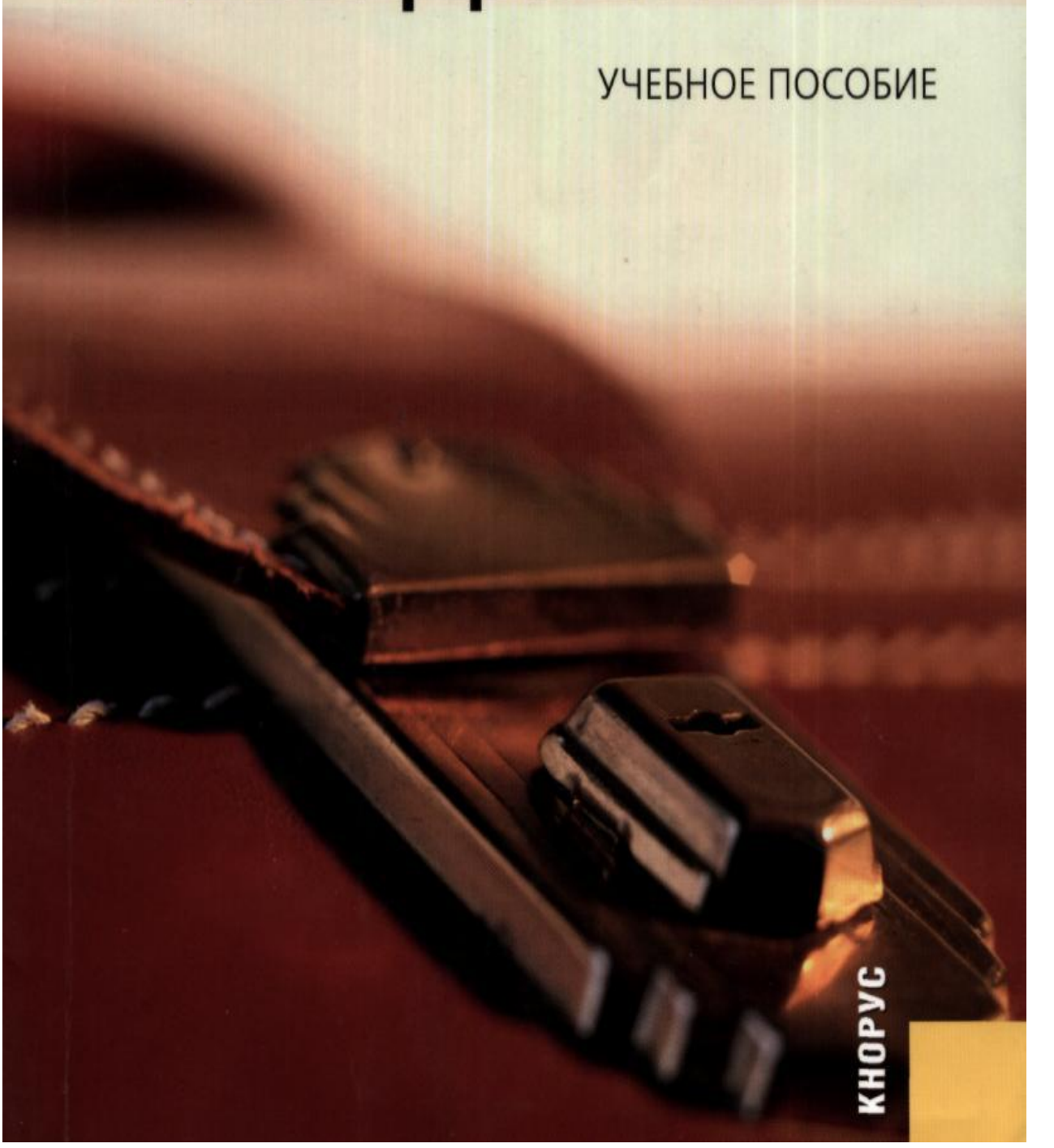
Ю. А. АРУТЮНОВ

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ

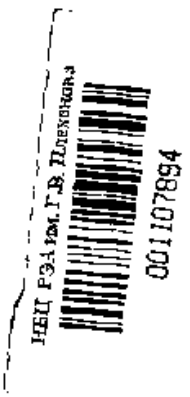


КНОРУС

Листок срока возврата книг

КНИГА ДОЛЖНА БЫТЬ ВОЗВРАЩЕНА НЕ ПОЗЖЕ
указанного здесь срока

11-13
Д-8184
П1572
10-1681
10-2113



336
А 86

Ю.А. Арутюнов

Финансовый менеджмент

Учебное пособие

Рекомендовано УМО Минобразования РФ
по вопросам образования в области менеджмента
в качестве учебного пособия для студентов специальностей
060460 — «Финансы и кредит»
и 060800 — «Экономика и управление на предприятии»

КНОРУС

МОСКВА
2005

РЭА им. Г.В. Плеханова
Учебная библиотека

УДК 332.1(075.8)
ББК 65.5
А86

Рецензенты:

Л.М. Бадалов — заведующий кафедрой экономики и менеджмента Межотраслевого института повышения квалификации РЭА им. Г.В. Плеханова, заслуженный работник высшей школы Российской Федерации, доктор экономических наук, профессор;

А.А. Грунин — заведующий кафедрой финансов и кредита Российского государственного социального университета, доктор экономических наук, профессор.

А86 **Арутюнов Ю.А.**
Финансовый менеджмент : учеб. пособие / Ю.А. Арутюнов. — М. : КНОРУС, 2005. — 312 с.

ISBN 5-85971-212-X

В учебном пособии рассмотрены теоретические и практические аспекты финансового менеджмента, методика анализа и прогнозирования движения денежных потоков. Это позволит обучающимся получить навыки диагностики и прогнозирования текущего финансового состояния предприятий в различных сферах предпринимательства. Подробно освещаются особенности финансового менеджмента в условиях различных организационно-правовых форм хозяйствования и отраслевой принадлежности.

Изложение материала основано на системном подходе, ключевые разделы пособия содержат методические основы формирования и анализа финансовых показателей. В конце каждой главы приводятся контрольные вопросы и задания для самопроверки.

Для студентов и преподавателей экономических вузов, работников экономических и финансовых служб компаний, а также всех специалистов, занимающихся проблемами финансового менеджмента.

УДК 332.1(075.8)
ББК 65.5

ISBN 5-85971-212-X

© Арутюнов Ю.А., 2005
© КНОРУС, 2005

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение 7

Раздел I. Теоретические основы финансового менеджмента

Глава 1. Сущность и функции финансового менеджмента 11

1.1. Состав и структура финансовой системы РФ 11

1.2. Организационно-правовые формы предприятий 16

1.3. Характеристика и виды холдинговых компаний 28

1.4. Цель и функции финансового менеджмента 32

1.5. Информационное обеспечение финансового менеджмента 44

1.6. Стимулирование труда финансового менеджера 48

1.7. Базовые концепции финансового менеджмента 52

Контрольные вопросы и задания 61

Глава 2. Управление рисками 63

2.1. Понятие риска и факторы, его определяющие 63

2.2. Классификация рисков 69

2.3. Количественное измерение риска 74

2.4. Концепция риска и доходности ... 82

2.5. Способы снижения риска ... 86

Контрольные вопросы и задания ... 100

Глава 3. Структура капитала и дивидендная политика компании ... 103

3.1. Структура капитала. Управление собственным капиталом ... 103

3.2. Управление заемным капиталом ... 118

3.3. Средневзвешенная стоимость капитала ... 124

3.4. Формирование дивидендной политики компании ... 127

Контрольные вопросы и задания ... 134

Раздел II. Прикладной финансовый менеджмент

Глава 4. Основные понятия и формы финансирования оборотного капитала ... 137

4.1. Понятие оборотного капитала и его классификация ... 137

4.2. Стратегии финансирования оборотного капитала ... 141

4.3. Анализ оборотного капитала ... 146

4.4. Формы финансирования краткосрочных обязательств ... 151

4.4.1. Основные источники краткосрочного финансирования ... 151

4.4.2. Дополнительные источники краткосрочного финансирования ... 176

Контрольные вопросы и задания ... 187

Глава 5. Нормирование оборотных средств в запасах 190

5.1. Нормирование оборотных средств в производственных запасах 190

5.2. Нормирование оборотных средств в незавершенном производстве 208

5.3. Нормирование оборотных средств в запасах готовой продукции 213

5.4. Оценка производственных запасов 217

5.5. Оптимизация управления запасами материалов 223

Контрольные вопросы и задания 236

Глава 6. Управление дебиторской задолженностью 239

6.1. Содержание и виды дебиторской задолженности 239

6.2. Анализ текущей дебиторской задолженности компании 245

6.3. Кредитная политика компании 248

6.4. Контроль дебиторской задолженности 257

6.5. Инкассация текущей дебиторской задолженности 262

Контрольные вопросы и задания 269

Глава 7. Управление денежными средствами 271

7.1. Операционный, производственный и финансовый циклы компании 271

7.2. Основные виды денежных активов компании в составе оборотных средств 279

7.3. Основные этапы управления денежными средствами 282

7.3.1. Анализ денежных активов компании в предшествующем периоде 282

7.3.2. Оптимизация среднего остатка денежных активов компании ... 285
7.3.3. Дифференциация среднего остатка денежных активов в разрезе национальной и иностранной валюты ... 298
7.3.4. Выбор эффективных форм регулирования среднего остатка денежных активов ... 298
7.3.5. Обеспечение рентабельного использования временно свободного остатка денежных активов ... 300

7.4. Методы управления денежными средствами ... 301

Контрольные вопросы и задания ... 309

Литература ... 311

ВВЕДЕНИЕ

В исходном звене финансовой системы России накопились проблемы, требующие немедленного решения, а именно: нехватка оборотного капитала, снижение инвестиционной активности. С другой стороны, производимые в России экономические преобразования способствовали стабилизации российской валюты, процентных ставок и в целом экономической конъюнктуры. Финансы предприятий и организаций занимают определяющее положение в структуре финансовых взаимосвязей отраслей экономики, так как обслуживают материальное производство, где формируется преобладающая часть финансовых ресурсов государства.

Важность проблемы усиления активной роли финансового менеджмента в достижении высоких экономических результатов неоднократно подчеркивалась российскими учеными — экономистами и практиками.

Важное место отводится вопросам формирования ресурсной базы хозяйствующего субъекта, привлечению внешних источников финансирования. При этом отмечается, что главным объектом финансового планирования является эффективность. Здесь же рассмотрены схемы формирования и распределения доходов, прибыли и амортизационного фонда, основные факторы роста прибыли и рентабельности, направления поиска резервов. Большое внимание уделяется практическим вопросам корпоративных финансов и специфики финансового менеджмента в условиях России.

Финансовый менеджмент представляет собой систему рационального и эффективного использования капитала, направленную на увеличение финансовых ресурсов, инвестиций и наращивание объема капитала.

Предмет курса «Финансовый менеджмент» определяется финансовыми задачами компании, основными из которых явля-

ются обеспечение платежеспособности; определение объема и поддержание оптимальной структуры активов предприятия; конструирование механизма получения чистой прибыли; определение структуры капитала; определение структуры и объемов инвестиций и схем их финансирования. В рамках курса углубляется исследование механизма принятия решений, необходимых для выработки финансовой стратегии и тактики компаний.

Целью изучения курса «Финансовый менеджмент» является формирование у студентов современного экономического мышления, позволяющего обосновывать управленческие решения и организовать их реализацию на уровне компании. Для современного менеджера необходимо изучение основных понятий финансового менеджмента, приемов управления финансовыми ресурсами компании. Назначение дисциплины — подготовить будущего специалиста к профессиональной работе в управленческих структурах коммерческих и некоммерческих предприятий, региональных органах управления на должностях, требующих базового высшего экономического образования.

Задачами курса являются: изучение методов мобилизации и распределения капитала с учетом риска и доходности, контроля и регулирования денежных потоков, финансового планирования, методики анализа финансовой деятельности компании и расчета конкретных показателей. Это даст возможность менеджерам формулировать экономические проблемы и определять пути их решения в рамках компании с целью адаптации последней к меняющимся условиям рынка.

При изучении данной дисциплины необходимо не только посещение лекционных и семинарских занятий, но и самостоятельное изучение литературы с обязательным выполнением контрольных работ и тестов.

В результате изучения дисциплины студенты будут знать:

- концептуальные основы финансового менеджмента;
- основы управления составом и структурой капитала компании;
- методы управления активами компании (реальными и финансовыми активами, долгосрочными и краткосрочными вложениями, дебиторской задолженностью и денежными средствами);
- методы оптимизации денежных потоков компании;
- прогнозирование и диагностику финансового состояния компании;

◆ вопросы управления корпоративными структурами, осуществляющими международную экономическую деятельность.

В результате изучения дисциплины студенты будут уметь:

◆ принимать управленческие решения с учетом формирования оптимального размера капитала компании;

◆ анализировать финансовое состояние компании;

◆ определять ликвидность баланса;

◆ пользоваться финансовыми коэффициентами для целей управления;

◆ оценивать эффективность принятых инвестиционных решений;

◆ разрабатывать дивидендную политику компании;

◆ управлять денежными потоками;

◆ планировать и прогнозировать наличный и финансовый бюджет компании;

◆ рассчитывать показатели финансового плана;

◆ оценивать финансовую устойчивость положения компании;

◆ рассчитывать эффект финансового левериджа;

◆ квалифицированно проводить оценку компаний и их проектов.

В учебном пособии раскрываются финансовые проблемы предприятий в условиях нового этапа рыночных реформ. Рассматриваются экономическое содержание финансового менеджмента, его роль и принципы организации, задачи и функции финансовой службы предприятия.

В настоящее время в России издается достаточно специальной литературы, посвященной финансовым аспектам деятельности предприятий, однако в ней слабо прослеживается системный подход к изучению явлений, наиболее характерных для финансов российских предприятий. Это связано с тем, что традиционная российская научная школа пока не в состоянии полностью отойти от методологии финансов, исходящей из их распределительной природы, обедняя тем самым теорию и практику современного финансового менеджмента.

Переводная литература, представляющая в основном англо-американскую финансовую школу, пользуется большим интересом среди преподавателей и студентов. Однако любые попытки приложения этих теорий к отечественной практике вызывают у студентов серьезные затруднения. Причины, вызывающие эти затруднения, вполне очевидны. Содержание учеб-

ных курсов этой финансовой школы базируется на теоретических исследованиях финансов корпораций. В сущности, в этом нет ничего странного, поскольку эти теории доказали на практике свою жизнеспособность. В то же время многие важные аспекты управления финансами на российских предприятиях оказываются значительно урезанными. Ценные бумаги отечественных корпораций, как правило, не выполняют традиционных функций, а используются преимущественно как инструмент контроля над предприятием.

Методологической базой этого вида учебной литературы является расширительная трактовка сущности управления как науки. Менеджмент рассматривается как фундаментальное понятие, охватывающее процессы и функции на действующем предприятии (закупки, производство, сбыт, финансы и т.д.); а также как организационное понятие, охватывающее процессы управления на различных организационных уровнях (участок, цех, корпорация и т. д.).

Исходя из изложенного выше, вытекает очевидный вывод: российская высшая школа нуждается в системном обновлении учебников и учебных пособий по современным проблемам финансового менеджмента с учетом весьма ценного зарубежного опыта в этой области. Предлагаемое учебное пособие по финансовому менеджменту представляет собой одну из попыток восполнить этот пробел.

Целью данного пособия является ознакомление студентов экономических специальностей с основами организации и функционирования финансов предприятий всех секторов экономики. По понятным причинам наибольшее внимание уделено раскрытию сущности финансов и финансовых ресурсов предприятий, как фундаментальным категориальным характеристикам. Однако наряду с общепризнанными разделами курса (такими как «Структура капитала и дивидендная политика компании», «Основные понятия и формы финансирования оборотного капитала») в пособии рассматриваются особенности управления финансами в условиях различных организационно-правовых форм хозяйствования и отраслей. Определенное внимание уделено финансовому менеджменту в малом бизнесе. Подобный подход позволяет комплексно и полно рассмотреть концептуальные положения курса, что обеспечивает глубокое изучение студентами финансов предприятий.

РАЗДЕЛ I. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

ГЛАВА 1. СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

1.1. Состав и структура финансовой системы РФ

Финансы — система экономических отношений, выражающих формирование и использование фондов денежных средств в процессе их оборота. В условиях рыночной экономики роль финансов существенно возросла, от финансового положения предприятия зависит его положение на рынке, конкурентоспособность, выживаемость и перспективы.

Сущность финансов проявляется в их функциях. Финансы выполняют две функции: распределительную и контрольную.

Распределительная функция финансов означает участие финансов в распределении и перераспределении ВВП и национального дохода. Через бюджет перераспределяется более половины национального дохода. Перераспределение денежных средств осуществляется между сферами материального и нематериального производства, между отраслями, регионами и т.д.

Известно много случаев такого перераспределения. Например, промышленные предприятия платят налоги в бюджет, а из бюджета эти средства направляются на финансирование сельского хозяйства, т.е. происходит перераспределение денежных средств между отраслями. В другом случае денежные средства из уплаченных московскими предприятиями налогов идут на финансирование районов Крайнего Севера, т.е. происходит перераспределение денежных средств между регионами страны и т.д.

Контрольная функция финансов означает участие финансов в контроле за эффективным использованием всех видов экономических ресурсов. Контрольные функции выполняют мно-

гие финансовые органы: Министерство финансов РФ, Счетная палата РФ, Федеральное казначейство; Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг; независимые аудиторские фирмы и т.д.

Финансовая система — это совокупность звеньев и их взаимоотношений, посредством которых осуществляется формирование, распределение и использование фондов денежных средств. Сюда входят все финансовые учреждения страны, обслуживающие денежное обращение. Поскольку финансы являются носителями распределительных отношений, то это распределение происходит между хозяйствующими субъектами. В общей совокупности учреждений, образующих финансовую систему, можно выделить следующие крупные блоки:



- общегосударственные финансы;
- финансы субъектов Федерации;
- местные финансы;
- финансы предприятий и организаций;
- финансы домохозяйств;
- кредитно-банковская система.

Каждое звено выполняет свои задачи и ему соответствует особый финансовый аппарат, но вместе они образуют единую финансовую систему.

Общегосударственные финансы отражают экономические отношения по формированию и использованию централизованных фондов денежных средств, предназначенных для обеспечения выполнения государством его функций. Государственные финансы включают в себя государственный бюджет и государственные внебюджетные фонды.

По месту, занимаемому в финансовой системе, государственный бюджет представляет собой основной финансовый план государства на текущий финансовый год, имеющий силу закона. По своему материальному содержанию государственный бюджет — это централизованный фонд денежных средств государства. По социально-экономической сущности он представляет собой основной инструмент распределения и перераспределения ВНП и национального дохода государства.

Основными направлениями бюджетного финансирования являются: государственное управление; международная деятельность; национальная оборона; правоохранительная деятель-

ность и обеспечение безопасности государства; федеральная судебная система; фундаментальные исследования; охрана окружающей природной среды и природных ресурсов; предупреждение и ликвидация чрезвычайных ситуаций и последствий стихийных бедствий; образование, культура и искусство, здравоохранение, социальная политика и прочие расходы.

В унитарном государстве бюджетная система включает в себя два уровня:

- государственный бюджет;
- местные бюджеты.

В федеративном государстве бюджетная система включает в себя три уровня:

- федеральный бюджет и бюджеты государственных внебюджетных фондов;
- территориальные бюджеты; в РФ это бюджеты 89 субъектов Федерации: 21 республиканский, 55 краевых и областных, 2 городских, 10 окружных, 1 ЕАО (в США — штат, в Канаде — провинция, в Германии — земля);
- местные бюджеты (29 тысяч городских, районных, поселковых и сельских бюджетов).

Государственный бюджет выполняет следующие функции:

- перераспределительную (через государственный бюджет перераспределяется более 50% национального дохода страны);
- регулирующую (через госбюджет осуществляется регулирование темпов и пропорций развития экономики);
- стимулирующую (бюджетные отношения имеют своей целью стимулирование эффективного использования всех экономических ресурсов, и в первую очередь — бюджетных средств);
- контрольную (через госбюджет осуществляется контроль за рациональным использованием финансовых ресурсов).

По уровню управления государственный бюджет подразделяется на федеральный бюджет и бюджеты субъектов РФ.

Для анализа показателей бюджетной системы, для установления нормативов отчислений от федеральных налогов в бюджеты субъектов Федерации составляется консолидированный бюджет (свод федерального бюджета и бюджетов субъектов Федерации). Консолидированный бюджет утверждается законодательным органом власти. Субъекты Федерации также состав-

ляют свои консолидированные бюджеты (свод бюджетов всех уровней на своей территории).

Федеральный бюджет — это республиканский бюджет РФ. *Бюджеты субъектов РФ* включают республиканские бюджеты республик в составе РФ, бюджеты автономных областей и округов, областные бюджеты, бюджеты Москвы и Санкт-Петербурга. Местное самоуправление по Конституции РФ отделено от государственной системы управления.

Местные бюджеты — это окружные, городские, районные бюджеты, бюджеты поселков и сельских населенных пунктов; районные бюджеты в городах.

Важное место в бюджетном процессе занимает бюджетный федерализм, т.е. бюджетные взаимоотношения между центром и регионами. Доходная часть бюджета субъекта Федерации включает в себя:

- *региональные налоги*, полностью поступающие в территориальный бюджет (налог на имущество предприятий, лесной доход, плата за воду, забираемую предприятиями из водохозяйственных систем, сбор на нужды образовательных учреждений, налог с продаж, единый налог на вмененный доход);
- *местные налоги* (налог на имущество физических лиц, земельный налог, налог на рекламу, налог на наследование или дарение, местные лицензионные сборы);
- *регулирующие доходы*, передаваемые из вышестоящего бюджета нижестоящему сверх закрепленных доходов для покрытия его расходов (например, 100% подоходного налога с физических лиц);
- *дотации* — бюджетные средства, предоставляемые бюджету другого уровня бюджетной системы Российской Федерации на безвозмездной и безвозвратной основах для покрытия текущих расходов;
- *субвенция* — бюджетные средства, предоставляемые бюджету другого уровня бюджетной системы Российской Федерации или юридическому лицу на безвозмездной и безвозвратной основах на осуществление определенных целевых расходов;
- *субсидия* — бюджетные средства, предоставляемые бюджету другого уровня бюджетной системы Российской Федерации, физическому или юридическому лицу на условиях долевого финансирования целевых расходов.

Кроме того, в составе Федерального бюджета образуются:

- фонды регионального развития;
- фонд компенсации;
- фонд реформирования региональных финансов;
- фонд софинансирования социальных расходов (социальная защита детей, инвалидов, чернобыльцев, содержание инфраструктуры Байконура, г. Сочи и пр.);
- Федеральный фонд финансовой поддержки регионов (дотации на выравнивание уровня обеспеченности регионов; субсидии на государственную поддержку закупки и доставки нефти, нефтепродуктов, топлива, продтоваров (за исключением подакцизных) в районы Крайнего Севера с ограниченными сроками завоза; субвенции на компенсацию тарифов на электроэнергию (Дальнему Востоку и Архангельской области); субвенции и субсидии регионам на финансирование строительства и ремонта автодорог и др.).

Большая часть доходов уходит в Центр, продолжает усиливаться централизация экономики. Соотношение доходов между федеральным и региональными бюджетами выглядит соответственно:

2000 г.	51%	49%
2001 г.	56%	44%
2002 г.	60%	40%
2003 г.	50%	50%
2004 г.	63%	37%

Вторым элементом общегосударственных финансов являются государственные внебюджетные фонды.

Государственные внебюджетные фонды — это форма аккумуляции и перераспределения денежных средств, используемых для удовлетворения социальных потребностей и дополнительного финансирования территориальных нужд. Внебюджетные фонды создаются на федеральном и территориальном уровнях и имеют целевое назначение. Внебюджетные фонды включают в себя Пенсионный фонд, Фонд социального страхования, Фонд обязательного медицинского страхования и Фонд занятости населения.

Финансы предприятий можно классифицировать по следующим признакам.

По организационно-правовым формам:

- финансы полного товарищества и товарищества на вере;
- финансы общества с ограниченной ответственности и ЗАО;
- финансы ОАО;
- финансы производственных кооперативов.

По отраслевой принадлежности:

- финансы промышленности;
- финансы сельского хозяйства;
- финансы транспорта и связи;
- финансы строительства.

По форме собственности:

- собственность граждан;
- собственность юридических лиц;
- собственность РФ;
- собственность субъектов РФ;
- собственность муниципальных образований;
- собственность иностранных граждан;
- совместная собственность.

1.2. Организационно-правовые формы предприятий

Юридическим лицом признается организация, которая имеет в собственности, хозяйственном ведении или оперативном управлении обособленное имущество и отвечает по своим обязательствам этим имуществом, может от своего имени приобретать и осуществлять имущественные и личные неимущественные права, нести обязанности, быть истцом и ответчиком в суде. Юридические лица должны иметь самостоятельный баланс.

Действующий Гражданский кодекс РФ определяет три вида организаций юридических лиц: коммерческие, некоммерческие и унитарные.

Под коммерческими организациями в Гражданском кодексе РФ (далее — ГК РФ) понимаются организации, занимающиеся предпринимательской деятельностью, т.е. преследующие извлечение прибыли в качестве основной цели своей деятельности. Юридические лица, являющиеся коммерческими организациями, могут создаваться в форме хозяйственных товари-

ществ и обществ, производственных кооперативов и других формах (государственные и муниципальные унитарные предприятия). *Хозяйственными товариществами и обществами признаются* коммерческие организации с разделенными на доли (вклады) учредителей (участников) уставным (складочным) капиталом. Хозяйственные товарищества могут создаваться в форме полного товарищества и товарищества на вере (так называемого коммандитного товарищества).

Наиболее интегрированной является корпоративная форма собственности в виде открытого акционерного общества. В экономически развитых странах доля индивидуальных частных фирм составляет примерно 80%, в то время как партнерства и корпораций по 10%. В объеме же продаж лидирует корпоративная собственность. Доля корпораций составляет 80%, партнерств — 7% и индивидуальных частных фирм — 13% от суммы всех продаж.

Полным признается товарищество, участники которого (полные товарищи) в соответствии с заключенным между ними договором занимаются предпринимательской деятельностью от имени товарищества и несут ответственность по его обязательствам принадлежащим им имуществом. Полное товарищество должно иметь в своем составе не менее двух участников. Лицо может быть участником только одного полного товарищества.

Управление деятельностью полного товарищества осуществляется по общему согласию всех участников. Учредительным договором товарищества могут быть предусмотрены случаи, когда решение принимается большинством голосов участников. Каждый участник полного товарищества имеет один голос, если учредительным договором не предусмотрен иной порядок. Каждый участник полного товарищества вправе действовать от имени товарищества, если учредительным договором не установлено, что все его участники ведут дела совместно, либо ведение дел поручено отдельным участникам.

При совместном ведении дел товарищества его участниками для совершения каждой сделки требуется согласие всех участников товарищества. Если ведение дел товарищества поручается его участниками одному или некоторым из них, остальные участники для совершения сделок от имени товарищества должны иметь доверенность от участника (участников), на которого возложено ведение дел товарищества.

им. Г.В. Плеханова

Участник полного товарищества обязан внести не менее половины своего вклада в складочный капитал товарищества к моменту его регистрации. Остальная часть должна быть внесена участником в сроки, установленные учредительным договором. При невыполнении указанной обязанности участник обязан уплатить товариществу 10% годовых с невнесенной части вклада и возместить причиненные убытки, если иные последствия не будут установлены учредительным договором. Участник полного товарищества не вправе без согласия остальных участников совершать от своего имени и в своих интересах или в интересах третьих лиц сделки, однородные с теми, которые составляют предмет деятельности товарищества.

Товариществом на вере (коммандитным товариществом) признается товарищество, в котором наряду с участниками, осуществляющими от имени товарищества предпринимательскую деятельность и отвечающими по обязательствам товарищества своим имуществом (полными товарищами), имеется один или несколько участников вкладчиков (коммандитистов), которые несут риск убытков, связанных с деятельностью товарищества, в пределах сумм внесенных ими вкладов и не принимают участия в осуществлении товариществом предпринимательской деятельности.

Лицо может быть полным товарищем только в одном товариществе на вере. Участник полного товарищества не может быть полным товарищем в товариществе на вере. Участник товарищества на вере не может быть участником полного товарищества.

Управление деятельностью товарищества на вере осуществляется полными товарищами.

Вкладчики не вправе участвовать в управлении и ведении дел товарищества на вере, а также выступать от его имени иначе, как по доверенности.

Вкладчик товарищества на вере имеет право:

- получать часть прибыли товарищества, причитающуюся на его долю в складочном капитале, в порядке, предусмотренном учредительным договором;
- знакомиться с годовыми отчетами и балансами товарищества;

♦ по окончании финансового года выйти из товарищества и получить свой вклад в порядке, предусмотренном учредительным договором;

♦ передать свою долю в складочном капитале или ее часть другому вкладчику или третьему лицу. Вкладчики пользуются преимущественным перед третьими лицами правом покупки доли (ее части). Учредительным договором товарищества на вере могут предусматриваться и иные права вкладчика.

Обществом с ограниченной ответственностью признается учрежденное одним или несколькими лицами общество, уставный капитал которого разделен на доли определенных учредительными документами размеров. Участники общества с ограниченной ответственностью не отвечают по его обязательствам и несут риск убытков, связанных с деятельностью общества, в пределах стоимости внесенных ими вкладов.

Общество с ограниченной ответственностью не может иметь в качестве единственного участника другое хозяйственное общество, состоящее из одного лица.

Уставный капитал общества с ограниченной ответственностью не может быть менее 100-кратного минимального месячного размера оплаты труда. Уставный капитал общества с ограниченной ответственностью должен быть на момент регистрации общества оплачен его участниками не менее чем наполовину. Оставшаяся неоплаченной часть уставного капитала общества подлежит оплате его участниками в течение первого года деятельности общества. При нарушении этой обязанности общество должно либо объявить об уменьшении своего уставного капитала и зарегистрировать его уменьшение в установленном порядке, либо прекратить свою деятельность путем ликвидации.

Если по окончании второго или каждого последующего финансового года стоимость чистых активов общества с ограниченной ответственностью окажется меньше уставного капитала, общество обязано объявить об уменьшении своего уставного капитала и зарегистрировать его уменьшение в установленном порядке. Если стоимость указанных активов общества становится меньше определенного законом минимального размера уставного капитала, общество подлежит ликвидации.

Высшим органом общества с ограниченной ответственностью является общее собрание его участников. В обществе с

ограниченной ответственностью создается исполнительный орган (коллегиальный и (или) единоличный), осуществляющий текущее руководство его деятельностью и подотчетный общему собранию его участников, единоличный орган управлений обществом может быть избран также и не из числа его участников.

Участник общества с ограниченной ответственностью вправе продать или иным образом уступить свою долю в уставном капитале общества или ее часть одному или нескольким участникам данного общества.

Каждый участник общества с ограниченной ответственностью вправе в любое время выйти из общества и потребовать выплаты действительной стоимости доли либо выдела его доли в натуре. Как правило, денежные средства, вносимые в уставный капитал, расходуются на приобретение оборудования и средств, необходимых для осуществления хозяйственной деятельности, либо такие средства и оборудование непосредственно вносятся учредителями в уставный капитал.

Таким образом, в случае выхода участника из общества, скорее всего, обществу придется расстаться с частью необходимого для нормальной работы имущества. Участники общества пользуются преимущественным правом покупки доли (ее части) пропорционально размерам своих долей, если уставом общества или соглашением его участников не предусмотрен иной порядок осуществления этого права. В случае, если участники общества не воспользуются своим преимущественным правом в течение месяца со дня извещения либо в иной срок, предусмотренный уставом общества или соглашением его участников, доля участника может быть отчуждена третьему лицу.

Обществом с дополнительной ответственностью признается учрежденное одним или несколькими лицами общество, уставный капитал которого разделен на доли определенных учредительными документами размеров; участники такого общества солидарно несут ответственность по его обязательствам своим имуществом в одинаковом для всех кратном размере к стоимости их вкладов, определяемом учредительными документами общества.

Участники общества с дополнительной ответственностью принимают на себя ответственность в размере внесенных в его уставный капитал вкладов и плюс к тому другим своим имуще-

ством в одинаковом для всех кратном размере к стоимости их вкладов. Это размер (кратность к вкладу) определяется учредительными документами общества с дополнительной ответственностью.

При банкротстве одного из участников его ответственность по обязательствам общества распределяется между остальными участниками пропорционально их вкладам, если иной порядок распределения ответственности не предусмотрен учредительными документами общества.

Акционерным обществом признается общество, уставный капитал которого разделен на определенное число акций. Участники акционерного общества (акционеры) не отвечают по его обязательствам и несут риск убытков, связанных с деятельностью общества, в пределах стоимости принадлежащих им акций. Акционеры, не полностью оплатившие акции, несут солидарную ответственность по обязательствам акционерного общества в пределах неоплаченной части стоимости принадлежащих им акций.

Учредители акционерного общества несут солидарную ответственность по обязательствам, возникшим до регистрации общества. Общество несет ответственность по обязательствам учредителей, связанным с его созданием, только в случае последующего одобрения их действий общим собранием акционеров. Акционерное общество, участники которого могут отчуждать принадлежащие им акции без согласия других акционеров, признается *открытым акционерным обществом*. Такое акционерное общество вправе проводить открытую подписку на выпускаемые им акции и их свободную продажу.

Уставный капитал акционерного общества составляется из номинальной стоимости акций общества, приобретенных акционерами и определяет минимальный размер имущества общества, гарантирующий интересы его кредиторов. В соответствии с действующим на настоящий момент законодательством уставный капитал открытого акционерного общества не может быть менее 1000-кратного минимального месячного размера оплаты труда. Учредители акционерного общества не должны оплачивать 50% уставного капитала к моменту создания общества. Они могут сделать это в течение трех месяцев с момента государственной регистрации. Остальные 50% можно внести в течение

года с момента государственной регистрации. Данная норма позволяет учредителям компании инвестировать денежные средства только после того, как все процедурные вопросы, связанные с созданием общества, решены, что позволяет не замораживать денежные средства на накопительных счетах и не передавать их в общество, которое не имеет прав ими воспользоваться.

Открытая подписка на акции акционерного общества не допускается до полной оплаты уставного капитала. При учреждении акционерного общества все его акции должны быть распределены среди учредителей.

Если по окончании второго и каждого последующего года стоимость чистых активов общества окажется меньше уставного капитала, общество обязано объявить и зарегистрировать в установленном порядке уменьшение своего уставного капитала. Если стоимость указанных активов общества становится меньше определенного законом минимального размера уставного капитала, общество подлежит ликвидации.

Законом или уставом общества могут быть установлены ограничения числа, суммарной номинальной стоимости акций или минимального числа голосов, принадлежащих одному акционеру.

Акционерное общество, акции которого распределяются только среди его учредителей или иного заранее определенного круга лиц, признается *закрытым акционерным обществом*. Такое общество не вправе проводить открытую подписку на выпускаемые им акции либо иным образом предлагать их для приобретения неограниченному кругу лиц. Уставный капитал открытого акционерного общества не может быть менее 1000-кратного минимального месячного размера оплаты труда, а число участников не может превышать 50. Акционерное общество может быть создано одним лицом, в случае приобретения им всех акций общества. Акционерное общество не может иметь в качестве единственного участника другое хозяйственное общество, состоящее из одного лица. Акционеры закрытого акционерного общества имеют преимущественное право приобретения акций, продаваемых другими акционерами этого общества.

В отличие от аналогичного органа, создаваемого в ООО, совет директоров в ЗАО обладает реальными полномочиями по

контролю и ограничению полномочий руководителя компании. Так, в уставе акционерного общества предусматривается возможность определения дополнительных полномочий совета директоров по контролю над действиями руководителя общества.

Акционер не имеет права предъявлять к обществу требование о выходе из общества и выплате ему стоимости его акций в натуре. Для получения стоимости принадлежащих ему акций акционер должен продать свои акции, соблюдая при этом преимущественное право акционеров ЗАО на приобретение данных акций. Данные правила позволяют обеспечить большую защищенность прав собственника акций, а также в большей степени гарантировать конфиденциальность информации о собственниках компании.

В случае изменения состава акционеров акционерное общество не вносит изменения в устав общества. Изменения производятся только в реестре акционеров общества, который не является учредительным документом общества.

Акционерное общество вправе по решению общего собрания акционеров увеличить уставный капитал путем увеличения номинальной стоимости акций или выпуска дополнительных акций. Увеличение уставного капитала акционерного общества допускается после его полной оплаты. Увеличение уставного капитала общества для покрытия понесенных им убытков не допускается.

Акционерное общество вправе по решению общего собрания акционеров уменьшить уставный капитал путем уменьшения номинальной стоимости акций либо путем покупки части акций в целях сокращения их общего количества. Уменьшение уставного капитала общества допускается после уведомлении всех его кредиторов в порядке, определяемом законом об акционерных обществах. При этом кредиторы общества вправе потребовать досрочного прекращения или исполнения соответствующих обязательств общества и возмещения им убытков. Уменьшение уставного капитала акционерного общества путем покупки и погашения части акций допускается, если такая возможность предусмотрена в уставе общества.

Доля привилегированных акций в общем объеме уставного капитала акционерного общества не должна превышать 25%. Акционерное общество вправе выпускать облигации на сумму,

не превышающую размер уставного капитала либо величину обеспечения, предоставленного обществу в этих целях третьими лицами, после полной оплаты уставного капитала. При отсутствии обеспечения выпуск облигаций допускается не ранее третьего года существования акционерного общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов общества. Акционерное общество не вправе объявлять и выплачивать дивиденды:

- до полной оплаты всего уставного капитала;
- если стоимость чистых активов акционерного общества меньше его уставного капитала и резервного фонда либо станет меньше их размера в результате выплаты дивидендов.

Производственным кооперативом (артелью) признается добровольное объединение граждан на основе членства для совместной производственной или иной хозяйственной деятельности, основанной на их личном трудовом и ином участии и объединении его членами имущественных паевых взносов.

Производственный кооператив является коммерческой организацией. Законом и учредительными документами производственного кооператива может быть предусмотрено участие в его деятельности юридических лиц. Члены производственного кооператива несут по обязательствам кооператива субсидиарную ответственность в размерах и в порядке, предусмотренных законом о производственных кооперативах и уставом кооператива. Число членов кооператива не должно быть менее пяти. Имущество, находящееся в собственности производственного кооператива, делится на паи его членов в соответствии с уставом кооператива.

Уставом кооператива может быть установлено, что определенная часть принадлежащего кооперативу имущества составляет неделимые фонды, используемые на цели, определяемые уставом. Решение об образовании неделимых фондов принимается членами кооператива единогласно, если иное не предусмотрено уставом кооператива.

Член кооператива обязан внести к моменту регистрации кооператива не менее 10% паевого взноса, а остальную часть в течение года с момента регистрации. Прибыль кооператива распределяется между его членами в соответствии с их трудовым

участием, если иной порядок не предусмотрен законом и уставом кооператива.

Высшим органом управления кооперативом является общее собрание его членов. В кооперативе с числом членов более 50 может быть создан наблюдательный совет, который осуществляет контроль за деятельностью исполнительных органов кооператива. Исполнительными органами кооператива являются правление и (или) его председатель. Они осуществляют текущее руководство деятельностью кооператива и подотчетны наблюдательному совету и общему собранию членов кооператива.

Членами наблюдательного совета и правления кооператива, а также председателем кооператива могут быть только члены кооператива. Член кооператива не может одновременно быть членом наблюдательного совета и членом правления либо председателем кооператива. Член кооператива имеет один голос при принятии решений общим собранием. Член кооператива вправе по своему усмотрению выйти из кооператива. В этом случае ему должна быть выплачена стоимость пая или выдано имущество, соответствующее его паю, а также осуществлены другие выплаты, предусмотренные уставом кооператива. Член кооператива может быть исключен из кооператива по решению общего собрания в случае неисполнения или ненадлежащего исполнения обязанностей, возложенных на него уставом кооператива, а также в других случаях, предусмотренных законом и уставом кооператива.

Член наблюдательного совета или исполнительного органа может быть исключен из кооператива по решению общего собрания в связи с его членством в аналогичном кооперативе. Член кооператива вправе передать свой пай или его часть другому члену кооператива, если иное не предусмотрено законом и уставом кооператива. Передача пая (его части) гражданину, не являющемуся членом кооператива, допускается лишь с согласия кооператива. В этом случае другие члены кооператива пользуются преимущественным правом покупки такого пая (его части).

Обращение взыскания на пай члена производственного кооператива по собственным долгам члена кооператива допускается лишь при недостатке иного его имущества для покрытия таких долгов в порядке, предусмотренном законом и уставом кооператива. Взыскание по долгам члена кооператива не может быть обращено на неделимые фонды кооператива.

Унитарным предприятием признается коммерческая организация, не наделенная правом собственности на закрепленное за ней собственником имущество. Имущество унитарного предприятия является неделимым и не может быть распределено по вкладам и долям, в том числе между работниками предприятия.

В форме унитарных предприятий могут быть созданы только государственные и муниципальные предприятия. Имущество государственного или муниципального унитарного предприятия находится соответственно в государственной или муниципальной собственности и принадлежит такому предприятию на праве хозяйственного ведения или оперативного управления. Право хозяйственного ведения предоставляет унитарному предприятию более широкие права в управлении финансами.

На базе имущества, находящегося в федеральной собственности, может быть образовано унитарное предприятие, основанное на праве оперативного управления, — *федеральный казенный завод*, казенная фабрика, казенное хозяйство. Правительством РФ установлены единые принципы планирования и финансирования казенных предприятий. Уполномоченный орган ежегодно утверждает и доводит до завода план-заказ на выпуск продукции для удовлетворения государственных нужд. Эта продукция реализуется по ценам, установленным уполномоченным органом. Кроме того, федеральный казенный завод может выпускать продукцию в порядке самостоятельной хозяйственной деятельности и реализует ее самостоятельно по договорным ценам. Прибыль от реализации продукции распределяется по нормативам, ежегодно устанавливаемым уполномоченным органом. Свободный остаток прибыли подлежит изъятию в доход федерального бюджета.

Дочерним признается хозяйственное общество, если другое (основное) хозяйственное общество или товарищество в силу преобладающего участия в его уставном капитале, либо в соответствии с заключенным между ними договором, либо иным образом имеет возможность определять решения, принимаемые таким обществом. Дочернее общество не отвечает по долгам основного общества (товарищества). Основное общество (товарищество), которое имеет право давать дочернему обществу обязательные для него указания, отвечает солидарно с дочерним обществом по сделкам, заключенным последним во испол-

нение таких указаний. В случае несостоятельности дочернего общества по вине основного общества (товарищества) последнее несет субсидиарную ответственность по его долгам.

В ГК РФ не устанавливается доля основного общества в уставном капитале дочернего общества, которая позволяет ему определять решения дочернего общества, тогда как такие параметры указываются для зависимых обществ.

Хозяйственное общество признается *зависимым*, если другое (преобладающее, участвующее) общество владеет у него более 20% голосующих акций. Как зависимым, так и преобладающим может быть только акционерное общество и общество с ограниченной ответственностью.

При соблюдении установленных требований предприятия могут быть отнесены к малому предпринимательству. *Малыми предприятиями* считаются коммерческие организации любой организационно-правовой формы, отвечающие следующим критериям:

- доля участия Российской Федерации, субъектов Федерации, общественных и религиозных организаций (объединений), благотворительных и иных фондов не превышает 25%;
- средняя численность работников за отчетный период не превышает следующих предельных уровней (малые предприятия):
  - в промышленности, в строительстве и на транспорте 100 человек;
  - в сельском хозяйстве и в научно-технической сфере 60 человек;
  - в оптовой торговле 50 человек;
  - в розничной торговле и бытовом обслуживании населения 30 человек;
  - в остальных отраслях и при осуществлении других видов деятельности 50 человек.

Малые предприятия, осуществляющие несколько видов деятельности (многопрофильные), относятся к таковым по критериям того вида деятельности, доля которого является наибольшей в годовом объеме оборота или годовом объеме прибыли.

Малое предпринимательство может вестись не только путем создания предприятия с правом найма сотрудников от имени этого лица и переносом ответственности за ведение бизнеса на него же, но и без создания предприятия. В этом случае

основой бизнеса является физическое лицо (индивидуальный предприниматель без образования юридического лица), которое само несет полноту ответственности за свой бизнес.

Преимущества индивидуального предпринимательства:

- проще и дешевле регистрация и открытие банковского счета;
- значительно проще налоговая ситуация;
- меньше социальных платежей;
- проще отчетность;

Недостатки индивидуального предпринимательства:

- трудности с получением кредитов и иного финансирования;
- трудность в привлечении клиентуры из-за низкого уровня доверия к индивидуалу;
- полная личная имущественная ответственность по обязательствам.

Необходимо подчеркнуть, что малое предприятие не является самостоятельной организационно-правовой формой. Такой тип предприятия введен в обиход для того, чтобы выделить из общего числа предприятий те, которым решено оказывать государственную поддержку.

Целью *некоммерческой организации* является решение социальных или иных общественно полезных целей. В то же время некоммерческая организация может осуществлять предпринимательскую деятельность, если это необходимо для достижения уставных целей. Полученная при этом прибыль не распределяется между участниками, а используется в основной деятельности некоммерческой организации. Некоммерческие организации могут создаваться в форме общественных и религиозных организаций, благотворительных и иных фондов, потребительских кооперативов.

1.3. Характеристика и виды холдинговых компаний

В последнее время корпоративный мир захлестнула волна объединений, слияний и поглощений. Объединяются предприятия в самых различных отраслях: металлургии, машиностроении, энергетике, связи и др. Расширение бизнеса в ряде слу-

чаев приводит к монополизации бизнеса, в результате чего растут цены на продукцию, сдерживаются темпы технического развития. Любому растущему бизнесу присуща также хроническая несопряженность смежных переделов, что приводит к недогрузке одних звеньев и недогрузке других. Такие недостатки объединения могут быть в известной мере нейтрализованы путем создания холдинговых компаний.

Надо отметить, что предприятия, входящие в холдинг, могут иметь практически любую организационно-правовую форму. Однако форма акционерного общества является наиболее предпочтительной с точки зрения обеспечения управляемости и мобильности.

Таким образом, холдинговая компания — это система коммерческих организаций, которая включает в себя «управляющую компанию», владеющую контрольными пакетами акций и/или паями дочерних компаний, и дочерние компании. Управляющая компания может выполнять не только управленческие, но и производственные функции. Дочерним предприятием признается хозяйственное общество, действия которого определяются другим (основным) хозяйственным обществом или товариществом либо в силу преобладающего участия в уставном капитале, либо в соответствии с заключенным между ними договором.

Холдинговые компании образуются для определенной цели. Чаще всего это завоевание новых секторов рынка или снижение издержек. Оба этих фактора повышают стоимость компании, ее капитализацию и для достижения этой цели необходима эффективная работа всей системы, а не только управляющей компании. В то же время возрастает опасность многократного налогообложения при движении продукции внутри холдинга.

В современной экономике известны следующие основные формы построения холдинговых компаний.

1. Горизонтальная интеграция. Холдинговые компании создаются посредством получения контроля над компаниями, объединенными одним видом бизнеса. Дочерние предприятия построены и работают одинаково как близнецы, ключевым их различием и способом получения максимальной прибыли является территориальный охват. Соответственно, чем больше тер-

риториальный охват, тем больше успех компании. Такой вариант построения холдинга, например, характерен для оптовой торговли.

Основная цель таких холдингов — завоевание новых секторов рынка. В качестве примера здесь можно привести создание единого холдинга путем объединения ведущих британских табачных компаний British-American Tobacco (BAT) и Rothmans International, занимающих второе и четвертое места в мире по объемам продаж, в результате чего появляется крупнейший мировой производитель табачной продукции.

Достоинства горизонтальной интеграции:

- общая для всех схема построения и управления, поскольку дочерние предприятия одинаковые;
- единые критерии оценки деятельности дочерних предприятий, легко определить вклад каждого из них в достижение общей цели;
- при переходе на другой продукт (смежный, родственный) остается отлаженная сеть, которую можно использовать при разработке маркетинговой политики.

Недостатки горизонтальной интеграции:

- при управлении на расстоянии трудно проверить соответствие общекорпоративным стандартам;
- необходимо в каждом регионе хорошо знать конкурентов и клиентов, рынок труда, особенности взаимодействия с региональной администрацией.

2. *Вертикальная интеграция.* Это объединение предприятий единого технологического цикла (от сырья до готовой продукции). Главной целью такого объединения является снижение общих издержек, достижение ценовой стабильности, повышение стоимости компании. Примером может служить объединение Приморской ГРЭС и Лучегорского угольного разреза в Приморском крае. В результате образовалась компания ЛуТЭК, контрольный пакет которой достался РАО «ЕЭС России». Целью этого эксперимента было снижение себестоимости электроэнергии и оптимальное распределение средств между энергетиками и угольщиками.

Достоинства вертикальной интеграции:

- возможность получить и продать конечный продукт по более конкурентоспособным ценам своей непосредственной целевой аудитории;

◆ возможность контроля качества продукции на всех этапах ее изготовления;

◆ возможность сокращения издержек, так как включены все составляющие, необходимые для получения и продажи конечного продукта.

Недостатки вертикальной интеграции:

◆ необходимо знать ситуацию (производство, маркетинг, персонал) по всем бизнесам, входящим в единый комплекс;

◆ *необходима хорошо продуманная система оценки деятельности* разнородных предприятий, их вклада в общее дело;

◆ в случае неблагоприятной ситуации в отрасли или на рынке смена бизнеса невозможна, даже переход на смежный продукт (например, с мяса на птицу) потребует кардинальных изменений практически по всем предприятиям, входящим в холдинг. Поэтому построение холдинга по принципу вертикальной интеграции имеет смысл только тогда, когда бизнес востребован всегда, в любой экономической ситуации, например, для агрохолдингов или в металлургии.

3. Конгломеративная диверсификация. Дочерние компании подбираются по принципу смежности. Возникновение такого холдинга связано с тем, что смежный продукт, необходимый для основного продукта, не устраивает головную компанию по цене, качеству, соответственно, принимается решение о создании и развитии нового бизнеса удовлетворяющего требованиям компании.

Например, для пищевой промышленности такой смежной отраслью может быть упаковка продуктов питания, которая позволяет фирме привлечь к себе внимание. Наличие собственной компании по разработке и изготовлению упаковки позволит:

◆ *снизить цены на свой конечный продукт;*

◆ создать действительно что-то нестандартное или выгодно отличающееся от общей массы;

◆ создать и поддерживать единый стиль;

◆ получать упаковку в срок и в соответствии с заданными требованиями.

Необходимым условием создания смежной компании является рентабельность и/или перспективность выбранного смежного рынка. Тактики последовательного присоединения придерживается компания «Макдональдс». В качестве вклада она передает торговую марку, технологию менеджмента и т.д.

Достоинства конгломеративной диверсификации:

♦ оптимальные цена и качество смежного продукта, а вследствие этого и конечного продукта в целом;

♦ возможность для дочерних предприятий работать не только на удовлетворение потребностей холдинга, но и самостоятельно зарабатывать прибыль;

♦ возможность переориентироваться на рынок смежного продукта без больших потерь и вложений в случае неблагоприятной ситуации на рынке основного продукта.

Недостатки конгломеративной диверсификации:

♦ смежные предприятия сложнее ориентировать на общую цель, потому что, как правило, они слабо связаны с основным бизнесом или даже независимы от него;

♦ дочерние предприятия могут быть очень разными и слабо связанными между собой, поэтому сложно оценивать их вклад в общее дело.

В последнее время и в нашей стране стал использоваться популярный на западе агрессивный способ получения контроля над компаниями через процедуры банкротства. Причем получить контроль над конкурентом или даже купить его можно, приобретя долги этого предприятия и осуществив необходимые действия, определяемые законом о банкротстве. Кстати, процедура банкротства широко используется для преобразований и разделения частей холдинговых структур, отчуждения части какой-либо группы с последующим включением в свой холдинг.

1.4. Цель и функции финансового менеджмента

Цель и задачи финансового менеджмента. При определении цели и задач компании очень важно четко сформулировать ее миссию, которая означает путь жизни компании. Например, для компании «Панасоник» — производство видеоаппаратуры, для компании «Боинг» — это производство авиатехники и т.д. Цель формулируется исходя из миссии компании. Например, для корпорации «Боинг» технологической целью может быть проектирование самолета с высокими скоростными параметрами, в

финансовом плане — увеличение прибыли, рост рентабельности, повышение стоимости компании и т.д.

Для достижения основной цели необходимо решение более частных задач. Например, для роста рентабельности может понадобиться повышение потребительских свойств продукции на единицу затрат, улучшить гарантийное обслуживание и т.д.

Надо отметить, что перечень целей и задач, которые преследует компания, осуществляя свою финансово-хозяйственную деятельность, очень широк:

- рост объемов производства и реализации;
- максимизация прибыли;
- минимизация расходов;
- выживание компании в условиях конкурентной борьбы;
- избежание банкротства и крупных финансовых неудач;
- лидерство в борьбе с конкурентами;
- максимизация рыночной стоимости компании;
- обеспечение рентабельной деятельности и т. д.

Это только некоторые из целей, которые мы могли бы перечислить. Следовательно, каждая из этих возможностей представляет проблемы, которые являются задачами финансового менеджера.

Например, легко увеличить сектор рынка или объем продаж — достаточно снизить цены или облегчить кредитные условия. Таким же образом мы всегда можем снизить расходы, отказавшись от таких вещей, как исследования и разработки. Мы можем избежать банкротства, никогда не занимая денег или никогда не рискуя, и т. д. Неясно, какие из этих действий в интересах акционеров.

Максимизация прибыли будет, вероятно, наиболее распространенной постановкой задачи, но даже это не является очень точным определением. Мы имеем в виду прибыль этого года? Если да, то такие действия, как откладывание на будущее технического обслуживания, невмешательство в постепенное сокращение товарно-материальных запасов и другие краткосрочные меры по сокращению расходов, приведут к увеличению прибыли в настоящем, но к снижению ее в будущем.

Перечисленные выше цели отличаются, но имеют тенденцию принадлежать к двум классам. Первый относится к прибыльности. Эта цель включает в себя объем продаж, сектор

рынка и контроль над расходами, что относится, по крайней мере потенциально, к различным способам получения или увеличения прибыли. Вторая группа, включающая избежание банкротства, стабильность и безопасность, относится некоторым образом к контролированию риска. К сожалению, эти два типа целей в некоторой степени противоречат друг другу. Погоня за прибылью обычно сопряжена с некоторым элементом риска, таким образом, фактически невозможно максимизировать одновременно безопасность и прибыль. Поэтому необходима цель, одновременно включающая оба фактора.

Финансовый менеджер в корпорации обязан принимать решения в интересах акционеров фирмы. Тогда важно выяснить, какое финансовое решение является наиболее приемлемым для акционеров. Если мы предположим, что акционеры покупают акции для получения финансовых доходов, то ответ очевиден: хорошие решения увеличивают стоимость акции, а плохие — уменьшают. Из этого положения следует, что финансовый менеджер действующий в интересах акционеров, принимает решения, которые увеличивают стоимость акций.

Таким образом, целью финансового менеджмента является максимизация рыночной стоимости акций или долей владельцев в капитале компании.

Акционеры в фирме являются остаточными владельцами, т.е. имеют право на то, что осталось от выплаты причитающихся средств работникам, поставщикам и кредиторам. Если какая-либо из этих групп не получит оплату, то акционеры не получат ничего. Таким образом, если акционеры в выигрыше относительно остатка и остаточная часть растет, то должно быть правдой и то, что все другие тоже выигрывают.

Надо подчеркнуть, что максимизация рыночной цены акций фирмы как наиболее обоснованная и приоритетная цель финансового менеджмента применима лишь в том случае, если на рынке капиталов нет ограничений и какой-либо дискриминации в установлении цен на ценные бумаги.

Финансовый менеджер действует в интересах акционеров, предпринимая меры, которые увеличивают стоимость акций. Однако в крупных корпорациях собственность может быть распределена среди большого количества акционеров. В такой ситуации реальная власть в компании принадлежит органам уп-

равления, которые могут действовать в своих интересах в ущерб собственникам.

В основе Агентской теории (Agency Theory) лежит противопоставление интересов владельцев фирмы и ее управленческого персонала (в случае корпоративного построения фирмы, когда ее владельцы не занимаются оперативным управлением, а нанимают соответствующий персонал). Здесь как бы обособляются две большие группы физических лиц, имеющих непосредственное отношение к фирме, — владельцы (акционеры, участники) и управленческий персонал. В процессе своей профессиональной деятельности менеджеры (агенты) становятся обладателями большого объема информации, у них появляются свои интересы, которые могут входить в противоречие с интересами собственников.

Во-первых, менеджеры испытывают воздействие целого ряда факторов — таких как размер корпорации или власть и престиж, связанные с занимаемым ими положением, которые не имеют прямого отношения к интересам акционеров. Эти соображения могут привести менеджеров к принятию решений (скажем, о строительстве нового небоскреба для офиса компании или покупке дорогостоящего самолета для высшего руководства), которые не только не будут соответствовать интересам акционеров, но могут и повредить им.

Во-вторых, отличаются друг от друга форма и размер материального вознаграждения, которое получают менеджеры и владельцы корпорации. Менеджерам традиционно гарантируется вознаграждение в форме заработной платы, в то время как акционеры могут претендовать на ту часть прибыли компании, которая остается после того, как компания отчитается по всем своим обязательствам. Невозможность увязать эти две формы вознаграждения заложена в самой их природе.

Как правило, акционеры инвестируют в конкретную корпорацию только часть своего состояния, распределяя свои инвестиции между целым рядом компаний. Напротив, менеджеры концентрируют все свое достояние в одном месте — в компании, которой они служат: работа является главной их ценностью, а ее утрата представляет самую серьезную опасность. Благодаря этому обстоятельству менеджер может предпочесть такие решения, которые не одобрил бы акционер, хотя их интересы в конечном счете могут совпадать.

Стоимость конфликта между интересами акционеров и руководства может определяться в прямой или косвенной форме. Прямые агентские расходы бывают двух типов. К первому типу относятся расходы корпорации, которые выгодны для руководства и за которые расплачиваются акционеры. Покупка роскошного и ненужного самолета для высшего менеджмента как раз попадет под эту категорию. Вторым типом прямых агентских расходов являются расходы, возникающие из необходимости наблюдать за действиями руководства. Одним из примеров может быть оплата независимых аудиторов для проверки правильности информации в финансовых отчетах. Косвенными агентскими расходами является величина упущенной выгоды.

Определенной разновидностью агентской теории является Теория заинтересованных лиц, предполагающая, что цель функционирования любой фирмы заключается в гармонизации конфликтующих целей различных групп юридических и физических лиц, имеющих непосредственное или косвенное отношение к данной фирме, — акционеров, наемного управленческого персонала, работников, контрагентов, государственных органов. В частности, фирма должна не только и не столько стремиться к максимизации прибыли, но и заботиться о социальном положении своих работников, охране окружающей среды и др.

Большую проблему представляют взаимоотношения между мажоритарными и миноритарными акционерами. В 2003 г. были приняты дополнения к Федеральному закону «Об акционерных обществах», согласно которым появляется возможность досрочного переизбрания совета директоров общим собранием акционеров, также предусматривается обязательное проведение кумулятивного голосования при выборах членов совета директоров всех акционерных обществ. Это положение повысит степень защищенности прав миноритарных акционеров. Целью дополнений к закону является распространение кумулятивного голосования при выборах членов совета директоров на все акционерные общества, где есть советы директоров, вне зависимости от численности акционеров в обществе. Кроме того, в законе определена минимальная численность совета директоров в 5 человек.

При проведении кумулятивного голосования число голосов, принадлежащих каждому акционеру, умножается на чис-

ло лиц, которые должны быть избраны в совет директоров. При этом акционер имеет право отдать полученные голоса полностью за одного кандидата или распределить их между двумя и более кандидатами. В данном случае проводится одно голосование по всему списку кандидатов.

При минимальном количественном составе членов совета директоров АО (согласно действующему закону — 5 чел.) миноритарным акционерам, чтобы провести в состав совета своего представителя, нужно располагать не менее 20% акций, что вполне под силу миноритариям при определенной консолидации усилий. Чем многочисленнее предполагается совет директоров, тем меньший пакет акций нужно иметь на руках, и меньше усилий тратить на объединение. Таким образом, владельцы небольших пакетов акций могут оказывать большее влияние на вопросы, которые решаются путем голосования, в том числе при избрании членов советов директоров.

Управление выделилось в самостоятельный вид деятельности в ходе разделения труда. На ранних стадиях интеграции производства, когда предприятия были относительно небольшими, собственник мог быть одновременно и управляющим. По мере роста масштабов производства, усложнения его структуры и объема, развития специализации и кооперирования, углубления разделения труда задачи управления производством усложнялись и расширялись. Возник институт промышленных управляющих. В системе управления появились специализированные подразделения, выполняющие различные функции: организации и планирования производства; оперативного управления и контроля; ремонта и обслуживания оборудования; материально-технического снабжения; сбыта продукции; бухгалтерии и финансов.

Следующим этапом в развитии менеджмента можно считать выделение функций финансового планирования и анализа, мотивации и контроля, позволяющих рассматривать управление финансами как непрерывный процесс решения закономерно усложняющихся задач. Осуществление любой хозяйственной деятельности сопровождается движением финансовых и денежных потоков, которые возникают в результате операционной, инвестиционной и финансовой деятельности.

Для данного этапа характерным является определение финансового менеджмента, прежде всего с позиций планирования, организации и контроля расходования финансовых ресурсов организации.

Новое содержание и широкие масштабы управленческая деятельность приобрела в условиях усиления интеграции производства и возникновения крупных корпораций. Именно поэтому стали актуальными проблемы повышения эффективности корпоративного управления.

Для современного периода характерны рост аппарата управления и существенное расширение его функций. Современные корпорации имеют сложную структуру, обусловленную многопрофильностью деятельности, территориальной рассредоточенностью подразделений, большим числом кооперативных связей с партнерами. При этом возрастает динамичность бизнес-процессов, связанная с постоянно изменяющимися потребностями рынка, ориентацией производства товаров и услуг на индивидуальные потребности заказчиков и клиентов, непрерывным совершенствованием технических возможностей и сильной конкуренцией.

На различных этапах развития российской экономики складывались определенные предпосылки для создания эффективной корпоративной среды, но в то же время возникали противоречия в системах корпоративного управления, с которыми приходится иметь дело на практике. В этих условиях в менеджменте корпораций происходит смещение акцентов с управления отдельными ресурсами и соответственно функциональными подразделениями на управление сквозными процессами, связывающими воедино деятельность взаимосвязанных подразделений.

Сама по себе корпорация как сложная система выступает в виде:

- ◆ юридически оформленного хозяйствующего субъекта;
- ◆ производственно-технической системы;
- ◆ организационной структуры;
- ◆ социального организма.

Как система со сложной внутренней структурой корпорация может выступать в виде организационной, производственной, технической, функциональной и иного вида структур, определяющих взаимодействие многообразных звеньев организа-

ции для достижения ее целей. Современный корпоративный менеджмент предполагает сквозное управление бизнес-процессом, выполняющимся взаимосвязанными подразделениями предприятия как единого целого.

Для выполнения этих функций высшему менеджменту корпораций необходимо выполнить большой объем работы, учитывающей современные требования. Такая работа может состоять из следующих этапов:

- четкое определение цели корпорации и способов мотивации ее достижения;
- выбор организационной структуры, адекватной поставленным целям;
- разработка единых принципов работы корпорации;
- изменение философии оплаты труда высших менеджеров.

Основная задача финансовых методов в корпоративном управлении состоит в оптимизации использования предприятием своих ресурсов. Для решения этой задачи существуют специальные инструменты и процедуры, которые:

- ведут поиск оптимальных источников и условий финансирования;
- способствуют гарантированному получению выручки на основе анализа финансового состояния предприятия;
- контролируют состояние имеющихся финансовых средств и обязательств;
- регулируют поступление и расходование денежных средств;
- выполняют работу по составлению бюджета, планированию и прогнозированию для предприятия и его подразделений;
- способствуют рациональному распределению доходов между акционерами и наемным персоналом.

Значение финансового менеджмента в корпорации настолько велико, что сбои в его организации могут привести к банкротству. Среди наиболее общих причин банкротства предприятий можно назвать следующие:

- нерациональная структура капитала;
- большой объем долгосрочных инвестиций;
- длительные сроки погашения дебиторской задолженности;

- предоставление чрезмерных скидок при продаже продукции в кредит;
- нехватка оборотных средств;
- чрезмерная кредиторская задолженность;
- неэффективное управление денежными потоками.

Финансовый менеджмент заключается в принятии решений, направленных на приобретение, финансирование и управление активами и источниками финансирования, направленных на максимизацию стоимости корпорации.

Таким образом, *основные функции финансового менеджмента* можно свести к четырем крупным группам.

1. *Инвестиционные решения.* В процессе планирования финансовый менеджер определяет потребность в инвестициях, доходность которых должна быть выше, чем стоимость их приобретения. Эффективность таких решений в немалой степени зависит от характера деятельности предприятия. Например, для крупной торговой фирмы, такой как ГУМ или ЦУМ, намерение открыть еще один магазин будет важным бюджетным решением, связанным с капитальными вложениями. То же можно отнести и к решению компьютерной фирмы разработать новое программное обеспечение.

Использование таких технологий требует существенных инвестиционных затрат, необходимых для концентрации капитала. Производство современной продукции не является самоцелью, а служит лишь средством для получения дополнительных доходов за счет выхода на новые рынки сбыта с продукцией, выгодно отличающейся от продукции конкурентов. Причем финансовые менеджеры должны учитывать не только размер ожидаемых денежных поступлений, но также сроки и вероятность их получения.

Потребность в ресурсах для реализации инвестиционной политики корпорации определяется ее производственным и научно-техническим потенциалом, используемым для удовлетворения потребности рынка в конкретной продукции. При оценке рынка продукции учитываются следующие факторы:

- территориальные границы рынка реализации данной продукции;
- технический уровень продукции и возможности его повышения за счет реализации конкретных проектов;

◆ общий объем продаж и его динамика за несколько лет;

◆ динамика потребительского спроса на период реализации инвестиционного проекта.

В ходе разработке инвестиционной политики учитываются следующие факторы:

◆ финансовое положение корпорации;

◆ технический уровень производства;

◆ коммерческая и бюджетная эффективность намечаемых к реализации проектов;

◆ возможность получения оборудования по лизингу;

◆ наличие у корпорации как собственных, так и заемных средств;

◆ финансовые условия инвестирования на рынке капитала.

Инвестиционная политика — это составная часть общей финансовой стратегии корпорации, которая заключается в выборе и реализации наиболее рациональных путей расширения и обновления ее потенциала. Необходимо заметить, что вследствие особой важности инвестиционных решений долгосрочного характера преобладающую роль в их принятии играют собственники корпорации совместно с менеджерами.

2. *Оптимизация состава и структуры привлекаемого долгосрочного капитала.* После оценки общего объема инвестиций финансовый менеджер должен определить не только способы рационального использования собственных средств, но и возможности привлечения дополнительных денежных средств кредитного и фондового рынков.

Важной задачей финансового менеджера является поиск источников долгосрочного финансирования инвестиций, управление составом и структурой используемого капитала. В качестве источников финансовых ресурсов на любом предприятии используются как собственные, так и привлеченные средства. Финансовый менеджер должен выбирать источники, предварительно оценив стоимость этих ресурсов, степень риска, возможное влияние на финансовое состояние предприятия. И здесь перед финансовым менеджером встает ряд важных вопросов, связанных с выбором источников финансовых ресурсов, соотношением заемных и собственных средств, оценкой степени риска привлечения заемных средств и возможных последствий и др.

Привлечение платных финансовых ресурсов сопряжено с оценкой эффективности производства. Если рентабельность про-

изводства выше банковского процента, то привлечение кредитов выгодно, так как расширение производства в связи с привлечением заемного капитала увеличивает общую массу прибыли. И напротив, если банковский процент выше уровня рентабельности производства, то не только вся полученная прибыль, но и часть собственных средств идет на погашение платы за использование заемных средств.

Принято считать, что затраты на капитал представляют собой доход, который ожидают получить инвесторы от альтернативных возможностей вложения капитала при неизменной величине риска. Привлекая средства, корпорация стремится обеспечить доход на них как минимум равный величине дохода, который могут принести инвесторам альтернативные возможности вложения капитала.

Основная область применения стоимости капитала — оценка экономической эффективности инвестиций. Ставка дисконта, которая используется в методах оценки эффективности инвестиций, — это и есть стоимость капитала, который вкладывается в предприятие. Затраты на капитал — это минимальная норма прибыльности при вложении заработанных в ходе реализации проекта денег.

На стоимость капитала оказывают влияние следующие факторы:

- уровень доходности других инвестиций;
- уровень риска данного капитального вложения;
- источники финансирования.

Кроме этих факторов, на стоимость капитала оказывает влияние характер имеющихся источников финансирования. Процентные платежи по заемным источникам рассматриваются как валовые издержки и потому делают долговые источники финансирования более выгодными для предприятия. Но в то же время использование заемных источников более рискованно, так как процентные платежи и погашение основной части долга необходимо производить вне зависимости от результатов реализации инвестиционного проекта. Стремясь снизить риск, предприятие увеличивает долю собственных привлеченных средств, например, производит дополнительную эмиссию акций.

Управление капиталом тесно связано с выбором типа дивидендной политики, которая влияет на движение денежных

потоков, ликвидность, структуру капитала, цену акций и стоимость компании, поэтому финансовый менеджер несет большую ответственность за определение приемлемой дивидендной политики.

3. Краткосрочные финансовые решения. Краткосрочные финансовые решения, в отличие от долгосрочных, касаются притоков и оттоков денежных средств в течение года или в срок менее года. Обычно в этом случае подразумеваются вопросы, связанные с управлением оборотным капиталом. Особенностью оборотного капитала является то, что он не расходуется, не потребляется, а авансируется, что предполагает возвращение средств после каждого производственного цикла или кругооборота, включающего производство продукции, ее реализацию, получение выручки. Кругооборот капитала совершается непрерывно, непрерывно происходит и постоянная смена авансированной стоимости.

Поскольку оборотные средства включают как материальные, так и денежные ресурсы, то от их организации зависит процесс производства и финансовая устойчивость предприятия.

Управление оборотными средствами предполагает:

- определение их оптимального состава и структуры;
- установление потребности в оборотных средствах;
- выявление источников их формирования;
- эффективное распоряжение ими.

До получения выручки от реализации продукции оборотные средства являются источником финансирования текущих производственных затрат предприятия. Оптимальная обеспеченность оборотными средствами ведет к минимизации затрат, ритмичности и слаженности работы предприятия. Завышение оптимальной величины оборотных средств ведет к излишнему их отвлечению в запасы, к замораживанию ресурсов, поскольку возникают дополнительные затраты на хранение и складирование, на уплату налога на имущество. Занижение же приводит к перебоям в производстве и реализации, к невыполнению предприятием своих обязательств.

4. Бюджетирование. Бюджетирование представляет собой систему управления корпорацией посредством совокупности взаимосвязанных бюджетов, полностью отражающих в стоимостных показателях основные направления деятельности корпора-

ции. Именно такой подход реализуется в технологиях бюджетного управления, составляющих ядро управленческого механизма большинства современных успешных компаний[1]. Бюджетирование означает принятие управленческих решений, связанных с будущими событиями, на основе систематической обработки данных.

Расчеты, осуществляемые в процессе формирования бюджета корпорации, позволяют в полном объеме и своевременно определить необходимую сумму денежных средств на их реализацию, а также источники поступления этих средств. Результаты расчетов находят свое отражение в долгосрочных и стратегических планах корпорации.

Таким образом, стремление научиться управлять финансами в условиях нестабильности, организовать производство конкурентоспособной продукции, обеспечивая эффективное развитие корпорации, ставит перед менеджментом российских предприятий сложную задачу овладения методикой формирования бюджета как основного финансового плана и экономического регулятора отношений между структурными подразделениями корпорации и корпорации с внешней средой.

Описанные выше четыре сферы применения финансовых методов в корпоративном управлении — долгосрочные инвестиции, структура капитала и управление оборотным капиталом — включают в себя достаточно широкие категории. Для успешной работы предприятия в условиях жесткой деловой конкуренции необходима эффективная организация финансового менеджмента, которая позволит добиться ощутимых экономических результатов.

1.5. Информационное обеспечение финансового менеджмента

Формирование системы информативных показателей финансового менеджмента для конкретного предприятия связано с его отраслевыми особенностями, организационно-правовой формой, объемом, степенью диверсификации хозяйственной

[1] См.: *Щиборщ К.В.* Бюджетирование деятельности промышленных предприятий в России. М.: ДиС, 2003.

деятельности и другими условиями. Поэтому вся совокупность показателей, *включаемых в информационную базу финансового* менеджмента, может быть сгруппирована по видам источников информации и требует уточнения по каждой группе применительно к практической деятельности конкретного предприятия.

К первой группе относятся *показатели, характеризующие общеэкономическое развитие страны.* Система информативных показателей этой группы служит для прогнозирования условий внешней среды функционирования предприятия при принятии стратегических решений в области финансовой деятельности.

К данной группе относятся следующие показатели:

- объем доходов государственного бюджета;
- объем расходов государственного бюджета;
- объем размера бюджетного дефицита;
- объем эмиссии денег;
- денежные доходы населения;
- вклады населения в банк;
- индекс инфляции;
- учетная ставка ЦБ РФ.

Формирование показателей этой группы основывается на публикации данных государственной статистики.

Ко *второй группе относятся основные информативные показатели, характеризующие отраслевую принадлежность предприятия:*

- индекс цен на продукцию;
- ставка налогообложения прибыли по основной деятельности;
- общая сумма используемого капитала, в том числе собственного;
- *объем произведенной (реализованной) продукции и др.*

К данной группе целесообразно отнести показатели, характеризующие деятельность контрагентов и конкурентов. Источником формирования показателей этой группы служат публикации отчетных материалов в прессе, соответствующие рейтинги, платные бизнес-справки, предоставляемые на рынке информационных услуг.

К третьей группе относятся *показатели, характеризующие конъюнктуру финансового рынка.* К данной группе относятся следующие показатели:

- виды основных котируемых фондовых инструментов (акции, облигации и т.д.), обращающихся на биржевом и внебиржевом фондовом рынке;
- котируемые цены спроса и предложения основных видов фондовых инструментов;
- цены и объемы сделок по основным видам фондовых инструментов;
- *сводный индекс динамики* цен на фондовом рынке;
- депозитные и кредитные ставки коммерческих банков;
- официальные курсы отдельных валют;
- курсы покупки-продажи отдельных валют на межбанковской валютной бирже и коммерческими банками и т.д.

Источником формирования системы показателей этой группы при необходимости ежедневного использования служат публикации коммерческих изданий, представленных на соответствующих электронных источниках или получаемых по технологиям сетевых каналов связи.

К четвертой группе относятся *показатели, формируемые из внутренних источников информации предприятия* по данным управленческого и финансового учета.

Система показателей данной группы составляет основу информационной базы финансового менеджмента. На основе этой системы показателей производится анализ, прогнозирование, планирование и принятие оперативных управленческих решений по всем направлениям финансовой деятельности предприятия.

Преимуществом показателей этой группы является их унифицированность, регулярность формирования, высокая степень достоверности и надежности, что определяется соответствующим статусом финансовой отчетности и общими финансовыми показателями, рассчитанными на ее основе.

Показатели финансового учета агрегируются в финансовую отчетность и финансовые показатели, рассчитанные на ее основе. Финансовая отчетность по назначению должна способствовать формированию цивилизованной рыночной финансовой инфраструктуры, выполнять функции инструмента взаимодействия предприятия и рынка, с тем чтобы рынок стал эффективным источником финансовых ресурсов предприятия.

Финансовое состояние предприятия характеризуется совокупностью показателей, отражающих процесс формирования

и использования его финансовых средств. Поэтому анализ финансового анализа является обязательным элементом финансового менеджмента на предприятии.

Потребителями результатов финансового анализа являются следующие группы.

1. Менеджеры предприятия и в первую очередь финансовые менеджеры. Невозможно руководить предприятием и принимать хозяйственные решения, не зная его финансового состояния. Для менеджеров важным является оценка эффективности принимаемых ими решений, используемых в хозяйственной деятельности ресурсов и полученных финансовых результатов.

2. Собственники, в том числе акционеры. Им важно знать, какова будет отдача от вложенных в предприятие средств, прибыльность и рентабельность предприятия, а также уровень экономического риска и возможность потери своих капиталов.

3. Кредиторы и инвесторы. Их интересует, какова возможность возврата выданных кредитов, а также возможность предприятия реализовать инвестиционную программу.

4. Поставщики. Для них важна оценка оплаты за поставленную продукцию, выполненные услуги и работы.

Таким образом, в финансовом анализе нуждаются все участники экономического процесса. Информационной базой для проведения финансового анализа является главным образом бухгалтерская документация. Финансовый анализ предприятия включает последовательное проведение следующих видов анализа:

1) предварительную (общую) оценку финансового состояния предприятия и изменение его финансовых показателей за отчетный период;

2) анализ платежеспособности и финансовой устойчивости предприятия;

3) анализ кредитоспособности предприятия и ликвидности его баланса;

4) анализ финансовых результатов предприятия;

5) анализ оборачиваемости оборотных активов;

6) оценку потенциального банкротства.

Наиболее простой метод для проведения финансового анализа — *сравнение*, когда финансовые показатели отчетного периода сравниваются либо с плановыми, либо с показателями за

предыдущий период (базисными). При сравнении показателей за разные периоды необходимо добиться однородности составных элементов, инфляционных процессов в экономике, методов оценки и др.

Следующий метод — *группировки*, когда показатели сгруппируются и сводятся в таблицы. Это дает возможность для проведения аналитических расчетов, выявление тенденций развития отдельных явлений и их взаимосвязи, факторов, влияющих на изменение показателей.

Метод *цепных подстановок* или элиминирования заключается в замене отдельного отчетного показателя базисным. При этом все остальные показатели остаются неизменными. Этот метод позволяет определить влияние отдельных факторов на совокупный финансовый показатель.

1.6. Стимулирование труда финансового менеджера

В зависимости от масштаба предприятия и от решения финансового топ-менеджера, каковым обычно является финансовый директор или заместитель генерального директора по экономике и финансам, финансовая бухгалтерия имеет ту или иную организационно-функциональную структуру и охват.

В управлении финансовой деятельностью главное действующее лицо — финансовый менеджер. К финансовому менеджеру предъявляются определенные квалификационные требования, т. е. что он должен знать и что он должен уметь делать. Эти требования составляют квалификационную характеристику работника, которая обычно прилагается к его должностной инструкции.

Профессиональные обязанности и права финансового менеджера можно сгруппировать следующим образом:

- финансовый контроль эффективности деятельности фирмы, что конкретно выражается в постоянной заботе об увеличении денежных доходов и поступлений;
- планирование, анализ, принятие финансовых решений;
- определение прав и обязанностей каждого сотрудника финансовых служб;

◆ выработка и определение финансовой стратегии в учетно-аналитической, инвестиционной, распределительной политике и т.д.

Перечень можно детализировать и расширить. Финансовому менеджеру и нижестоящим на иерархической лестнице финансистам прежде всего требуется высокий уровень профессиональных знаний и умение применить их на практике.

Кроме того, финансовый менеджер должен обладать организаторским талантом и владеть искусством общения, проявляющимся в способности психологической совместимости с различными людьми, терпимости в деловых отношениях, обеспечивающих продуктивность работы службы финансового менеджера.

Проблема выбора оптимальной схемы стимулирования менеджеров стоит особенно остро в связи расхождением целей номинального (акционеры) и фактического (менеджеры) руководства компании. Как известно, целью корпорации является максимизация стоимости принадлежащих акционерам акций. Однако уже признано, что менеджеры в своей деятельности далеко не всегда руководствуются интересами акционеров. Личные мотивы управляющих играют не последнюю роль в принятии решений как стратегического, так и оперативного характера.

Менеджеры могут иметь интересы не только не совпадающие с интересами собственников, но даже противоречащие им. Так, профессиональные менеджеры получают свои доходы (высокую заработную плату, премии, льготы по социальному обеспечению) из средств компании. Собственники компании получают свои дивиденды только после того, как будут сделаны все выплаты. Следовательно, чем больше средств будет уплачено собственникам в виде дивидендов, тем меньше их останется для оплаты окладов, премий и льгот.

Поэтому менеджеры, преследуя свои интересы, могут пойти на различные действия:

◆ завышать собственные трудозатраты для обоснования высокой оплаты труда для себя;

◆ заключать договора на сбыт продукции по ценам, при которых объем продаж растет быстрее, чем чистый доход компании;

♦ занижать объявленную прибыль, используя метод ускоренной амортизации основных фондов или метод ЛИФО для учета покупных ресурсов.

В отличие от менеджеров, собственников компании интересует прирост прибыли не в расчете на затраченные средства, а на вложенные собственные средства.

Для разрешения противоречий в интересах менеджеров и собственников возможно следующее:

♦ увеличение в оплате менеджеров доли премии в виде участия в прибыли;

♦ замена части оклада на акции компании;

♦ премирование менеджеров в форме опционов на покупку акций управляемой ими компании.

В соответствии с опционным договором компания берет на себя обязательство продать менеджеру свои акции через определенный срок по заранее оговоренной фиксированной цене. Если к сроку реализации опциона цена акций выросла, то менеджер может их выкупить и получить доход, продав их на рынке по более высокой цене. Опционная схема мотивации выгодна и акционерам, и менеджерам. Опционные программы рассчитаны на 5—7, даже 10 лет и позволяют удерживать руководителя в компании. Кроме того, такая схема мотивации позволяет сэкономить на повышении заработной платы, повышается заинтересованность менеджеров в росте капитализации компании.

Например, в Силиконовой долине новые компании не могли платить высокие заработной платы сотрудникам и рассчитывались с ними акциями. Их стоимость росла, и некоторые даже рядовые менеджеры получили по 1 млн долл. Однако если сотрудник покинет компанию до наступления срока выкупа, то он теряет право на акции. Кроме того, рыночная стоимость акций может и не вырасти. Так что риск есть. Тем не менее опционы в отличие от заработной платы рассматривают способ долговременной мотивации персонала.

Один из первых опытов применения опционных схем относится к концу 70-х гг., когда компания Toys «R» Us, объединявшая крупнейшую сеть магазинов по продаже игрушек, акционировалась и предложила своим менеджерам опционы на акции. В 1992 г. так стимулировали своих менеджеров 82% компаний, входящих в рейтинг Standard & Poor's 500. Доходы от опционов

составили 25% зарплаты высших должностных лиц этих компаний, в 1998 г. 40%, а в 2000 г. использовали опционы для поощрения своих сотрудников уже 70% всех открытых акционерных компаний США. В основном активное использование опционных схем вознаграждения наиболее характерно для США. В Европе эти схемы встречают более сдержанное отношение, так как цена выкупа акций не всегда соответствует их рыночной цене.

В России первой опционные программы запустила нефтяная компания «ЮКОС». Акции закреплялись за сотрудниками, которые формально ими не распоряжались, но получали с этих бумаг доход в виде положительных разниц от котировок уже через год. В другом варианте менеджеры, специалисты и даже рабочие в регионах получили право выкупить реальные акции в течение трех лет. Такую же политику стимулирования ввели у себя компания «Вимм-Билль-Данн», ОАО «Газпром», РАО «ЕЭС России».

В некоторых случаях для мотивации сотрудников используются виртуальные опционы в компаниях, акции которых не котируются (например, в IBS). Такие компании прибегают к услугам независимых экспертов для оценки своей стоимости и через несколько лет оценивают компанию по той же методике. Кроме того, компания может в дальнейшем разместить свои акции на бирже.

Недостатки стратегии стимулирования менеджеров опционами:

- между качеством работы менеджеров и курсом акций не всегда может быть прямая связь;
- для оценки роли менеджера в динамике стоимости акций необходимо сравнить ее с движением цен на акции конкурентов компании;
- использование опционов ведет к тому, что менеджеры будут охотно рисковать активами компании;
- опционы могут стать не формой поощрения, а изощренной схемой передела собственности;
- обвал рынка акций может уничтожить всю систему поощрения.

В свое время компании Enron удалось добиться значительных преимуществ перед конкурентами за счет перехода от поставок природного газа к более выгодной торговле энергией.

В результате курс акций компании вырос с 15 долл. в середине 1990-х гг. до 90 долл. в 2000 г. Рыночная капитализация в этот же период превысила 90 млрд долл., ежегодные темпы роста валового дохода составили 57%. Однако компания Enron объявила, что в III квартале 2001 г. понесла убытки на сумму 618 млн долл. из-за списания неудачных инвестиций. В результате расследования причин понесенных убытков были выявлены подразделения специального назначения (special purpose entities — далее SPE) на правах дочерних компаний. Таких компаний оказалось огромное количество — 3500, на балансе которых были долговые обязательства, выпущенные головной компанией Enron на сумму около 4 млрд долл. Собственных средств компании в размере 1 млрд долл. оказалось недостаточно для погашения этих обязательств. В декабре 2001 г. общий долг вырос до 31 млрд долл., а цены на акции компании упали на бирже до 26 центов. Вследствие этого крупнейшая энергетическая компания США была объявлена банкротом.

Виновником в данном случае оказался высший менеджмент компании. Система поощрения менеджеров путем предоставления опционов «call» давала менеджерам право на покупку определенного количества акций в течение определенного времени по заранее оговоренной цене. Эта цена соответствовала рыночной цене акций на момент выдачи опциона. Таким образом, если цены на акции росла, то держатели опционов могли выкупить акции по цене ниже рыночной, а затем продать их на бирже по более высокой цене. В результате этого произошел конфликт интересов акционеров, персонала компании и менеджмента. Такую ситуацию называют проблемой *асимметрии информации* «принципал-агент».

1.7. Базовые концепции финансового менеджмента

Основу современного финансового менеджмента составляют несколько базовых концепций, краткое содержание которых изложено ниже.

1. Концепция идеального рынка капитала предполагает наличие следующих условий:

- полное отсутствие трансакционных затрат;
- отсутствие каких-либо налогов;
- наличие большого числа покупателей и продавцов, вследствие чего действия отдельного продавца или покупателя не влияют на цену отдельной ценной бумаги;
- равный доступ на рынок для юридических и физических лиц;
- отсутствие затрат на информационное обеспечение, что предполагает равный доступ к информации;
- одинаковые ожидания у всех действующих лиц;
- отсутствие финансовых затруднений.

2. Анализ дисконтированного денежного потока. Стоимость финансовых активов зависит от потоков денежных средств, ожидаемых в результате использования этих активов. Процесс оценки будущих денежных потоков называется анализом дисконтированного денежного потока (Discounted Cash Flow, DCF). Впервые концепция анализа DCF была разработана Джоном Бэрром Уильямсом. Первым применил этот метод для управления финансами корпораций Майрон Дж. Гордон.

Анализ DCF основан на временной стоимости денег и может быть сделан в *четыре этапа*.

1. Расчет прогнозируемых денежных потоков.

Движение денежных средств может определяться по контракту или рассчитываться с учетом дисконта.

2. Оценка степени риска для денежных потоков.

3. Включение оценки степени риска в анализ. Известно два метода учета степени риска:

- метод безрискового эквивалента (Certainty Equivalent Approach, CE) — ожидаемые денежные потоки непосредственно корректируются с учетом степени риска: чем выше риск, тем ниже величина элементов денежного потока;
- метод скорректированной на риск ставки дисконта (Risk-Adjusted Discount Rate, RADR) степень риска учитывается не путем корректировки денежного потока, а посредством изменения дисконтной ставки: чем выше риск, тем выше скорректированная дисконтная ставка.

4. Определение приведенной стоимости денежного потока. Важную роль при этом играет концепция альтернативных затрат (упущенной выгоды). Применяемая ставка дисконта долж-

на отражать доход, который мог бы быть получен при инвестировании средств в наилучший из возможных альтернативных вариантов, имеющих одинаковую степень риска.

Ставка дисконта, учитывающая альтернативные затраты, должна отражать влияние следующих трех факторов:

- степень риска конкретного денежного потока (дисконтная ставка отражает степень риска — чем выше риск, тем выше ставка: государственные облигации — корпоративные облигации — обыкновенные акции);
- сложившийся средний уровень доходности в экономике;
- периодичность денежных потоков, т.е. временной интервал, на котором рассматриваются данные потоки (обычно год, бывает полугодие и др.).

3. Теория структуры капитала (Модильяни и Миллер). В 1958 г. Модильяни и Миллер опубликовали работу, в которой обосновали вывод, что стоимость фирмы определяется ее будущими доходами и не зависит от структуры капитала. Разумеется, как и любая теория, она не является абсолютно корректной и соблюдается при наличии определенных допущений. В частности, наличие идеального рынка и нулевое налогообложение.

Таким образом, если финансирование компании более выгодно за счет заемных средств, то акционеры предпочтут продать собственные акции и на эти средства купят акции другой компании, не пользующейся привлеченными ресурсами, а возникший недостаток в финансовых ресурсах будет восполнен за счет привлеченного капитала. Одновременные операции с ценными бумагами таких фирм к выравниванию структуры их капиталов и стоимости самих компаний.

В другой работе, опубликованной в 1963 г., Модильяни и Миллер ввели в первоначальную модель корпоративный налог, смягчив прежнее допущение — нулевое налогообложение. С учетом наличия налогов было доказано, что стоимость компании зависит от использования заемных средств. Чем выше доля заемного капитала, тем выше стоимость акций компании. Теоретически максимальный курс акций достигался бы при 100%-ном заемном капитале.

Однако позднее было доказано, что повышение стоимости компании за счет роста доли заемного капитала и связанной

с этим экономией по налогам происходит только до определенного предела. После достижения оптимальной структуры капитала стоимость компании начинает снижаться, так как экономия по налогам перекрывается дополнительными затратами, возникшими в связи с увеличением риска.

Таким образом модифицированная теория Модильяни — Миллера (теория компромисса между экономией от снижения налоговых выплат и финансовыми затратами) включает следующие положения:

- наличие определенной доли заемного капитала идет на пользу компании;
- чрезмерное использование заемного капитала наносит ущерб;
- для каждой компании существует своя оптимальная доля заемного капитала.

4. Теория дивидендов (Модильяни и Миллер). При доказательстве своих утверждений авторы теории Модильяни и Миллер приняли следующие допущения:

- наличие идеального рынка капитала;
- дивидендная политика компании не влияет на бюджет капиталовложений;
- поведение всех инвесторов является рациональным.

И пришли к выводу, что политика дивидендных выплат, как и структура капитала, не влияет на стоимость капитала, т.е. является иррелевантной.

В самом деле увеличение размера выплачиваемых дивидендов уменьшает сумму прибыли, которая могла быть направлена на развитие производства. Эта нехватка средств должна быть компенсирована за счет дополнительной эмиссии акций. Новым акционерам придется платить дивиденды, и эти выплаты уменьшат приведенную стоимость дивидендов, выплаченных прежним акционерам.

Таким образом, для акционеров становится безразлично увеличение дивидендов в текущем году, если в будущем они потеряют эквивалентную с учетом дисконтирования величину. Общий вывод по работам Модильяни и Миллера: стоимость компании зависит от принятых решений по проектам капиталовложений, которые определяют денежные потоки по операциям и их рисковость.

В дальнейшем будут рассмотрены дополнительные условия, при которых станет ясно, что структура капитала и дивидендная политика все-таки влияют на стоимость компании.

5. Теория портфеля и модель оценки доходности финансовых активов. Автор теории портфеля Гарри Марковиц получил за свои труды в 1990 г. Нобелевскую премию. Из этой теории следует два основных вывода:

- совокупный уровень риска может быть снижен за счет объединения рисковых активов в портфели (причина такого снижения риска в отсутствии прямой связи между доходностью различных видов активов);
- уровень риска по каждому виду актива определяется не изолированно, а с учетом его влияния на общий уровень риска диверсифицированного портфеля.

Теория портфеля позволяет измерить уровень риска, но не оценивает взаимосвязь между риском и требуемой доходностью.

На этот вопрос дает ответ модель оценки доходности финансовых активов (Capital Asset Pricing Model — CAPM). Эта модель была разработана независимо друг от друга Уильямом Шарпом, Джоном Линтнером, Яном Мойссином.

CAPM основана на следующих допущениях:

- наличие идеального рынка капитала;
- требуемая доходность для любого вида рисковых активов представляет собой функцию трех переменных: безрисковой доходности, средней доходности на рынке ценных бумаг, индекса колеблемости доходности данного вида финансового актива по отношению к доходности на рынке в среднем.

CAPM имеет большое значение для определения общей цены капитала компании и требуемой доходности для отдельных проектов.

6. Теория ценообразования опционов. Опцион — это право (но на обязательство) купить или продать какие-либо активы по заранее оговоренной цене в течение определенного периода. Решение об использовании опциона принимает его держатель. Характерная особенность опциона — он не может иметь отрицательных последствий для его держателя, так как можно всегда отказаться от его исполнения.

Формализованная модель ценообразования для опционов Блэка—Шоулза появилась в 1973 г. (Black-Scholes Option Pricing Model — OPM).

Опцион представляет собой контракт между продавцом и покупателем, дающий за определенную премию право (но не обязательство) купить или продать определенный финансовый инструмент по фиксированной цене в течение заранее установленного срока. Опцион является производным финансовым инструментом, так как его стоимость является производной от стоимости другого финансового инструмента (базовой ценной бумаги). В качестве базовой инструмента могут выступать акции, облигации, валюта, ставки процента, биржевые индексы, фьючерсные контракты.

Существует два основных вида опционов: колл (call) и пут (put). Наиболее широко применяется опционный контракт на покупку (call option), дающий право на покупку базисного актива по текущей цене в заранее оговоренный момент времени в будущем. В этом контракте оговариваются четыре пункта: компания, чьи акции могут быть куплены; число приобретаемых акций; цена приобретения, именуемая ценой исполнения (exercise price); дата истечения срока на право покупки (expiration date).

Другой вид опционного контракта — опцион на продажу (put option), дающий право на продажу базисного актива в течение указанного срока по заранее оговоренной цене. При покупке опциона call благоприятной является ситуация дальнейшего роста цены акций, так как владелец опциона сможет купить акции по более низкой цене, а затем продать по более высокой. При покупке опциона put напротив выгоднее ситуация падения цены акций, так как владелец опциона сможет продать имеющиеся у него базовые ценные бумаги по более высокой цене и при необходимости выкупить назад по более низкой.

Разница между текущей ценой базового актива и ценой исполнения опциона называется внутренней стоимостью опциона (intrinsic value). Сумма, на которую размер премии превышает внутреннюю стоимость опциона, называется срочной (временной) стоимостью опциона (time value).

Таким образом, цена опциона (опционная премия) равна сумме его внутренней стоимости и срочной стоимости. Срочная составляющая опционной премии снижается по мере приближения к дате исполнения опциона. Опцион обесценивается в течение каждого дня своего существования, причем этот процесс идет тем быстрее, чем ближе дата его исполнения.

7. Гипотеза эффективности рынков. Это одна из важнейших финансовых теорий, направленная на достижение эффективности рынка на основе оптимального соотношения между риском и доходностью (Efficient Markets Hypothesis, EMH). Причем здесь имеется в виду не операционная эффективность, а информационная. Иными словами эффективный рынок — это такой рынок, в ценах которого отражена вся известная информация. Любая новая информация немедленно отражается на ценах акций, и поэтому быстрый доступ к информации равнозначен получению высокого дохода.

Для обеспечения информационной эффективности необходимо соблюдение следующих условий:

- все субъекты рынка имеют одновременный и равный доступ к информации, не требующий дополнительных затрат;
- отсутствуют факторы, препятствующие заключению сделок (налоги, транзакционные затраты и пр.);
- сделки, совершаемые отдельным юридическим или физическим лицом не влияют на общий уровень цен;
- все субъекты рынка стремятся максимизировать свою выгоду.

Вполне очевидно, что ни на одном реальном рынке эти условия не соблюдаются: одни субъекты получают информацию раньше, другие позже; для получения информации нужны время и деньги; существуют налоги и транзакционные затраты.

Различные функции, реализуемые финансовым рынком, имеют одну важную общую деталь — все они связаны со сбором, обработкой и распространением больших объемов информации. Финансовый рынок можно представить как информационную систему, на вход которой поступают данные финансовой отчетности предприятий, газетные публикации, информация рейтинговых агентств и множество других сведений макро- и микроэкономического характера, политические новости, сообщения о природных катаклизмах и т.п.

Аккумулируя огромные объемы информации из самых различных источников, рынок должен достаточно быстро переработать ее, чтобы трансформировать в цену акции. Способность рынка осуществлять такие преобразования информации называется его эффективностью.

Обладание всей доступной информацией дает возможность грамотному инвестору или аналитику точно спрогнозировать

будущие доходы предприятия и применить адекватную процентную ставку для их дисконтирования. Рассчитанная таким образом внутренняя стоимость одной акции будет в точности соответствовать ее рыночной цене. Рынок, на котором цена любого финансового актива всегда равна его внутренней стоимости, называется *абсолютно эффективным*.

Гипотеза абсолютной эффективности рынка предполагает, что любая новая информация не просто поступает на рынок, а делает это очень быстро — практически мгновенно она находит отражение в уровне цен. Поэтому равенство рыночной цены акции ее внутренней стоимости соблюдается в любой момент времени. В таких условиях становится невозможным купить бумагу дешевле или продать дороже ее действительной стоимости. Таким образом, рынок считается абсолютно эффективным по отношению к определенной информации, если, используя эту информацию, нельзя принять решение о покупке или продаже ценных бумаг, позволяющее получить сверхприбыль.

Для учета реальных условий рынка выделяют нескольких степеней *эффективности рынка* — *сильную*, *среднюю* и *слабую*. Исходя из этого вся доступная информация может быть условно разделена на три группы.

Первую группу составляет *информация о прошлой динамике курсов*, т. е. исторические данные об изменении цен на различные бумаги. В совокупности с другими формами публичной информации (данными финансовой отчетности, газетными публикациями и т.п.) она включается в состав второй группы — *общедоступной информации*. Кроме общедоступных, существуют сведения, распространяющиеся в частном порядке, как правило, это информация инсайдеров о состоянии дел в конкретной компании, ее ближайших планах и намерениях. Такие сведения формируют третий раздел классификации данных — *частную информацию*.

Считается, что рынок имеет *слабую степень эффективности*, если цены обращающихся на нем инструментов отражают только информацию, содержащуюся в динамике прошлых котировок. На таком рынке невозможно получить сверхприбыль, используя только данные об изменении курсов ценных бумаг в предыдущих периодах. Можно заключить, что практически

любой организованный фондовый рынок, на котором налажена система информирования об изменении цен, обладает слабой степенью эффективности.

Если в текущих рыночных ценах находит отражение вся общедоступная (публичная) информация, рынок обладает *средней степенью эффективности.* В этом случае становится невозможным получить сверхприбыль от обладания и такой информацией. Принято считать, что среднеэффективными являются наиболее известные в мире организованные фондовые рынки: NYSE, Лондонская фондовая биржа и т.п. Исследования показывают, что на таких рынках любая новая общедоступная информация находит отражение в цене в день опубликования, т. е. она сразу становится известной всем участникам рынка, поэтому возможность монопольного владения и выгодного использования такой информации отдельными игроками практически исключена.

Сильная степень эффективности означает, что текущие рыночные цены отражают не только общедоступную, но и частную информацию, поэтому *невозможно добиться* выигрыша, располагая даже секретными сведениями, например, о запланированной реорганизации какой-либо компании.

Однако результаты проведенных исследований показывают, что в мире пока еще не существует рынков с сильной степенью эффективности. Поэтому обладание частной информацией позволяет получить огромный выигрыш на рынке. Существует жесткий контроль биржевых органов за поведением инсайдеров и регламентация их поведения на рынке. Для того чтобы продать сколько-нибудь значительный объем своих ценных бумаг, они должны предварительно проинформировать об этом рыночное сообщество. Даже если этого не будет сделано, сведения об осуществленной сделке очень быстро перейдут в разряд общедоступной информации и найдут отражение в текущей цене конкретных финансовых инструментов.

Таким образом, необходимо проявить максимум осторожности, чтобы получить выгоду из имеющихся сведений, не вступая в конфликт с законодательством. Поэтому возникновение финансового рынка с сильной степенью эффективности в ближайшее время маловероятно.

Контрольные вопросы и задания

1. Что такое финансы и каковы их основные функции?
2. Что такое финансовая система и каковы ее основные звенья?
3. В чем отличие бюджетной системы унитарного и федеративного государства?
4. Каковы основные функции государственного бюджета?
5. Как формируется доходная часть субъекта Федерации?
6. Каково назначение внебюджетных государственных фондов?
7. Дайте классификацию финансов предприятий.
8. Каковы основные организационно-правовые формы предприятий?
9. Каковы признаки юридического лица?
10. Что такое государственное унитарное предприятие?
11. Какие виды товарищества вы знаете?
12. Что такое производственный кооператив?
13. Какие организации относят к некоммерческим?
14. Каковы отличия между закрытым и открытым акционерным обществом?
15. Каковы отличительные признаки общества с ограниченной ответственностью?
16. Каковы критерии отнесения к малым предприятиям?
17. Что такое холдинговая компания?
18. Дайте сравнительную характеристику основных видов интеграции предприятий.
19. Каковы основная цель и задачи финансового менеджмента?
20. Сформулируйте основные функции финансового менеджмента.
21. Каков состав информационного обеспечения финансового менеджмента?
22. Каковы особенности стимулирования труда финансового менеджера?
23. Каковы основные базовые концепции финансового менеджмента?
24. Дайте определение идеального рынка капитала.
25. Назовите четыре стадии анализа дисконтированного денежного потока.

26. Какова основная цель теории структуры капитала?

27. В чем преимущество привлечения заемного капитала для компании?

28. В чем суть теории иррелевантности дивидендов Модильяни—Миллера?

29. Каковы основные выводы из теории портфеля?

30. Что общего и в чем различия между теорией портфеля и CAPM?

31. Дайте определение опционов.

32. Опишите суть гипотезы слабой эффективности рынка.

33. Опишите суть гипотезы умеренной эффективности рынка.

34. Что представляет собой компромисс между риском и доходностью?

35. Что такое агентские конфликты?

36. Что входит в агентские затраты?

37. Назовите известные вам примеры агентских конфликтов.

38. Есть ли связь между теорией ассиметричной информации и гипотезой эффективности рынков?



ГЛАВА 2
УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ

2.1. Понятие риска и факторы, его определяющие

Слово «риск» испано-португальского происхождения и означает «подводная скала», т.е. опасность, которая не просматривается на поверхности, но объективно существует и может быть обнаружена по ряду признаков. В самом общем виде *риск* — это вероятность наступления нежелательного события, результатом которого может быть материальный ущерб, убыток, снижение доходности. Наличие риска характеризуется тремя существенными признаками:

- наличием неопределенности;
- необходимостью выбора альтернатив;
- возможностью оценить вероятность осуществления выбранных альтернатив.

Ситуация риска имеет несколько разновидностей:

- субъект, принимающий решение, имеет в распоряжении объективные оценки вероятности получения предполагаемого результата, основанные, например, на проведенных статистических исследованиях, моделировании ситуации (*ситуация объективного выбора*);
- субъект, принимающий решение, опирается на вероятность наступления ожидаемого результата, решение принимается в зависимости от восприятия ситуации субъектом а не на основе ее объективного содержания (*ситуация субъективного выбора*);
- субъект в процессе выбора и реализации альтернативы располагает как объективными, так и субъективными оценками вероятности получения результата (*ситуация всесторонней оценки*).

Таким образом, в понятии «риск» целесообразно выделить следующие условия, взаимосвязь которых и составляет его сущность:

- ◆ возможность отклонения от предполагаемой цели, ради которой осуществлялась выбранная альтернатива;
- ◆ вероятность достижения желаемого результата;
- ◆ отсутствие уверенности в достижении поставленной цели;
- ◆ возможность наступления неблагоприятных последствий при осуществлении тех или иных действий в условиях неопределенности для субъекта, идущего на риск;
- ◆ ожидание потерь (экономических, социальных, нравственных и т.д.), опасности в результате выбора и реализации альтернативы.

Хотя последствия риска чаще всего проявляются в виде финансовых потерь или невозможности получения ожидаемой прибыли, однако риск — это не только нежелательные результаты принятых решений. При определенных вариантах предпринимательских проектов существует риск, в равной мере характеризующийся как вероятностью получения ущерба, так и вероятностью превышения положительного результата. Таким образом, предпринимательский риск характеризуется сочетанием возможности достижения как нежелательных, так и особо благоприятных отклонений от запланированных результатов.

Под предпринимательским риском понимается вероятность ущерба, возникающего при любых видах предпринимательской деятельности, связанных с производством продукции, товаров и услуг, их реализацией; товарно-денежными и финансовыми операциями; коммерцией, а также осуществлением научно-технических проектов. В экономической литературе выделяются следующие функции риска: инновационная, защитная и аналитическая.

Инновационную функцию предпринимательский риск выполняет, стимулируя поиск нетрадиционных решений проблем, стоящих перед предпринимателем. Анализ современной хозяйственной практики показывает, что большинство компаний добиваются успеха на основе инновационной экономической деятельности, связанной с риском.

Защитная функция риска проявляется в том, что если для предпринимателя риск — естественное состояние, то нор-

мальным должно быть и терпимое отношение к неудачам. Инициативным, предприимчивым хозяйственникам нужна социальная защита, правовые, политические и экономические гарантии, исключающие в случае неудачи наказание и стимулирующие оправданный риск.

Аналитическая функция предпринимательского риска связана с необходимостью выбора одного из возможных вариантов решений. Для этого в процессе принятия решения предприниматель анализирует все возможные альтернативы, выбирая наиболее рентабельные и наименее рисковые. В зависимости от конкретного содержания ситуации риска альтернативность обладает различной степенью сложности и разрешается различными способами. В простых ситуациях, например, при заключении договора поставки сырья предприниматель опирается, как правило, на интуицию и прошлый опыт. Но при оптимальном решении той или иной сложной производственной задачи, например, принятии решения о вложении инвестиций, необходимо использовать специальные методы анализа. На рис. 2.1 показана зависимость риска и прибыли. Более высокий риск связан с вероятностного извлечения более высокого дохода.

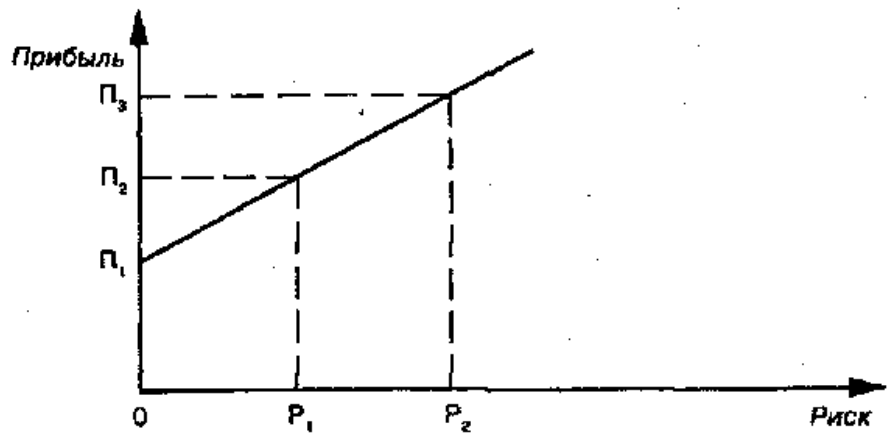


Рис. 2.1. Зависимость риска и прибыли

Из графика видно, что нулевой риск обеспечивает самый низкий доход (0; $П_1$), а при самом высоком риске $Р = Р_2$, прибыль имеет наиболее высокое значение $П = П_3$ ($П_3 > П_2 > П_1$).

Принципиальное решение о принятии рискового проекта зависит для предпринимателя, принимающего это решение, от

его предпочтений между ожидаемой доходностью вкладываемых в этот проект средств (в среднем за значительный период времени) и их надежностью, которая в свою очередь понимается как вероятность получения доходов.

Указанные предпочтения предпринимателя обычно отражаются в так называемой карте его предпочтений между ожидаемой коммерческой эффективностью вложенных средств, т. е. доходностью, рентабельностью и их риском. Эта карта предполагает также учет нескольких уровней полезности для предпринимателя. На рис. 2.2 приведен общий вид подобной карты предпочтений.

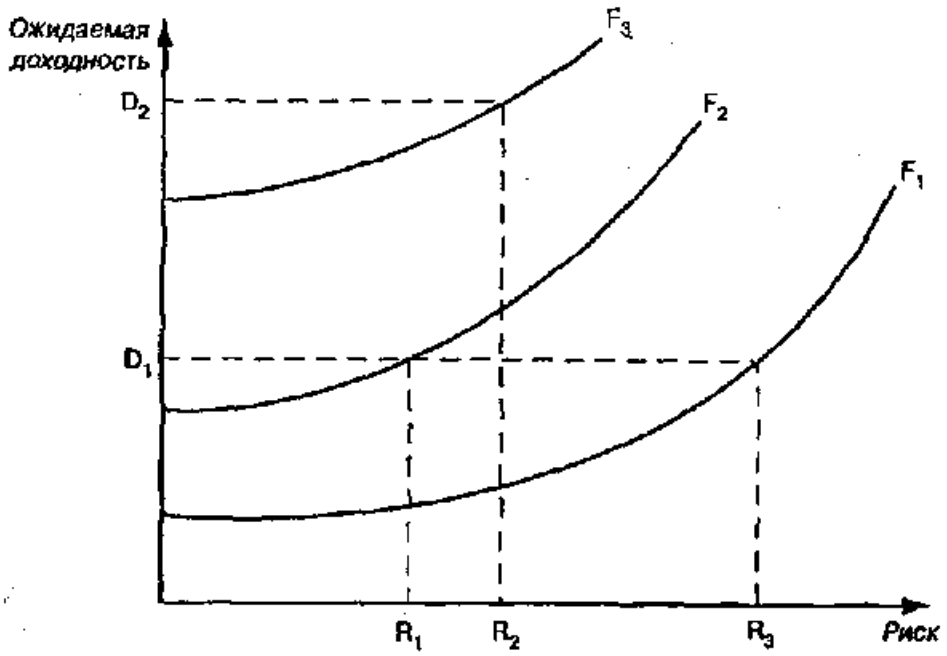


Рис. 2.2. Карта предпочтений между ожидаемой доходностью и рискованностью проекта

Кривые на карте предпочтений имеют положительный наклон, так как из сопоставляемых критериев один — позитивный, а другой — негативный. Изображенные на рисунке кривые носят название «кривых равных предпочтений» или «кривых безразличия», так как каждая из них отражает своими точками равнопредпочтимые для предпринимателя при данном уровне его удовлетворенности пары ожидаемой эффективности и рискованности решения.

Приемлемых уровней удовлетворенности (полезности) может быть несколько. На приведенном рисунке их три, из них наиболее низкий из всех приемлемых уровень F_1, наиболее высокий — F_3. Уровень F_1 ниже, чем уровень F_2 так как при одной и той же ожидаемой доходности решения в первом случае (для F_1) величина риска R_3 больше, чем риск R_1 во втором случае (для F_3). Сочетание же ожидаемой рентабельности решения и его рискованности, отвечающее одной из точек кривой равных предпочтений для уровня F_3, оказывается тогда за счет более высокой ожидаемой доходности вложений в данное решение (хотя и при большем риске) боле привлекательным для предпринимателя, соответствует более высокому уровню полезности для него. Карта предпочтений предпринимателя должна быть построена для него либо им самим, либо с помощью сторонних экспертов построена эмпирически, т. е. на основе обработки данных анализа решений, которые принимались ранее.

При принятии решений, связанных с задачами развития бизнеса, риски также разнообразны, и можно выделить ряд рисковых факторов, общих для всех типов предприятий:

- *масштаб деятельности.* Нужно учесть количество продукции, производимой за определенный промежуток времени. Чем больше объем товаров, услуг производит предприятие, тем ощутимее будут потери в случае принятия ошибочных решений стратегического характера. Например, произведенная продукция не будет пользоваться спросом на рынке, останется нереализованной и, соответственно, не удастся возместить издержки и получить прибыль;
- *частота изменения спроса на продукцию* (стабильность номенклатуры продукции). Производители, чья продукция подвержена частым и резким колебаниям спроса в большей мере, должны уделять внимание проблемам реорганизации, переналадке производственного конвейера, больше внимания уделять изучению спроса, прогнозированию его изменений, рассчитывать время, в течение которого рационально сохранять нынешний продукт и уровень производства;
- *длительность производственного цикла.* Крупное производство, имеющее, однако, короткий производственный цикл, в меньшей мере стимулирует инвестиции в парк специального оборудования, чем производство меньшего масштаба, но с боль-

шим производственным циклом. В первом случае, видимо, менее рискованна модернизация существующего парка машин, что будет больше соответствовать непродолжительному спросу. При принятии решений о вариантах развития производства можно рекомендовать установку такого оборудования, на котором при необходимости можно производить и другую продукцию, если спрос на запланированный продукт сократится. При этом нельзя забывать, что наиболее эффективное, производительное оборудование, как правило, узко специализировано, поэтому чем более специализированное оборудование использует предприятие, тем лучше оно может обеспечить производственный ритм, диктуемый нынешним состоянием спроса, но тем хуже оно приспосабливается к изменениям спроса, больших затрат потребуется на это;

- *номенклатура производства* (глубина, ширина, гармоничность). Масштаб деятельности может быть обеспечен за счет производства ограниченного числа товаров в больших количествах (массовое производство) или за счет производства разнообразной по номенклатуре продукции некрупными партиями (серийное и единичное производство). Риск снижается, если предприятие производит широкую номенклатуру товаров параллельно или в определенной последовательности. Типичным примером может служить предприятие, которое наряду с производством нового продукта продолжает производить и прежние изделия. Недостатком же такого метода снижения риска является то, что, распределяя свои ресурсы между производством многих продуктов, оно лишается технологических и организационных преимуществ, которыми пользуются узкоспециализированные предприятия (чаще возникают проблемы переналадки оборудования, не удается достигнуть оптимального размера партий, нет возможности использовать узкоспециализированное оборудование и т.п.);

- *качество проработки целей и планов деятельности.* Действенным средством снижения риска является научно обоснованное планирование. В процессе планирования достигается сбалансированность целей и задач предприятия и снижается степень неопределенности. Однако даже самый лучший план не может учесть всех элементов неопределенности, порождаемых изменениями социально-экономических обстоятельств, поэтому

данный фактор риска не является следствием ошибок в обоснованиях при составлении планов;

♦ *факторы колебания цен и платежеспособности покупателей*, т.е. будет ли платежеспособный спрос покрывать расходы по удовлетворению потребности в продукте, реализуемом по планируемой цене и может ли быть получена прибыль с учетом более низкой цены реализации. Своевременность оплаты продукции является важным фактором риска в условиях хронических неплатежей, установившихся на российском рынке, так как значительные задержки с оплатой отгруженной продукции не позволяют предприятию-производителю возместить издержки и начать новый производственный цикл. Особенно ощутимы потери в условиях высокой инфляции, когда не осуществляется индексация задолженности, а покупательная способность рубля постоянно снижается;

♦ *фактор международного разделения труда* по отношению к стратегическим решениям развития производства становится актуальным в связи с активизацией внешнеэкономической деятельности на уровне основного хозяйственного звена. Это означает, что имеющиеся в распоряжении предприятий факторы производства должны распределяться не только исходя из необходимости удовлетворения внутренних потребностей, но и с учетом тенденций мировой экономики. Следует всегда следить за изменениями в структуре производства (предложения) и потребления (спроса) мировой экономики. Необходимо сравнивать издержки производства и цены с конкурирующими фирмами, учитывать механизм реализации продукта (монопольный, конкурентный), протекционистскую политику правительств различных государств и т.д.

2.2. Классификация рисков

Риском можно управлять, т.е. использовать различные меры, позволяющие в определенной степени прогнозировать наступление рискового события и принимать меры к снижению степени риска. Эффективность организации управления риском во многом определяется классификацией риска.

Под классификацией рисков следует понимать их распределение на отдельные группы по определенным признакам для

достижения определенных целей. Научно обоснованная классификация рисков позволяет четко определить место каждого риска в их общей системе. Она создает возможности для эффективного применения соответствующих методов и приемов управления риском. Каждому риску соответствует свой прием управления риском. Классификационная система рисков включает в себя категории, группы, виды, подвиды и разновидности рисков.

В зависимости от основной причины возникновения (базисный или природный признак), риски делятся на *природно-естественные, экологические, политические, транспортные и коммерческие.*

К *природно-естественным* относятся риски, связанные с проявлением стихийных сил природы: землетрясение, наводнение, буря, пожар, эпидемия и т.п.

Экологические риски — это риски, связанные с загрязнением окружающей среды.

Политические риски — связаны с политической ситуацией в стране и деятельностью государства. Политические риски возникают при нарушении условий производственно-торгового процесса по причинам, непосредственно не зависящим от хозяйствующего субъекта. К политическим рискам относятся: невозможность осуществления хозяйственной деятельности вследствие военных действий, революции, обострения внутриполитической ситуации в стране, национализации, конфискации товаров и предприятий, введение эмбарго, из-за отказа нового правительства выполнять принятые предшественниками обязательства и т.п., введение отсрочки (моратория) на внешние платежи на определенный срок ввиду наступления чрезвычайных обстоятельств (забастовка, война и т.д.), неблагоприятное изменение налогового законодательства.

Транспортные риски — это риски, связанные с перевозками грузов транспортом: автомобильным, морским, речным, железнодорожным, самолетами и т.д.

Коммерческие риски представляют собой опасность потерь в процессе финансово-хозяйственной деятельности. Они означают неопределенность результата от данной коммерческой сделки.

По структурному признаку коммерческие риски делятся на *имущественные, производственные, торговые, финансовые.*

Имущественные риски — это риски, связанные с вероятностью потерь имущества гражданина-предпринимателя по причине кражи, диверсии, халатности, перенапряжения технической и технологической систем и т.п.

Производственные риски — это риски, связанные с убытком от остановки производства вследствие воздействия различных факторов и, прежде всего, с гибелью или повреждением основных и оборотных фондов (оборудование, сырье, транспорт и т.п.), а также риски, связанные с внедрением в производство новой техники и технологии.

Торговые риски представляют собой риски, связанные с убытком по причине задержки платежей, отказа от платежа в период транспортировки товара, непоставки товара и т.п.

Финансовые риски связаны с вероятностью потерь финансовых ресурсов (т.е. денежных средств).

Финансовые риски подразделяются на два вида:

- *риски, связанные с покупательной способностью денег;*
- *риски, связанные с вложением капитала (инвестиционные риски).*

К рискам, связанным с покупательной способностью денег, относятся следующие разновидности рисков: *инфляционные и дефляционные риски, валютные риски, риск ликвидности.*

Инфляция означает обесценение денег и, соответственно, рост цен. Дефляция — это процесс, обратный инфляции, он выражается в снижении цен и, соответственно, в увеличении покупательной способности денег.

Инфляционный риск — это риск того, что при росте инфляции получаемые денежные доходы обесцениваются с точки зрения реальной покупательской способности быстрее, чем растут. В таких условиях предприниматель несет реальные потери.

Дефляционный риск — это риск того, что при росте дефляции происходит падение уровня цен, ухудшение экономических условий предпринимательства и снижение доходов.

Валютные риски представляют собой опасность валютных потерь, связанных с изменением курса одной иностранной валюты по отношению к другой при проведении внешнеэкономических, кредитных и других валютных операций.

Риски ликвидности — это риски, связанные с возможностью потерь при реализации ценных бумаг или других товаров

из-за изменения оценки их качества и потребительской стоимости.

Инвестиционные риски включают в себя следующие подвиды рисков:

- *риск упущенной выгоды;*
- *риск снижения доходности;*
- *риск прямых финансовых потерь.*

Риск упущенной выгоды — это риск наступления косвенного (побочного) финансового ущерба (неполученная прибыль) в результате неосуществления какого-либо мероприятия (например, страхование, хеджирование, инвестирование т.п.).

Риск снижения доходности может возникнуть в результате уменьшения размера процентов и дивидендов по портфельным инвестициям, по вкладам и кредитам.

Риск снижения доходности включает в себя следующие разновидности: *процентные риски и кредитные риски.*

К *процентным рискам* относится опасность потерь коммерческими банками, кредитными учреждениями, инвестиционными институтами, селинговыми компаниями в результате превышения процентных ставок, выплачиваемых ими по привлеченным средствам, над ставками по предоставленным кредитам. К процентным рискам относятся также риски потерь, которые могут понести инвесторы в связи с изменением дивидендов по акциям, процентных ставок на рынке по облигациям, сертификатам и другим ценным бумагам.

Рост рыночной ставки процента ведет к понижению курсовой стоимости ценных бумаг, особенно облигаций с фиксированным процентом. При повышении процента может начаться также массовый сброс ценных бумаг, эмитированных под более низкие фиксированные проценты и по условиям выпуска досрочно принимаемых обратно эмитентом.

Процентный риск несет инвестор, вложивший средства в среднесрочные и долгосрочные ценные бумаги с фиксированным процентом при текущем повышении среднерыночного процента в сравнении с фиксированным уровнем. Иными словами, инвестор мог бы получить прирост доходов за счет повышения процента, но не может высвободить свои средства на указанных выше условиях.

Процентный риск несет эмитент, выпускающий в обращение среднесрочные и долгосрочные ценные бумаги с фиксиро-

ванным процентом при текущем понижении среднерыночного процента в сравнении с фиксированным уровнем. Иначе говоря, эмитент мог бы привлекать средства с рынка под более низкий процент, но он уже связан сделанным им выпуском ценных бумаг.

Этот вид риска при быстром росте процентных ставок в условиях инфляции имеет значение и для краткосрочных бумаг.

Кредитный риск — опасность неуплаты заемщиком основного долга и процентов, причитающихся кредитору. К кредитному риску относится также риск такого события, при котором эмитент, выпустивший долговые ценные бумаги, окажется не в состоянии выплачивать проценты по ним или основную сумму долга.

Риски прямых финансовых потерь включают в себя следующие разновидности: *биржевой риск, селективный риск, риск банкротства.*

Биржевые риски представляют собой опасность потерь от биржевых сделок. К этим рискам относятся: риск неплатежа по коммерческим сделкам, риск неплатежа комиссионного вознаграждения брокерской фирмы и т.п.

Селективные риски это риски неправильного выбора способа вложения капитала, вида ценных бумаг для инвестирования в сравнении с другими видами ценных бумаг при формировании инвестиционного портфеля.

Риск банкротства представляет собой опасность в результате неправильного выбора способа вложения капитала, полной потери предпринимателем собственного капитала и неспособности его рассчитываться по взятым на себя обязательствам. В результате предприниматель становится банкротом.

Предприятия не функционируют полностью независимо, они работают в рамках той или иной отрасли, сферы бизнеса. Существуют *риски отраслевого характера,* присущие всем предприятиям данной отрасли. Знание и понимание отраслевых рисков значительно помогает в оценке риска на уровне предприятия. Отраслевой риск напрямую связан со степенью изменчивости в деятельности отрасли в экономическом и финансовом плане, в абсолютном смысле и по сравнению с другими отраслями. Чем больше изменчивость отрасли, тем выше риск, при этом следует учитывать:

♦ деятельность альтернативных отраслей за данный период времени, имеются ли расхождения в условиях деятельности, наибольшие и наименьшие отклонения результатов работы;

♦ деятельность отрасли по сравнению с экономикой в целом, динамика основных технико-экономических показателей (постоянство результатов внутри отрасли);

♦ однородность результатов деятельности по предприятиям отрасли, т.е. добились ли предприятия отрасли одинаковых успехов, или наблюдается широкое расхождение в результатах.

Учет этих обстоятельств позволяет проранжировать отрасли в порядке возрастания риска.

2.3. Количественное измерение риска

Для того чтобы выбрать наименее рискованную альтернативу, мы должны измерить степень риска, т.е. провести анализ риска, назначение которого заключается в получении необходимой информации о целесообразности выбора альтернативы и способах защиты от возможных потерь. Анализ рисков можно разделить на два взаимно дополняющих друг друга этапа.

Первым этапом анализа является качественный анализ, его главная задача определить внутренние и внешние источники, причины как увеличивающие, так и снижающие риск, при этом важно определить, какие источники преобладают, чтобы сосредоточить анализ на них; идентифицировать зоны риска хозяйственного решения; составить полный перечень рисков. На этапе качественного анализа осуществляют выделение зон риска.

Зоной (областью) риска будем называть некоторую зону общих потерь хозяйственного решения, в границах которой потери не превышают предельного значения установленного уровня риска.

Риск — угроза того, что предприниматель понесет потери в виде дополнительных расходов, сверх предусмотренных планом его действий, либо получит доходы ниже тех, на которые он рассчитывал. Таким образом, снижение величины предполагаемого дохода, так называемая упущенная выгода (П), также входит в категорию риска.

Риск — это вероятностная категория, и в этом смысле необходимо с научных позиций измерить его как вероятность возникновения определенного уровня потерь, т.е. для каждого абсолютного значения величины возможных потерь установить соответствующую вероятность такой потери. Понятие зоны риска как раз и вводится для построения кривой риска и определения потерь.

В абсолютном выражении риск может определяться величиной возможных убытков.

В относительном выражении риск определяется как величина убытков, отнесенная к некоторой базе.

В качестве базы наиболее часто принимают:

- размер уставного капитала предприятия;
- общие затраты ресурсов на данный вид финансовой деятельности;
- ожидаемый доход (прибыль) от предпринимательской деятельности.

Выбор той или иной базы не имеет принципиального значения, однако следует предпочтение отдать показателю, определяемому с более высокой степенью достоверности (обычно это размер уставного капитала).

Рассмотрим характеристику основных рисковых зон деятельности компании в рыночной экономике:

- *безрисковая зона* характеризуется отсутствием каких-либо потерь, теоретически прибыль предприятия, работающего в этой зоне, не ограничена, гарантировано получение как минимум расчетной прибыли, убытки отсутствуют.
- *зона минимального риска* характеризуется уровнем потерь, не превышающих размера чистой прибыли. В этой области предприятие рискует тем, что в результате своей деятельности в худшем случае оно не получит чистой прибыли, необходимой для расширенного воспроизводства, однако оно сможет рассчитаться по налогам, первоочередным платежам, уплатить проценты по кредитам. Предприятие не сможет выплатить дивиденды по выпущенным ценным бумагам, что означает отсутствие интереса собственника средств производства работать в этой зоне;
- *зона повышенного риска* — это зона, в пределах которой данный вид предпринимательской деятельности сохраняет свою экономическую целесообразность, т.е. в результате предприни-

Вторым этапом анализа выступает количественный анализ, с помощью которого необходимо определить размеры потерь убытков, результатов конкретных видов рисков, вероятность их наступления. Чтобы количественно определить величину риска, необходимо знать все возможные последствия отдельного действия и вероятность их возникновения.

На основе количественной оценки можно составить представление о соотношении риск-выгода альтернатив хозяйственного решения и выбрать наилучшее с точки зрения предпринимателя. С целью снижений рискованности избранной альтернативы следует разработать перечень мероприятий по «нейтрализации» рисков.

Количественной оценкой, критерием степени риска служит мера его учтенной неопределенности, вероятности достижения требуемого результата или отклонения от него.

Общий риск относится к конкретному финансовому активу, рассматриваемому изолированно; измеряется дисперсией возможных исходов относительно ожидаемой доходности этого актива.

Рыночный риск относится к конкретному финансовому активу как части инвестиционного портфеля и оценивается с учетом вклада этого актива в совокупный риск портфеля в целом. Цель — определить ожидаемую доходность, достаточную для компенсации данного уровня риска. Доходность и риск:

$$R = \frac{d + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}},$$

где d — дивиденд;

P_t, P_{t-1} — цена актива в конце и в начале срока владения.

$$R = \frac{100 + (1100 - 1000)}{1000} = 0{,}2.$$

Реальная доходность может отличаться от ожидаемой. Ожидаемая доходность:

$$\overline{R} = \sum_{i}^{n} R_i \times P_i$$

где R_i — доходность i-го вида актива;

P_i — вероятность i-й доходности;

n — число всех возможных вариантов доходности.

Таким образом, *ожидаемая доходность* представляет собой средневзвешенное значение ее возможных величин, а весовыми коэффициентами являются вероятности их наступления.

Среднее ожидаемое значение — это то значение величины события, которое связано с неопределенной ситуацией. Среднее ожидаемое значение является средневзвешенным для всех возможных результатов, где вероятность каждого результата используется в качестве частоты или веса соответствующего значения. Среднее ожидаемое значение измеряет результат, который мы ожидаем в среднем.

Риск инвестиции характеризуется изменчивостью доходности или *стандартным отклонением доходности*:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i}^{n} (R_i - \overline{R})^2 \times P_i}.$$

Пример расчета дисперсии (см. табл. 2.1).

Таблица 2.1

Возможная доходность (Ri)	Вероятность наступления (Pi)	Математическое ожидание доходности (Ri × Pi)	Расчет дисперсии $(R_i - \overline{R})^2 P_i$
0,3	0,3	0,09	0,01452
- 0,1	0,1	- 0,01	0,00361
- 0,2	0,3	- 0,06	0,02352
0,1	0,2	0,02	0,00008
0,4	0,1	0,04	0,01024
		$\overline{R} = 0{,}08$	0,05197

Вероятность наступления доходности ниже нуля 0,4 (0,1 + 0,3). Однако если сравнивать риски вариантов с различными объемами инвестиций, то они становятся несопоставимыми. Для этого рассчитывают коэффициент вариации, характеризующий риск на единицу ожидаемой доходности:

$$CV = \pm \frac{\sigma}{\overline{R}}.$$

Риск портфеля (рыночный риск). Портфель — это комбинация из двух и более видов ценных бумаг (активов). Доходность портфеля — средневзвешенное значение ожидаемых до-

ходностей составляющих его ценных бумаг с учетом весомости (вклада) каждой акции.

Ожидаемая доходность портфеля:

$$\overline{R}_p = \sum_i^n W_i \times \overline{R}_i .$$

Вместе с тем, если *ожидаемая доходность портфеля* — это средневзвешенная величина из доходностей составляющих его ценных бумаг, то стандартное отклонение не равно средневзвешенному значению стандартных отклонений составляющих его ценных бумаг. Необходимо учитывать взаимосвязь между доходностями ценных бумаг (ковариацию). Ковариация показывает степень связи между двумя переменными (доходностями ценных бумаг). Если две переменные изменяются в одном направлении, то имеет место положительная ковариация. Если две переменные изменяются в противоположном направлении, то отрицательная ковариация.

Для построения кривых вероятностей возникновения потерь могут использоваться *статистический, экспертный* и *расчетно-аналитический* методы.

Статистический способ состоит в том, что изучается статистика потерь, имевших место в аналогичных видах предпринимательской деятельности, устанавливается частота появления определенных уровней потерь. Если статистический массив достаточно представителен, то частоту возникновения данного уровня потерь можно в первом приближении приравнять к вероятности их возникновения и на этой основе построить кривую вероятностей потерь, которая и есть искомая кривая риска. При определении частоты возникновения некоторого уровня потерь путем деления числа соответствующих случаев на их общее число, следует включать в общее число случаев и те предпринимательские сделки, в которых потерь не было, а был выигрыш, т. е. превышение расчетной прибыли. Иначе показатели вероятностей потерь и угрозы риска окажутся завышенными.

Экспертный способ, известный под названием метода экспертных оценок, применительно к предпринимательскому риску может быть реализован путем обработки мнений опытных предпринимателей или специалистов. Экспертная оценка основана на опыте, знаниях специалистов, экспертов, привлекае-

мых для оценки риска. Это субъективный метод оценки риска, он основывается на личном опыте, суждениях оценивающих. Когда осуществляется экспертная оценка, то люди могут устанавливать разное ее значение для одного и того же события и делать каждый свой выбор. Важное место при этом занимает прием экспертной оценки, обработка его результатов и обоснование значения вероятности.

Первой задачей экспертной оценки является составление исчерпывающего перечня рисков. Второй задачей является определение удельного веса (значимости) каждого риска во всей их совокупности.

Оценки экспертов подвергаются анализу на непротиворечивость, при этом считается, что максимально допустимая разница оценок экспертов не должна превышать 50% (сравнение приводится по модулю). Это необходимо для устранения недопустимых различий в оценках экспертами вероятности рисков. В случае выявления противоречивости оценок на совещании экспертов проводится обсуждение оценок.

После определения вероятностей простых рисков (оценивается как среднеарифметическая оценок всех экспертов) возникает естественный вопрос об интегральной оценке составного и общего риска. Процедура интегральной оценки — процедура взвешивания экспертных оценок по их значимости. Для всего хозяйственного решения сумма весов (значимости) отдельных рисков должна составлять 1. В основе взвешивания лежат два утверждения.

Все простые риски могут быть проранжированы по степени важности (расставлены по приоритету, где риски первого приоритета имеют большее значение, чем риски последующих). Все риски с одним и тем же приоритетом имеют равные веса (если приоритеты заранее не расставлены, то общий риск есть просто сумма всех простых рисков, деленная на их общее число).

Расчетно-аналитический способ построения кривой распределения вероятностей потерь и оценки на этой основе показателей предпринимательского риска базируется на теоретических представлениях. Типичная кривая вероятностей получения прибыли (либо другого признака) от предпринимательской деятельности представлена на рис. 2.3. Она, как правило, будет

нормальной. Форма нормальной кривой определяется значениями математического ожидания (П) и среднеквадратического отклонения (σ).

Для построения кривой риска принимаются следующие допущения:

- вероятность получения прибыли большей или меньшей, по сравнению с расчетной тем ниже, чем больше она отличается от расчетной, т.е. значение вероятности отклонения монотонно убывает при увеличении отклонений от расчетной прибыли;
- наиболее вероятно получение прибыли, близкой к расчетной величине;
- потерей прибыли (ΔП) считают ее уменьшение по сравнению с расчетной величиной ($П_р$), $ΔП = П_р - П_i$;
- вероятность исключительно больших потерь[1] практически равна нулю, так как потери заведомо имеют верхний предел.

Принятые допущения в целом отражают общие закономерности изменения предпринимательского риска и базируются на гипотезе нормального распределения прибыли.

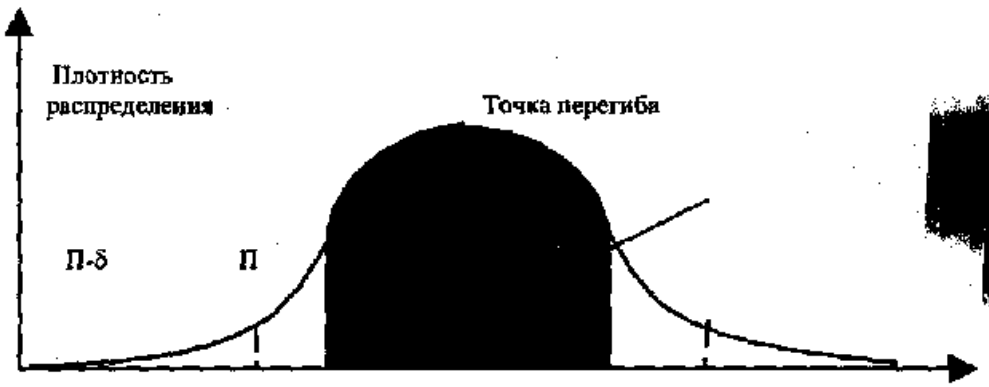


Рис. 2.3. Типичная кривая плотности распределения

Дисперсия и среднеквадратическое отклонение такого распределения обладают особыми свойствами. Так, приблизительно 65% всех возможных исходов лежат в диапазоне, ограни-

[1] В практических целях для определения этого понятия можно воспользоваться «правилом трех s», согласно которому большие потери, чем р − 3s, невероятны.

ченном средним значением плюс-минус одно стандартное отклонение; около 95% лежат в диапазоне плюс-минус два стандартных отклонения от математического ожидания; вероятность (P_i) того, что признак ($П_i$) примет какое-либо значение в интервале $П - \sigma \leq П_i \leq П + \sigma$, равна произведению значения плотности вероятности на его длину (на рис. 2.4 — площадь заштрихованной фигуры), а вероятность того, что $П_i$ примет значение, не попадающее в интервал $P_2 = 1 - P_1$. Практически вероятность определяется как отношение числа наблюдений, попадающих в интервал, к общему числу наблюдений.

Кривая риска, представляющая собой графическое изображение зависимости вероятности потерь от их размера, дает наиболее полное представление о риске. С ее помощью можно оценить, насколько вероятно возникновение тех или иных потерь в пределах некоторого интервала, который ранее был определен как зона риска.

2.4. Концепция риска и доходности

В управлении рисками необходимо ответить на вопрос, какая доходность необходима для компенсации определенной величины риска. Ответ на него дает модель оценки капитальных активов (Capital Asset Pricing Model, CAPM).

Модель оценки капитальных активов CAPM устанавливает связь между требуемой доходностью актива и риском данного актива. Она служит теоретической основой ряда различных методов, применяемых в инвестиционной практике. Для эффективного использования модели CAPM необходимо пойти на следующие допущения:

- ожидания инвесторов однородны, т.е. все они обладают одинаковой информацией;
- отсутствие трансакционных издержек, т.е. для инвесторов не существует препятствий для покупки активов;
- действия инвесторов рациональны и они стремятся избегать риска;
- долгосрочные стратегии не влияют на текущие цены;
- все инвесторы имеют возможность брать и давать деньги в долг по безрисковой ставке, что обеспечивает линейную зависимость между риском и доходностью;

◆ все активы совершенно ликвидны, т.е. всегда могут быть проданы на рынке по существующей цене;

◆ количество всех финансовых активов заранее определенно и фиксировано;

◆ не принимаются во внимание налоги.

Таким образом, модель оценки капитальных активов CAPM имеет следующий вид:

$$R = R_f + \beta \left(R_m - R_f\right),$$

где R — требуемая доходность акции. На рынке, находящемся в состоянии равновесия, требуемые значения доходности должны равняться ожидаемым;

R_f — доходность безрисковых активов «risk-free»;

R_m — требуемая доходность идеально диверсифицируемого рыночного портфеля (в качестве замены рыночного портфеля выступают рыночные индексы);

β — фактор систематического риска акции.

Основу модели CAPM составляют следующие основные элементы.

1. Оценка уровня доходности безрискового актива. Цель — найти самую нижнюю границу всего интервала возможных значений доходности, который существует в текущий момент на рынке ценных бумаг. Для этих целей обычно используются процентные ставки по долгосрочным обязательствам, так как между доходами по долгосрочным обязательствам и доходами по акциям существует достаточно тесная взаимосвязь. Безрисковая доходность является номинальной ставкой и состоит из двух элементов:

◆ реальной, безинфляционной доходности;

◆ инфляционной премии, равной ожидаемому темпу инфляции.

2. Оценка дохода по средним по степени рискованности ценным бумагам. Рыночная премия за риск представляет собой разницу между требуемой доходностью рыночного портфеля и безрисковой процентной ставкой.

3. Относительный риск, основанный на колебаниях доходов по конкретной ценной бумаге (бета-коэффициент).

Риск определяется как коэффициент корреляции между доходами по конкретной акции и по активам средней степени

риска. Обычно в практике финансового менеджмента значение β рассчитывают инвестиционные банки, консалтинговые компании и аналитические фирмы. Информационной базой для таких расчетов служат отчетные данные за несколько последних лет.

Однако наряду с четкой зависимостью доходности от риска модель CAPM имеет и недостатки. Среди них можно назвать:

- неполное соответствие теоретических расчетов практическим результатам;
- не учитывается зависимость рисков от соотношения собственного и заемного капитала, или финансовый леверидж;
- не учитываются сезонные колебания;
- невозможно использовать на рынках с маленькой историей (в новых отраслях или на развивающихся финансовых рынках);
- не учитывается премия за величину компании;
- недостоверность данные на рынках с небольшим количеством инструментов, в частности в России.

Реакцией на недостатки модели оценки капитальных активов стала модель арбитражного ценообразования. Арбитраж — это получение безрисковой прибыли за счет использования различных цен на одинаковые активы. На практике арбитраж обычно включает в себя продажу ценной бумаги по относительно высокой цене и одновременную покупку такой же бумаги по относительно низкой цене.

Основные отличительные черты APT:

- долгосрочная средняя доходность актива зависит от большого числа систематических влияний, то есть зависимость между риском и доходностью является многофакторной. APT позволяет сосредоточиться на нескольких существенных факторах, определяющих доходность большинства долгосрочных активов.
- APT также выделяется два вида рисков: систематический и несистематический. Как и в CAPM риски, не связанные с системными воздействиями, считаются поддающимися диверсификации, и потому не учитываются. Многофакторность позволяет отразить воздействие многих источников экономического риска. Каждая бета будет измерять чувствительность актива к соответствующему фактору бета. Наблюдения показывают, что:

- при множестве β процент изменений, объясняемый риском, специфичным для компании уменьшается. Причина — β–модели АРТ способны объяснить некоторые риски, которые не находят объяснения в модели АРТ.
- уменьшается и процент рыночного риска. Причина — дополнительные риски влияют и на сам индекс, т.е. β–модели АРТ объясняют некоторые риски, которые в модели САРМ покрывались единой β.

$$\bar{R} = R_f + \beta_1 (R_1 - R_f) + \beta_2 (R_2 - R_f) + \ldots\ldots + \beta_n (R_n - R_f).$$

Таким образом, ожидаемая доходность актива равна сумме безрискового процента и чувствительности актива к каждому фактору, умноженной на премию за риск по этому фактору. Наиболее часто в последнее время рассматривается пятифакторная модель.

Преимущества арбитражной модели заключаются в том что:

во-первых, в модели теоретически предпринята попытка доказать, что на доходность акции, помимо риска, влияют некоторые другие факторы,

во-вторых, нет необходимости искать интегрированный портфель и единый индекс.

Недостатки арбитражной модели состоят в том что:

во-первых, нет критерия для разграничения систематических и несистематических рисков и, следовательно, трудно рассчитывать систематические риски,

во-вторых, перечень рисков вообще может быть неограничен.

На практике при использовании арбитражной модели выделяются обычно четыре основных фактора систематического риска:

- уровень выпуска промышленной продукции;
- темп инфляции;
- спрэд между доходностью долгосрочных государственных долговых инструментов и краткосрочных государственных долговых инструментов;
- спрэд между доходностью высокорискованных и низкорискованных инструментов.

Необходимо отметить, что модель арбитражного ценообразования позволяет более точно определять влияние различ-

ных факторов на изменение ожидаемой доходности и, соответственно, ставки дисконтирования. С другой стороны, сложности расчета в модели арбитражного ценообразования ограничивают ее практическое применение в странах с недостаточно развитой финансовой системой.

2.5. Способы снижения риска

Снижение риска — это сокращение вероятности наступления рискового события и объема возможных потерь. При выборе способа управления риском следует рассчитать максимально возможный убыток по данному виду риска, сопоставить его с объемом капитала, подвергаемого данному риску и затем сравнить весь возможный убыток с общим объемом собственных финансовых ресурсов.

Важной составляющей стратегии управления рисками является выбор способа снижения риска. В настоящее время используются следующие способы снижения рисков.

Упразднение (отказ от участия) заключается в отказе от совершения рискового мероприятия, хотя при этом упраздняется и возможность получения прибыли.

Решение об отказе от риска может быть принято как на предварительной стадии, так и позднее, путем отказа от какого-либо вида деятельности, в котором предприниматель уже участвует, если риск окажется больше предполагаемого. Большинство решений об избежании риска принимается на стадии принятия решения, так как отказ от деятельности, в которой предприниматель уже участвует, часто влечет значительные потери (штрафы, пени, неустойку) в связи с контрактными обязательствами. Избежание риска является наиболее простым и радикальным способом защиты, оно позволяет полностью исключить возможные потери и неопределенность, но не позволяет и получить прибыль, связанную с рисковой деятельностью. Следовательно, этот способ снижения рисков самый неэффективный. При использовании данного способа следует учитывать следующие моменты:

- избежание рисков может быть просто невозможно, в частности, это касается рисков гражданской ответственности;

♦ избежание одного вида риска может привести к возникновению других;

♦ возможный объем прибыли от участия в определенном деле может значительно превышать возможные потери в рисковой ситуации, связанной с этим делом.

Наиболее эффективным способом избежать негативных последствий или снизить их уровень — напрямую воздействовать на управляемые факторы риска. Действительно, прежде чем обращаться за помощью в другие организации, предприниматель должен использовать все возможные внутрифирменные источники снижения риска:

♦ проверить предлагаемых партнеров по бизнесу;

♦ грамотно составить контракты;

♦ прогнозировать деятельность (грамотно составить бизнес-план);

♦ тщательно подбирать персонал фирмы.

В первую очередь при заключении любой сделки (для снижения риска по хозяйственным контрактам) предпринимателю необходимо проверить предполагаемого партнера. Если есть возможность узнать об интересующей предпринимателя фирме от ее работников, обслуживающего фирму банка, других партнеров, то предприниматель может самостоятельно проанализировать информацию.

Например, как известно, в США такой анализ базируется на правиле *пяти «С»*:

1. Характер *(character)* — имидж, личность партнера, его репутация в деловом мире, ответственность и готовность выполнить взятое обязательство.

2. Финансовые возможности *(capacity)* — способность возместить ссуду (потери) за счет текущих денежных поступлений или продажи активов.

3. Имущество *(capital)* — величина и структура уставного капитала (доля заемных средств).

4. Обеспечение *(collateral)* — виды и стоимость активов, предлагаемых в качестве залога, гарантий и т.д.

5. Общие условия *(conditions)* — состояние экономической конъюнктуры и другие внешние факторы.

В том случае, если предполагаемый партнер устраивает предпринимателя, перед ним стоит задача — заключить кон-

тракт таким образом, чтобы снизить все возможные для фирмы риски, связанные с несоблюдением обязательств по контракту. С этой целью рекомендуется:

- составить протокол о намерениях, где оговаривается срок, в течение которого обе стороны могут внести изменения в контракт;
- указать в протоколе о намерениях размер материальной ответственности сторон в случае отказа от подписания контракта;
- оговорить вступление контракта в силу не с момента его подписания, а с момента согласования;
- указать в контракте условия рассмотрения споров;
- ввести в контракт систему штрафных санкций за каждое взятое обязательство, условия взыскания неустойки за время невыполнения обязательств;
- четко сформулировать форсмажорные обстоятельства.

Разделение рисков, как правило, осуществляется за счет разделения активов предприятия. Суть его заключается в сокращении максимально возможных потерь за одно рисковое событие, но при этом одновременно растет число случаев риска, которые нужно контролировать.

Активы могут быть разделены путем физического разделения самих активов (например, путем хранения свободных денежных средств в различных банках или хранения взрывоопасных веществ в небольших количествах по разным помещениям) или путем разделения активов по собственности (например, путем оформления раздельных прав на имущество предприятия, собственность может записываться на разных людей, трастовые фирмы, специально созданные для этих целей).

Под *объединением риска* понимается способ снижения риска, при котором возможный риск делится между несколькими субъектами экономики. Объединение или комбинация также делает потери более предсказуемыми, так как возрастает число единиц, подверженных риску и находящихся под контролем одной фирмы.

Комбинация рисков может происходить путем внутреннего роста, например, при увеличении числа единиц оборудования предприятия; путем слияния нескольких фирм, так как новая фирма будет иметь больше активов, чем разрозненные.

Таким образом, объединяя усилия по разрешению ситуации риска, несколько предприятий могут разделить между собой как возможную прибыль, так и убытки от совместной деятельности. Обычно поиски партнера проводят среди тех фирм, которые располагают информацией о состоянии рынка, дополнительными, временно свободными факторами производства. В России накоплен уже достаточный опыт создания совместных предприятий, где зарубежные партнеры обладают техническими и рыночными возможностями внедрения технологий, товара и т.д. Данный способ минимизации рисков не избавляет, а только способствует снижению уровня риска для конкретного предпринимателя. Естественно, главная трудность реализации этого способа — поиск партнера, согласного разделить с Вами риски.

Диверсификация представляет собой процесс распределения капитала между различными активами, цена или доходность которых имеют слабую корреляцию между собой. В результате диверсификации снижается размер максимально возможных потерь за одно событие, однако при этом возрастает количество видов риска, которые необходимо контролировать. Диверсификация позволяет избежать части риска при распределении капитала между разнообразными видами деятельности.

Например, приобретение инвестором акций нескольких акционерных компаний вместо акций одного акционерного общества увеличивает вероятность получения среднего дохода в несколько раз и соответственно снижает степень риска. В таком случае, если в результате непредвиденных событий, один вид деятельности будет убыточен, другие все же будут приносить прибыль. Предприятие это спасет от банкротства и позволит продолжить функционировать.

Диверсификация, основанная на положительной корреляции[1], получила наименование *концентрической диверсификации* — это пополнение ассортимента товарами, видами деятельности, похожими на уже существующие. Диверсификация, основанная на отрицательной корреляции — *горизонтальная*, — представляет собой пополнение ассортимента товарами, не похожими на производимые, но интересными для потребителей.

[1] Если среднее значение какого-либо признака изменяется в одном направлении с изменением другого признака — корреляция положительная; если же эти изменения разнонаправленные, говорят об отрицательной корреляции.

Необходимо отметить, что метод диверсификации позволяет снижать производственные, коммерческие, инвестиционные риски. Инвестиционные риски снижают путем формирования «инвестиционного портфеля», в который входят ценные бумаги, имеющие альтернативные цели:

- получение высокого дохода (сюда относят высокорискованные ценные бумаги, способные принести высокие проценты при удачном развитии ситуации);
- сохранение активов от инфляции (ценные бумаги высокой ликвидности, выпущенные крупными корпорациями или государством, с заранее ожидаемым стабильным, хотя и не высоким доходом);
- обеспечение прироста капитала за счет роста рыночной цены ценных бумаг (ценные бумаги высокой ликвидности, дающие шанс заработать на их перепродаже).

При умелом подборе вышеназванных компонентов инвестиционного портфеля происходит «усреднение» риска и результата путем диверсификации.

Однако не любой риск поддается уменьшению с помощью диверсификации. Дело в том, что на предпринимательство оказывают влияние многочисленные макроэкономические процессы, такие как ожидание кризиса или подъема, движение ставки банковского процента, курсы валют и т.д. Риски, обусловленные этими процессами, называются недиверсифицированными. Кроме того, на практике диверсификация может не только уменьшать, но и увеличивать риск. Увеличение риска происходит, например, если предприниматель вкладывает средства в область деятельности, в которой его знания и управленческие способности ограничены. Поэтому важно удержаться от соблазна поддержания неудачного бизнеса за счет прибыли, получаемой от других видов деятельности, так как подобная практика может привести к тому, что вся прибыль будет истрачена на убыточную сферу.

На практике инвестиционный портфель складывается постепенно, в процессе покупки инвестором тех финансовых активов, которые в наибольшей степени отвечают его целям. Существуют математические модели формирования портфелей, наиболее известные из них модель Марковица и производная от нее модель Шарпа. Эти модели имеют ряд существенных ограничений.

Основные допущения в моделях оценки рисков:

- модели применимы только для крупных портфелей, т.е. таких стоимость которых намного выше стоимости любого актива, входящего в них;
- созданы в основном применительно к акциям;
- учитывается только вариационный риск, причем считается, что по каждой акции его можно априорно оценить;
- модели основываются на гипотезе эффективного рынка.

Поглощение состоит в признании ущерба и отказе от его страхования. К поглощению прибегают, когда сумма предполагаемого ущерба незначительна и ею можно пренебречь.

Лимитирование — это установление предельных сумм расходов, продаж, кредита, вложения капитала. Лимитирование является важным способом снижения риска и применяется банками при выдаче ссуд, при заключении договора на овердрафт и т.д. Фирмами он применяется при продаже товаров в кредит, определении сумм вложения капитала и т.д.

Для этого необходимо определить лимитную схему и установить в ее рамках лимиты. Лимитная схема ставит в соответствие каждому виду риска определенный вид лимита. При использовании рейтингов кредитоспособности процесс установления лимитов значительно упрощается. Достаточно установить шкалу соответствия значений рейтингов и сумм лимитов. Лимит на основе рейтинга ограничивает максимальный размер допустимого риска при операциях с данным контрагентом. В качестве примера можно привести следующую шкалу (табл. 2.2).

Таблица 2.2

Рейтинг фирм — покупателей товаров

Рейтинг фирмы-покупателя	Обьем продаж фирмы-покупателя	Кредитный лимит при поставке товаров
A	Более 10 млн руб. в год	3 млн. руб.
B	От 5 млн. руб. до 10 млн руб.	2 млн. руб.
C	От 1 млн. руб. до 5 млн. руб.	1млн. руб.

Следующий способ минимизации предпринимательского риска — его передача, *трансфер*. Существует два способа транс-

фера риска: первый — через *организационную форму бизнеса*; второй — это передача риска через *заключение контрактов*.

Передача риска через *организационную форму бизнеса* предусматривает разделение риска между участниками, например, в рамках акционерного общества, товарищества или каких-то форм объединения субъектов бизнеса — картели, пула, союза, консорциума, корпорации и т.д. В зависимости от целей, задач, масштаба деятельности должна подбираться такая организационная форма бизнеса, которая способна дать больше преимуществ и сгладить ее недостатки.

Передача рисков производится путем заключения следующих типов контрактов.

Аренда (лизинг) — широко распространенный метод трансфера риска. Часть рисков, связанных с арендованным имуществом, остается у собственника полностью (например, риск физического повреждения имущества, риск увеличения налога на собственность) или частично (например, риск снижения коммерческой ценности объекта лежит на арендаторе лишь в пределах срока аренды). Однако весомая часть рисков может быть передана путем специальных оговорок в договоре аренды. Согласно Гражданскому кодексу РФ к арендатору полностью переходит риск случайной гибели и случайной порчи арендованного имущества. Арендодатель, передавая имущество в аренду, может гарантировать себе постоянный доход на определенный срок. Но на длительный срок аренды возрастает риск для арендатора и арендодателя, так как трудно прогнозировать изменение коммерческой ценности арендуемого имущества и размера арендной платы. Возможное решение, снижающее риск собственника имущества в этом случае, — установление фиксированной ренты (в % к доходу арендатора, но не ниже фиксированной суммы).

Контракт-поручительство. В подобных контрактах фигурируют всего три стороны: первая — поручитель, вторая — принципал, третья — кредитор. Поручитель дает гарантии кредитору, что долг принципала будет возвращен вне зависимости от успеха или неудачи деятельности принципала, принципал, в свою очередь, также обязуется возвратить долг, но доля риска, которую в случае неудачи принципал не сможет покрыть собственными средствами, переносится на пору-

чителя. Кредитор с помощью такого контракта передает риск невозврата кредита и связанные с этим потери поручителю. Выгода принципала заключается в том, что он получает контракт с кредитором, который не состоялся бы без поручительства.

Подрядный контракт. При заключении подобного контракта все риски, связанные с выполнением предмета подряда (*строительство, услуги*), берет на себя подрядчик. К рискам, с которыми сталкивается подрядчик, относят: риски увеличения стоимости выполнения работ, сбои в поставках материально-технических ресурсов, плохие погодные условия, хищения и т.д. В контракте оговариваются штрафные санкции за несвоевременное завершение работ. Все риски, связанные с предметом контракта, до момента завершения работ и сдачи его заказчику в соответствии с Гражданским кодексом РФ, несет подрядчик, за исключением случаев, когда объект поврежден вследствие недоброкачественности предоставленных заказчиком материалов либо исполнения ошибочных указаний заказчика.

Договор факторинга (финансирование под уступку денежного требования). В данных договорах осуществляется передача кредитного риска. В факторинговых операциях участвуют: фактор-посредник (коммерческий банк или иные кредитные организации, имеющие лицензию на осуществление деятельности такого вида), предприятие-поставщик, предприятие-покупатель. Факторинг позволяет предпринимательской фирме, передающей свои долговые обязательства посреднику, получить стопроцентную гарантию на получение всех платежей, уменьшая, таким образом, кредитный риск предприятия.

Хеджирование используется в банковской, биржевой и коммерческой практике для обозначения различных методов страхования рисков повышения цен на товары, курсов ценных бумаг или валюты. Под хеджированием понимается страхование рисков от неблагоприятных изменений цен на товары по контрактам и коммерческим операциям, предусматривающим поставки (*продажи*) товаров в будущих периодах.

В зависимости от формы организации торговли все инструменты хеджирования можно разделить на биржевые и внебиржевые.

Биржевые инструменты хеджирования — это товарные фьючерсы и опционы на них. Торговля этими инструментами производится на биржах.

Достоинства данного метода хеджирования:

- высокая ликвидность рынка (позиция может быть открыта и ликвидирована в любой момент);
- высокая надежность — контрагентом по каждой сделке выступает расчетная палата биржи;
- сравнительно низкие накладные расходы на совершение сделки;
- доступность (с помощью средств телекоммуникации торговля на большинстве бирж может вестись из любой точки планет).

Недостатком являются весьма жесткие ограничения на тип товара, размеры партии, условия и срок поставки.

Внебиржевые инструменты хеджирования — это форвардные контракты и товарные свопы. Сделки этих типов заключаются или напрямую между контрагентами, или при посредничестве дилера.

Достоинством данного метода хеджирования является то, что в максимальной степени учитываются требования конкретного клиента относительно типа товара, размера партии и условий поставки.

Недостатками являются:

- низкая ликвидность (расторжение ранее заключенной сделки сопряжено со значительными материальными издержками);
- относительно высокие накладные расходы;
- существенные ограничения на минимальный размер партии;
- сложность поиска контрагента;
- риск невыполнения сторонами своих обязательств (при заключении прямых сделок между продавцом и покупателем).

Существуют две операции хеджирования: хеджирование на повышение и хеджирование на понижение.

Хеджирование на повышение (хеджирование покупкой) представляет собой биржевую операцию по покупке срочных контрактов или опционов. Хедж на повышение применяется, когда необходимо застраховаться от возможного повышения цен

(курсов) в будущем. Он позволяет установить покупную цену раньше, чем был приобретен реальный товар. Предположим, что через 3 месяца цена на товар возрастет, а товар будет нужен именно через 3 месяца. Для компенсации потерь от предполагаемого роста цен необходимо купить сейчас по сегодняшней цене срочный контракт, связанный с этим товаром, и продать его через 3 месяца, когда будет приобретаться этот товар. Купленный контракт можно продать дороже примерно на столько же, насколько возрастет цена товара. Таким образом, хеджер страхует себя от возможного повышения цен в будущем.

Хеджирование на понижение (хеджирование продажей) представляет собой биржевую операцию по продаже срочных контрактов или опционов. Хеджер продает на бирже срочный контракт, страхуя себя от возможного снижения цен в будущем. Предположим, что цена товара (курс валюты, ценных бумаг) через 3 месяца снизится, а товар нужно будет продавать через 3 месяца. Для компенсации потерь от снижения цены хеджер продает срочный контракт сегодня по высокой цене, а при продаже своего товара через 3 месяца, когда цена на него упала, покупает такой же срочный контракт по снизившейся (почти на столько же) цене. Таким образом, хедж на понижение применяется в тех случаях, когда товар необходимо продать позднее.

Хеджер стремится снизить риск, вызванный неопределенностью цен на рынке, с помощью покупки или продажи срочных контрактов. Это дает возможность зафиксировать цену и сделать доходы или расходы более предсказуемыми. При этом риск, связанный с хеджированием, не исчезает. Его берут на себя спекулянты на рынке срочных контрактов. Они выполняют функции регулирования цен.

При покупке срочных контрактов на бирже спекулянт вносит гарантийный взнос, которым и определяется величина его риска. Если цена товара (курс валюты, ценной бумаги) снизилась, то спекулянт, купивший ранее контракт, теряет сумму, равную гарантийному взносу. Если цена товара возросла, то спекулянт возвращает себе сумму, равную гарантийному взносу, и получает дополнительный доход от разницы в ценах товара и купленного товара.

Договор франчайзинга. Суть договора сводится к соглашению, при котором производитель продукта (услуги), защищенной торговой маркой, дает кому-либо право на распространение своего продукта в обмен на получение платежей роялти. Начиная новый бизнес, предприниматель часто не уверен, что это увенчается успехом, с помощью же франчайзинга он получит соответствующую подготовку и поддержку, следовательно, существенно снизит производственные, коммерческие риски. Этот договор позволяет новичку начать собственный бизнес, пользуясь опытом, знаниями, поддержкой опытного предпринимателя. Продавец франшизы получает выгоды от широкого и быстрого расширения бизнеса, не прибегая к кредитам и серьезно не рискуя.

В последнее время с развитием рыночных отношений появляются новые формы контрактов: контракт на хранение, перевозку, охрану груза; контракты продажи, обслуживания, снабжения; опционы, срочные контракты и другие. В мировой практике применяется и множество других весьма эффективных и оригинальных способов трансфера риска. Так, при дорогостоящих наукоемких разработках практикуется перевод части риска на так называемые венчурные компании, инновационные банки, количество которых росло быстрыми темпами в США, Западной Европе в 60—80-е гг. XX в., в России они стали появляться только в 90-х гг.

Однако трансфер риска не всегда может использоваться как эффективный способ минимизации предпринимательского риска. Трансфери может не иметь достаточных средств для покрытия потерь трансфера, а также эффективных рычагов для снижения уровня риска. Поэтому при передаче риска следует учитывать:

- распределение риска между трансфером и трансфери должно быть четким и недвусмысленным;
- трансфери должен иметь возможность быстро выполнить все принятые на себя обязательства;
- трансфери должен иметь значительные полномочия для сокращения и контроля за риском и наилучшим образом использовать эти полномочия;
- решение о трансфере должно приниматься на основе критерия эффективности (как недорогой или более прибыльный

способ) в сравнении с аналогичными по надежности способами снижения риска;

♦ риск должен передаваться по цене, одинаково привлекательной для обеих сторон.

Сущность страхования заключается в том, что инвестор ради снижения риска готов отказаться от части дохода. Для страхования характерны целевое назначение создаваемого денежного фонда, расходование его ресурсов лишь на покрытие потерь в заранее оговоренных случаях, вероятностный характер отношений, возвратность средств. *Страхование* как метод управления риском означает два вида действий: перераспределение средств среди группы предпринимателей, подвергшихся однотипному риску (самострахование), или обращение за помощью к страховой фирме. Крупные фирмы обычно прибегают к самострахованию, т.е. процессу, при котором организация, часто подвергающиеся однотипному риску, заранее откладывает средства, из которых покрывает убытки. Это позволяет избежать дорогостоящей сделки со страховой фирмой.

Создание резерва на покрытие непредвиденных расходов представляет собой один из способов управления рисками, предусматривающих установление соотношения между потенциальными рисками, влияющими на стоимость активов, и величиной средств, необходимых для ликвидации последствий проявления рисков. Страхование или резервирование не ставят своей целью уменьшение вероятности проявления рисков, а нацелены преимущественно на возмещение возможного материального ущерба.

Все риски компании с точки зрения страхования можно разделить на две большие группы: страхуемые и нестрахуемые. Предприниматель может частично переложить риск на другие субъекты экономики, в частности обезопасить себя, осуществив определенные затраты в виде страховых взносов. Таким образом, некоторые виды риска, такие как риск гибели имущества, риск возникновения пожара, аварий и др., предприниматель может застраховать.

В зависимости от источника опасности страховые риски подразделяются на две группы:

♦ риски, связанные с проявлением стихийных сил природы (погодные условия, землетрясения, наводнения и др.);

◆ риски, связанные с целенаправленными действиями человека.

К рискам, которые целесообразно страховать, относятся:

◆ вероятные потери в результате пожаров и других стихийных бедствий;

◆ вероятные потери в результате автомобильных аварий;

◆ вероятные потери в результате порчи или уничтожения продукции при транспортировке;

◆ вероятные потери в результате ошибок сотрудников фирмы;

◆ вероятные потери в результате невыполнения обязательств субподрядчиками;

◆ вероятные потери в результате приостановки деловой активности фирмы;

◆ вероятные потери в результате возможной смерти или заболевания руководителя или ведущего сотрудника фирмы.

Однако существует группа рисков, которые не берутся страховать страховые компании, но при этом именно взятие на себя нестрахуемого риска является потенциальным источником прибыли предпринимателя. Но если потери в результате страхового риска покрываются за счет выплат страховых компании, то потери в результате нестрахуемого риска возмещаются из собственных средств предпринимательской фирмы. Основными внутренними источниками покрытия риска являются: собственный капитал фирмы, а также специально созданные резервные фонды. Кроме внутренних, есть еще и внешние источники покрытия вероятных потерь, например, за дочерние банки отвечает материнский банк.

Самострахование связано с образованием специального резервного фонда на предприятиях (на уровне объединений, отраслей) и покрытием убытков за счет этих резервов. Основная задача самострахования заключается в оперативном преодолении временных затруднений в финансово-хозяйственной деятельности (покрытие непредвиденных расходов, расходов по ликвидации предприятия, выплату процентов по облигациям и дивидендов по привилегированным акциям в случае нехватки прибыли). Такие резервные фонды создаются за счет прибыли. Кроме того, акционерные общества зачисляют в них также эмиссионный доход, т.е. разницу между продажной и номинальной ценой акций.

Самострахование целесообразно, когда стоимость страхуемого имущества относительно невелика по сравнению с имущественными и финансовыми параметрами всего бизнеса. Действительно, крупному предпринимателю нецелесообразно через страховую организацию страховать от пожара недорогое оборудование, установленное в небольшом арендованном помещении. Самострахование имеет также смысл тогда, когда вероятность убытков мала или когда компания владеет большим количеством однотипных единиц имущества. Так, самострахование практикуют крупные судоходные компании, так как потеря одного крупного судна в год, выгодна чем выплата страховок за все суда. Однако децентрализованные фонды риска должны не предназначены для компенсации значительных потерь, возникающих вследствие внезапных, случайных событий, не зависящих от сознательной, целенаправленной деятельности людей.

Для этих целей применяется собственно страхование. Оно представляет собой отношения по защите имущественных интересов физических и юридических лиц при наступлении определенных событий за счет централизованных денежных фондов, формируемых из уплачиваемых страховых взносов. Сущность страхования заключается в распределении ущерба между всеми участниками страхования — это своего рода кооперация по борьбе с последствиями страхового случая. Для возмещения ущерба за счет взносов страхователей формируется страховой фонд, находящийся в оперативно-организационном управлении у страховщика.

К сожалению, на российском рынке страховых услуг предложение пока ограничено в связи с высокой вероятностью возникновения ущерба по многим страховым событиям. В ряде случаев риски не принимаются к страхованию из-за высокой вероятности наступления риска либо невозможности дать обоснованную оценку потерь. Сложности использования данного метода связаны также с определением премии, запрашиваемой страховщиком за принятие на себя риска, она нередко превышает ту цену, которую страхователь полагает разумной.

Страхуемый вид риска наиболее характерен для таких чрезвычайных ситуаций, когда существует статистическая закономерность возникновения рисков; как правило, страхуется иму-

щество от стихийных бедствий, транспорт от аварий, стоимость груза, риск невозврата кредита, ответственность товаропроизводителя.

Контрольные вопросы и задания

1. Дайте понятие риска и укажите факторы, его определяющие.
2. Каковы основные функции риска?
3. Какова связь между риском и прибылью?
4. Дайте классификацию видов риска по различным признакам.
5. Что такое систематический риск?
6. Каковы основные рисковые зоны деятельности предприятий в рыночной экономике?
7. Как определяется математическое ожидание какого-либо события?
8. В чем заключаются объективный и субъективный методы определения вероятности?
9. Что такое общий и рыночный риск?
10. Как определить ожидаемую доходность, достаточную для компенсации данного уровня риска?
11. Каковы количественные показатели оценки риска?
12. Какие допущения необходимы для построения кривой риска?
13. Какую взаимосвязь показывает модель CAPM?
14. В чем недостатки модели CAPM?
15. Что показывает коэффициент β?
16. Каковы отличительные черты модели арбитражного ценообразования?
17. Каковы недостатки применения упразднения риска?
18. Какие способы трансфера риска через организационную форму бизнеса вы знаете?
19. Какие способы трансфера риска через заключение контрактов вы знаете?
20. Какие виды хеджирования вы знаете?
21. Какие вы знаете биржевые инструменты хеджирования?

22. Какие вы знаете внебиржевые инструменты хеджирования?

23. В чем проявляется сущность страхования?

24. В каких случаях целесообразно самострахование?

25. Для каких случаев наиболее характерны страхуемые виды риска?

26. Что ограничивает предложение страховых услуг на российском рынке?

Задача 1. Фирма «Кавасаки» имеет следующие данные относительно доходности потенциального проекта и рынка в целом.

Состояние экономики	Вероятность	Доходность, %	
		рынок	проект
Глубокий спад	0,05	–20	–30
Умеренный спад	0,25	10	5
Среднее состояние	0.35	15	20
Умеренное оживление	0,20	20	25
Быстрый подъем	0,15	25	30

По предварительным оценкам безрисковая доходность составила 8%. Ответьте на следующие вопросы.

1. Какова ожидаемая доходность проекта и на рынке в среднем?

2. Чему равно значение β для проекта и рынка?

3. Какова требуемая доходность проекта и рынка?

4. Следует ли принять проект?

Задача 2. Компания рассматривает два возможных инвестиционных проекта на следующий год со следующими характеристиками.

Вероятность	Прогнозируемая доходность в %	
	A	B
0,15	–10	15
0,20	5	10
0,30	10	5
0,35	20	0

Определите ожидаемую доходность, стандартное отклонение и коэффициент вариации для каждого проекта. Какой проект вы выберете?

Задача 3. Известно, что в данный момент времени на финансовых рынках сложилась следующая ситуация: доходность государственных облигаций составляет 6%, а средняя рыночная доходность — 9%. Предположим, что Вы склонны к риску и Ваша цель сформировать наиболее доходный портфель активов, состоящий из акций трех видов. При этом у акций вида «А» коэффициент $\beta = 1$, у акций вида В и С коэффициент β равен 0,5 и 2,0 соответственно. Кроме того, удельный вес каждой из ценных бумаг в портфеле должен составлять не менее 0,2 каждый. Рассчитайте доходность портфеля, сформированного на подобных условиях.



ГЛАВА 3
СТРУКТУРА КАПИТАЛА И ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА КОМПАНИИ

3.1. Структура капитала. Управление собственным капиталом

Для того чтобы принимать правильные решения относительно управления структурой капитала, необходимо знать, какие возможные варианты существуют. Поэтому необходимо изучить возможные источники финансирования деятельности акционерной компании.

Для того чтобы определить общую стоимость капитала, необходимо сначала оценить величину каждой его компоненты. Обычно капитал компании состоит из собственного и заемного капитала.

Собственный капитал включает в себя:

- обыкновенные акции по текущей рыночной цене;
- привилегированные акции по текущей рыночной цене;
- внутренние источники средств (нераспределенная прибыль компании, амортизационные отчисления, отчисления в фонды предприятий).

Заемный капитал включает в себя:

- долгосрочные займы;
- краткосрочную задолженность;
- выпуск облигаций.

Рассматривая предприятия государственной формы собственности, работающие в рыночных условиях, мы выделяем две компоненты:

- собственный капитал в виде накопленной нераспределенной прибыли;

- Заемный капитал в виде долгосрочных банковских кредитов.

Средняя стоимость капитала представляет собой среднюю посленалоговую «цену», в которую предприятию обходятся собственные и заемные источники финансирования.

Обычно считается, что затраты на капитал — это альтернативная стоимость, иначе говоря, доход, который ожидают получить инвесторы от альтернативных возможностей вложения капитала при неизменной величине риска. В самом деле, если компания хочет получить средства, то она должна обеспечить доход на них, как минимум, равный величине дохода, которую могут принести инвесторам альтернативные возможности вложения капитала.

Основная область применения стоимости капитала — оценка экономической эффективности инвестиций. Ставка дисконта, которая используется в методах оценки эффективности инвестиций, — это и есть стоимость капитала, который вкладывается в предприятие.

Почему именно затраты на капитал служат ставкой дисконтирования? Напомним, что ставка дисконта — это процентная ставка отдачи, которую предприятие предполагает получить на заработанные в процессе реализации проекта деньги. Поскольку проект разворачивается в течение нескольких будущих лет, предприятие не имеет твердой уверенности в том, что оно найдет эффективный способ вложения заработанных денег. Но оно может вложить эти деньги в свой собственный бизнес и получить отдачу, как минимум равную стоимости капитала. Таким образом, стоимость капитала предприятия — это минимальная норма прибыльности при вложении заработанных в ходе реализации проекта денег.

На стоимость капитала оказывают влияние следующие факторы:

- уровень доходности других инвестиций;
- уровень риска данного капитального вложения;
- источники финансирования.

Рассмотрим каждый из факторов в отдельности. Поскольку стоимость капитала — это альтернативная стоимость, т. е. доход, который ожидают получить инвесторы от альтернативных возможностей вложения капитала при неизменной величине рис-

ка, стоимость данного капитального вложения зависит от текущего уровня процентных ставок на рынке ценных бумаг (облигаций и акций). Если предприятие предлагает вложить инвесторам капитал в более рискованное дело, то им должен быть обеспечен более высокий уровень доходности.

Кроме этих факторов, на стоимость капитала оказывает влияние то, какие источники финансирования имеются у предприятия. Процентные платежи по заемным источникам рассматриваются как валовые издержки (т. е. входят в себестоимость) и потому делают долговые источники финансирования более выгодными для предприятия. Но в то же время использование заемных источников более рискованно для предприятий, так как процентные платежи и погашение основной части долга необходимо производить вне зависимости от результатов реализации инвестиционного проекта. Стремясь снизить риск, предприятие увеличивает долю собственных привлеченных средств (производит дополнительную эмиссию акций).

Стоимость собственного капитала — это денежный доход, который хотят получить держатели обыкновенных акций. Обыкновенные акции играют решающую роль в формировании финансовых ресурсов компании. Их доля в уставном капитале не может быть меньше 75%. В большинстве акционерных обществ эта доля выше, так как, приобретая обыкновенную акцию, инвестор делает бессрочный вклад в уставной капитал, т.е. акционерное общество может свободно распоряжаться этим капиталом без опасения, что часть капитала придется вернуть по запросу акционеров. Акционерное общество может дополнительно выпускать акции только в пределах их объявленного числа с целью привлечения необходимых ресурсов для развития, модернизации и расширения производства, а не на покрытие понесенных убытков.

Главным преимуществом акционерного общества по сравнению с другими хозяйствующими субъектами является использование механизма эмиссии акций, что позволяет, с одной стороны, быстро сконцентрировать значительные финансовые ресурсы для реализации крупных инвестиционных проектов, а с другой стороны, не связывать себя лишними обязательствами в виде займов и кредитов. Инвесторы рискуют лишь в пределах своей доли в уставном капитале при ухудшении финансового состояния эмитента.

Основным преимуществом финансирования с помощью акций является необязательность выплат текущего характера по всем типам и разновидностям акций, т.е. отсутствует риск прямого дефолта, связанного с угрозой неплатежеспособности и банкротства компании, в возможности проведения гибкой эмиссионной политики, с помощью которой осуществляется контроль за структурой акционерного капитала.

Основные недостатки финансирования с помощью долевых ценных бумаг *с точки зрения компании*:

- угроза поглощения путем скупки акций агрессивно настроенным инвестором;
- размывание капитала (если не обеспечено сохранение прежних долей в структуре акционерного капитала);
- усиление корпоративного контроля со стороны фондового рынка и желающих поучаствовать в управлении.

В зависимости от стадии выпуска акций в обращение и их оплаты принято различать: объявленные, размещенные и полностью оплаченные акции.

Различают несколько моделей, каждая из которых базируется на использовании информации, имеющейся в распоряжении того, кто оценивает капитал[1].

Модель прогнозируемого роста дивидендов. Расчет стоимости собственного капитала основывается на формуле:

$$C_e = \frac{D_1}{P} + g,$$

где C_e — стоимость собственного капитала;

P — рыночная цена одной акции;

D_1 — дивиденд, обещанный компанией в первый год реализации инвестиционного проекта;

g — прогнозируемый ежегодный рост дивидендов.

Пример 1. Текущая цена одной обыкновенной акции компании составляет 250 руб. Ожидаемая в следующем году величина дивиденда 25. Кроме того, предприятие планирует ежегодный прирост дивидендов 5%.

[1] См.: *Савчук В.П., Прилипко С.И., Величко Е.Г.* Анализ и разработка инвестиционных проектов: Учеб. пособие. Киев: Абсолют-В Эльга, 2000.

$$Ce=\frac{25}{250}+0,05=0,1+0,05=0,15 \text{ , или } 15\%.$$

Данная модель применима к тем компаниям, величина прироста дивидендов которых постоянна. Если этого не наблюдается, то модель не может быть использована.

Тогда может быть использована *модель дисконтирования дивидендов* (dividend discount model, DDM). Согласно этой модели, стоимость акции равна:

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{Dt}{(1+k)^t},$$

где D — поток дивидендов;

k — ставка дисконтирования.

Модель оценки капитальных активов (CAPM: Capital Assets Price Model). Использование данной модели наиболее распространено в условиях стабильной рыночной экономики при наличии достаточно большого числа данных, характеризующих прибыльность работы предприятия.

Модель использует существенным образом показатель риска конкретной фирмы, который формализуется введением показателя. Этот показатель устроен таким образом, что $\beta = 0$, если активы компании совершенно безрисковые (случай сколь желаемый, столь же редкий). Показатель β равен нулю, например, для казначейских облигаций США. Показатель $\beta = 1$, если активы данного предприятия столь же рисковые, что и средние по рынку всех предприятий страны. Если для конкретного предприятия имеем: $0 < \beta < 1$, то это предприятие менее рисковое по сравнению со средним по рынку, если $\beta > 1$, то предприятие имеет большую степень риска.

Расчетная формула модели имеет вид:

$$R_a = R_f + \beta_a \left(R_m - R_f\right),$$

где R_a — требуемая доходность акции а. На рынке, находящемся в состоянии равновесия, требуемые значения доходности должны равняться ожидаемым;

R_f — доходность безрисковых активов «risk-free»;

R_m — требуемая доходность идеально диверсифицируемого рыночного портфеля (в качестве замены рыночного портфеля выступают рыночные индексы);

β_a — фактор систематического риска акции а. β-коэффициент — альтернативный способ представления ковариации ценной бумаги (в нашем случаи акции а) с рыночным портфелем.

Для определения величины β_a применительно к данному предприятию могут быть использованы данные прошлых лет. По сравнительным данным прибыльности анализируемого предприятия и средней рыночной прибыльности строится соответствующая прямолинейная регрессионная зависимость, которая отражает корреляцию прибыльности предприятия и средней рыночной прибыльности. Регрессионный коэффициент этой зависимости служит основой для оценки β_a-фактора. В западных странах для ориентации потенциальных инвесторов печатают справочники, содержащие показатель β_a для большинства крупных фирм.

Пример 2. Предприятие А является относительно стабильной компанией с величиной $\beta_a = 0{,}4$. Величина процентной ставки безрискового вложения капитала равна 7%, а средняя по фондовому рынку — 9%. Согласно ценовой модели капитальных активов стоимость капитала компании равна:

$$R_a = 0{,}07 + 0{,}4(0{,}09 - 0{,}07) = 0{,}078.$$

Модель прибыли на акцию. Данная модель оценки стоимости собственного капитала базируется на показателе прибыли на акцию, а не на величине дивидендов. Многие инвесторы считают, что именно показатель величины прибыли на акцию отражает реальный доход, получаемый акционерами, независимо от того, выплачивается ли он в виде дивидендов или реинвестируется, с тем чтобы принести инвесторам выгоды в будущем. Инвесторы пристально следят за показателем прибыли на одну акцию, который публикуется в отчетных документах компании, а управляющие компанией стремятся не создавать ситуаций, приводящих к падению этого показателя. Итак, согласно данной модели, стоимость собственного капитала определяется по формуле

$$C_e = \frac{EPS}{P},$$

где EPS — величина прибыли на одну акцию;

P — рыночная цена одной акции.

Пример 3. Величина прибыли на 1 акцию компании X составила 35 руб., а рыночная цена акции в среднем равнялась 250 руб. Согласно модели прибыли на акцию оценка стоимости собственного капитала составляет:

$$C_e = \frac{35}{250} = 0{,}14 \text{ , или } 14\%.$$

Однако применение на практике указанных моделей для расчета стоимости собственного капитала может дать различные результаты. В ряде случаев такие расхождения могут оказаться вполне существенными.

Пример 4. Величина показателя β компании «Акихабара» равна 1,3. Текущая рыночная цена акции составляет 250 руб., а величина прибыли на 1 акцию в прошлом году равнялась 10 руб. Величина дивиденда, выплачиваемого в текущем году составляет 5 руб. на 1 акцию, и ожидается ежегодный рост дивидендов в размере 10%. Считая, что процентная ставка безрискового вложения капитала равна 7%, а средний доход по всему рынку составляет 15%, необходимо вычислить стоимость собственного капитала с использованием всех трех методов.

Для модели роста дивидендов стоимость капитала составит:

$$C_e = \left(\frac{5}{250} + 0{,}1\right) \cdot 100\% = 12\%.$$

Для ценовой модели капитальных активов:

$$C_e = 7\% + (15\% - 7\%) \cdot 1{,}3 = 17{,}4\%.$$

Для модели прибыли на акцию:

$$C_e = \frac{10}{250} \cdot 100\% = 4\%.$$

Как видно, для всех трех моделей получены разные результаты. В реальной практике такие различия в оценках могут привести к серьезным противоречиям.

Модель премии за риск. Данная модель занимает особое место, так как носит договорной характер. Договор заключается между предприятием и потенциальным инвестором о том, какая должна быть премия за риск вложения капитала. Если C_r — уровень отдачи на вложение денег инвесторам в обычные (номинальные) для него возможности, то стоимость капитала, вложенного в данное предприятие, определяется по формуле:

$$C_e = C_r + RP,$$

где RP — премия за риск.

Потенциальных западных инвесторов можно привлечь для вложения капитала в только большой величиной премии за риск. Совокупный инвестор в виде множества физических лиц, проживающих за рубежом, не может стать таким инвестором по очевидным причинам. Следовательно, компании приходится рассчитывать лишь на некоторое достаточно большое зарубежное предприятие в качестве инвестора. И в этом случае придется прибегнуть к модели (4), поскольку никакой другой информации нет.

Для государственных предприятий из всех перечисленных выше моделей в большей мере подходит модель прибыли на акции при условии ее адаптации для условий государственного предприятия в условия самофинансирования. Стоимостью капитала в данном случае может служить отношение ежегодной прибыли предприятия к сумме его собственных средств, накопленных к рассматриваемому году.

$$C_e = \frac{E}{S},$$

где E — годовая прибыль предприятия, оставшаяся в его распоряжении;

S — сумма собственных средств предприятия по его балансу на конец года.

Пример 5. В результате хозяйственной деятельности предприятия после уплаты всех налогов остается 350 000 руб. На конец года балансовая стоимость собственных средств предприятия составляет 1 800 000 руб. Стоимость его капитала может быть оценена как

$$C_e = \frac{350000}{1800000} \times 100\% = 19{,}4\%.$$

Эта формула может быть использована как для существующих данных, отражающих результат деятельности предприятия в прошлом году, так и для плановых показателей.

Стоимость вновь привлеченного капитала. Требуемый доход на вновь привлеченный собственный капитал обычно выше,

чем требуемый доход на существующий собственный капитал. Когда компания выпускает дополнительные акции, то обычно она получает чуть меньше рыночной цены существующих акций. Это связано с дополнительными затратами по выпуску новых акций и, кроме того, с желанием обеспечить быструю распродажу новых акций (их продают по цене ниже рыночной).

Пример 6. Текущая рыночная цена акции компании «Суматори» равна 250 руб. за акцию, а стоимость собственного капитала составляет 10%. Следовательно, доход на 1 акцию составляет 25 руб. В процессе выпуска новых акций компания ожидает получить всего 200 руб. за каждую акцию. Тем не менее во избежание падения стоимости всех акций компания все равно должна стремиться обеспечить доход на одну акцию в размере 25 руб. Таким образом, стоимость нового собственного капитала будет равна:

$$C_e = \frac{25}{200} \times 100\% = 12{,}5\% .$$

В рамках модели роста дивидендов для расчета стоимости вновь привлеченного капитала можно использовать следующую формулу:

$$C_e = \frac{d_1}{P(1-F)} + g ,$$

где F — так называемая стоимость выпуска, отражающая закономерное снижение рыночной стоимости вновь выпускаемых акций.

Пример 7. Компания ожидает в следующем году 15 руб. выплаты дивидендов на одну акцию при ожидаемом годовом росте дивидендов 6%. В настоящее время акции компании продаются по цене 350 руб. за акцию. Согласно формуле стоимость собственного капитала компании составляет:

$$C_e = \frac{15}{350} + 0{,}06 = 0{,}10285 , \text{ или } 10{,}3\%.$$

В следующем году компания собирается выпустить новые акции, затрачивая на выпуск 10% стоимости акций. При F = 10% получим следующую стоимость вновь выпущенных акций:

$$C_e = \frac{15}{350(1-0{,}1)} + 0{,}06 = 0{,}1076\text{, или } 10{,}8\%.$$

Таким образом, стоимость собственного капитала вновь выпущенных акций выросла с 10,3% до 10,8% существующих акций.

Реальное развитие событий будет существенно зависеть от успеха деятельности фирмы. Если она будет в состоянии обеспечить 10,8% доходности при годовом росте на 6%, то рыночная цена акции останется без изменения. Если фирма будет зарабатывать для своих владельцев более 10,8% на акцию, рыночная стоимость акции закономерно возрастет (ввиду возрастающего спроса), в противном случае рыночная стоимость будет падать.

Модель определения стоимости привилегированных акций. В соответствии с действующим законодательством разрешается размещать не один, а несколько типов привилегированных акций. При этом их суммарная стоимость по номиналу не должна превышать 25% уставного капитала АО, и выпускать только одни привилегированные акции запрещается. Вообще увеличение их доли в уставном капитале применяют компании, которые хотят быстро увеличить собственный капитал для реализации крупного проекта, но предпочитают не увеличивать количество лиц, имеющих право на управление и размывать контрольный пакет акций, не желают увеличивать размер своего долга выпуском облигаций и т.п.

В мировой практике различают следующие типы привилегированных акций.

Прямые привилегированные акции. Это акции с обычными преференциями в отношении активов и дивидендов. Они имеют фиксированный дивиденд и являются бессрочными ценными бумагами. Рыночная цена прямых привилегированных акций, так же как и цена облигаций, падает при повышении кредитного процента и растет при его снижении.

Кумулятивные привилегированные акции. Это такие акции, по которым невыплаченный или не полностью выплаченный дивиденд, размер которого определен в уставе, накапливается и выплачивается впоследствии. Такие акции привлекательны для инвесторов возможностью увеличения доходов (на вторичном рынке). Если при невыплате дивидендов держатель

кумулятивной привилегированной акции решит ее продать, то он будет вынужден осуществить эту операцию по низкой курсовой стоимости. Купивший же такую акцию имеет возможность получить дивиденды за весь период, в течение которого они не выплачивались.

Конвертируемые привилегированные акции. Конвертируемыми называются привилегированные акции, которые могут быть обменяны на другие акции — обыкновенные или привилегированные акции других типов. Конвертируемые привилегированные акции обеспечивают своим владельцам:

- большую надежность, чем обыкновенные акции, в которые они конвертируются;
- возможность получения выгоды от роста капитала;
- более высокой доход, чем обыкновенные акции, но меньший, чем прямые привилегированные акции.

Все привилегии, связанные с конвертируемостью, отменяются через определенное время после выпуска (5—10 лет). Конвертация привилегированных акций в облигации и иные ценные бумаги, за исключением акций, не допускается.

Отзывные (возвратные) привилегированные акции. Тот факт, что привилегированные акции подобно обыкновенным не имеют срока погашения, не означает, что большая часть привилегированных акций будет находиться в обращении вечно; всегда разрабатываются условия изъятия акций из обращения.

Отзывные привилегированные акции получили большое распространение. В отличие от неотзывных акций, которые не могут гаситься до тех пор, пока существует выпустившее их акционерное общество, эти акции могут быть отозваны акционерным обществом путем выкупа. Держатели отзывных акций предупреждаются о выкупе обычно за 30 дней. Выкуп осуществляется по номинальной цене, плюс премия — процент от номинала. Кроме того, в момент выкупа выплачиваются все причитающиеся на дату выкупа дивиденды.

Ретрективные привилегированные акции. Здесь, в отличие от отзывных акций, привилегия изъятия акций предоставляется не акционерному обществу, а держателям этих ценных бумаг. Держатель ретрективной привилегированной акции устанавливает «срок погашения» и предъявляет ее компании для погашения. Компания должна быть извещена о сроке изъятия ретрективных акций заблаговременно (примерно за 30 дней).

Такая акция обеспечивает своему владельцу:

- определенную дату и цену изъятия;
- прирост капитала, если они покупаются со скидкой с номинальной цены;
- невозможность автоматического изъятия.

Если срок изъятия прошел, то такие акции становятся прямыми привилегированными акциями.

Привилегированные акции с участием. Эти акции предусматривают участие их держателя в прибыли компании сверх установленного при выпуске дивиденда. Дополнительный дивиденд держатели этих ценных бумаг получат в том случае, если дивиденд по обычным акциям по итогам года окажется выше, чем фиксированный уровень дивиденда по привилегированным акциям.

Акции с участием могут быть как полностью участвующие в распределении дополнительной прибыли, так и частично участвующие (в этом случае их называют акции с долевым участием). В последнем случае должна быть оговорена верхняя граница выплачиваемого дивиденда.

Привилегированные акции с плавающей ставкой дивиденда. Размер дивиденда по ним зависит от доходности каких-либо общепринятых ценных бумаг, чаще всего от банковской процентной ставки. С ростом банковской ставки растет и дивиденд, и наоборот, при снижении банковского процента дивиденд снижается, но не ниже определенной гарантированной величины. Выпуск таких акций отвечает в первую очередь интересам инвесторов, в особенности в периоды инфляции. Появились эти ценные бумаги сравнительно недавно, в 1982 г., но популярность получили широкую. В России большинство акционерных обществ выплачивают по привилегированным акциям плавающий дивиденд, причем более высокий по сравнению с дивидендом на обыкновенные акции.

Гарантированные привилегированные акции. Гарантированным в этих является дивиденд. Эти акции могут выпускаться дочерними предприятиями, а гарантией дивиденда является репутация вышестоящей организации.

По очередности удовлетворения претензий: *приоритетные, привилегированные с преимущественными правами, старшие привилегированные акции, младшие привилегированные акции.*

Также следует сказать несколько слов о специфических привилегированных акциях, которые появились в России в ходе приватизации. Это акции типа «А» и типа «Б».

Привилегированные акции типа «А». Эти акции бесплатно получали работники предприятий, преобразуемых в открытые акционерные общества. Число таких акций составляло 25% уставного капитала, и выделялось 10% из чистой прибыли ОАО для выплаты по ним дивидендов. Владельцы привилегированных акций типа «А» получали право присутствовать на ежегодных собраниях акционеров и вносить предложения по обсуждаемым вопросам, но не имели права голоса. Кроме того, существовала возможность свободной продажи таких акций.

Привилегированные акции типа «Б». Они выпускались в счет доли уставного капитала, принадлежащей Фонду имущества. Иными словами, эти акции бесплатно получал Фонд имущества. Для выплаты дивидендов по ним выделялось 5% чистой прибыли, но размер дивиденда по акциям типа «Б» не должен был быть ниже дивиденда, выплачиваемого по обыкновенным акциям. Число этих акций не могло превышать 25% уставного капитала.

Фонд имущества получал право свободной продажи (без согласия других акционеров) этих акций неограниченному кругу покупателей, но при продаже акции типа «Б» автоматически становились обыкновенными акциями. Что касается права голоса, то здесь действовали те же правила, что и для владельцев привилегированных акций типа «А».

В Федеральном законе «Об акционерных обществах», как уже отмечалось, предусматривается выпуск одного или нескольких типов привилегированных акций. При этом описаны два типа привилегированных акций: кумулятивные и конвертируемые.

Главное для АО — это использование механизма эмиссии ценных бумаг. При этом размещение путем подписки делится на открытую подписку (только для ОАО; публичная эмиссия, когда необходима также и регистрация проспекта эмиссии), закрытую (частное размещение). Публичное размещение предусматривает более полное раскрытие информации, при частном — процедура более упрощенная, так как инвесторы достаточно квалифицированны, чтобы определиться с рисками, связанными с покупкой акций. Путь частного размещения более

реален (особенно для бумаг «второго эшелона»), так как можно найти инвестора, действительно заинтересованного в покупке акций именно этого эмитента, а не просто игроков фондового рынка.

Таким образом, преимуществами частного размещения, являются большая вероятность получения наивысшей цены за конкретную бумагу, концентрация акций у профильных инвесторов, которым будет выгодна долгосрочная устойчивость финансового положения эмитента и повышение его конкурентоспособности на рынке. Размещение, как указано выше, может происходить путем конвертации. Эмиссия конвертируемых облигаций приводит в конечном итоге к появлению у АО некоторого количества новых акционеров, однако данный вид финансирования в силу определенной специфики следует рассмотреть отдельно.

Модель определения стоимости привилегированных акций является весьма простой, поскольку доход на привилегированные акции устанавливается обычно весьма простым способом: по привилегированным акциям обычно выплачивается фиксированный дивиденд и сверх этого дивиденда, независимо от размера прибыли, ничего не выплачивается. Поэтому доходность по привилегированным акциям рассчитывается по следующей формуле:

$$C_p = \frac{d}{P},$$

где d — величина ежегодного дивиденда на акцию;

P — рыночная цена одной акции.

Также как и в случае с обыкновенными акциями, затраты на выпуск новых привилегированных акций повышает их стоимость. Эту оценку можно сделать, предполагая g = 0, так как привилегированные акции обычно не имеют роста.

$$C_p = \frac{d}{P(1-F)}.$$

Внутренние источники средств. К этой группе относятся те источники средств, которые были сгенерированы в результате предшествовавшей деятельности компании. Сюда включают нераспределенную прибыль, амортизационные отчисления,

отчисления в фонды предприятий. Нераспределенная прибыль и отчисления в фонды предприятия с финансовой точки зрения равнозначны, так как формируются в результате распределения чистой прибыли.

Нераспределенная прибыль компании. В силу неразвитости фондового рынка, непрозрачности деятельности подавляющего большинства российских предприятий, отсутствия информационных технологий для внедрения стоимостного подхода к оценке эффективности функционирования компании, чистая прибыль рассматривается, с одной стороны, как результат всей хозяйственной деятельности и с другой стороны — как важнейший источник финансовых ресурсов.

В связи с тем, что он состоит из заработанных и незаработанных в данном производственном цикле средств самой компании и является ее собственностью, этот источник служит также обеспечением внешнего финансирования. При этом его значимость снижается из-за таких недостатков, как слабость законодательного регулирования и стимулирования реинвестиций в производство; неэффективный режим налогообложения, когда используются различные методы определения выручки от реализации товаров, работ и услуг для целей бухгалтерского и налогового учета, что приводит к существенным искажениям результата в условиях высокой доли дебиторской задолженности; широкое распространение неденежных расчетов, искусственно завышающих стоимость продукции.

Амортизационные отчисления. Одним из источников формирования финансовых ресурсов, обеспечивающих возмещение изношенных основных средств, являются суммы начисленной амортизации. Механизм принятия решения об использовании накопленной амортизации в целом совпадает с тем, как должны приниматься решения об использовании других источников финансирования. В международной практике амортизация обычно не рассматривается при анализе структуры капитала, в России, напротив, амортизация является одним из ключевых элементов при анализе структуры капитала.

В развитых странах различные методы начисления амортизации применяются для ускорения обновления основных средств в эксплуатации, недопущения их морального износа. В российской хозяйственной практике амортизационные отчисле-

ния носят не столько инвестиционный характер, сколько служат для корректировки налогооблагаемой базы в сторону уменьшения.

Отчисления в фонды предприятий. Такие накопленные фирмой резервы также служат источником финансирования компании и необходимы для осуществления хозяйственной деятельности и социального развития коллектива. Порядок образования фондов предприятия и использование чистой прибыли на иные цели регулируется учредительными документами.

Однако есть фонды, отчисления в которые в соответствии с законодательством являются обязательными. Так, в АО должен создаваться резервный фонд в размере, предусмотренном уставом, но не менее 15% уставного капитала. Он формируется путем обязательных ежегодных отчислений не менее 5% от чистой прибыли до достижения размера, зафиксированного в уставе. Резервный фонд предназначен для покрытия убытков, погашения облигаций общества и выкупа акций АО при отсутствии других средств, т.е. является страховым по своей природе.

Уставом общества может предусматриваться создание специального фонда акционирования работников, фонда накопления за счет амортизационных отчислений, чистой прибыли и средств от реализации основных фондов для приобретения нового основного и оборотного капитала.

В качестве резерва, накопленного фирмой, рассматривается и добавочный капитал, который образуется в результате переоценки основных средств и др. материальных ценностей и не может использоваться на цели потребления.

3.2. Управление заемным капиталом

Целевое финансирование представляет собой направление централизованных финансовых ресурсов в рамках государственного регулирования и поддержки инвестиционной деятельности в России на выполнение федеральных (региональных) целевых программ, программ и проектов отраслевого финансирования и других государственных капиталовложений. Суммы ассигнований на эти цели должны предусматриваться в бюджетах всех уровней в определенном размере.

Вследствие хронического недостатка бюджетных средств практикуется переход от распределения бюджетных ассигнований между отраслями и регионами к селективному (на конкурсной основе) финансированию проектов. При этом принималось решение о выделении отдельной строкой специального бюджета развития в рамках федерального бюджета. Но так как статья эта незащищенная, зависимая от общих бюджетных поступлений и приоритетов государственной экономической политики, то финансирование проектов осуществлялось по остаточному принципу.

Банковское кредитование и другие займы. Роль кредитных ресурсов в условиях отсутствия или нехватки собственных средств и дефицита централизованного финансирования была и остается сейчас довольно высокой. Заемные средства, как известно, могут предоставляться как коммерческими банками (российские, иностранные, международные типа ЕБРР и МБРР), так и небанковскими структурами (финансовые и страховые компании, фонды и др.)

Основными факторами, влияющими на условия выдачи кредита, являются: учетная ставка и нормативы Центробанка России; средняя процентная ставка по МБК; средняя процентная ставка коммерческих банков по депозитам; структура кредитных ресурсов банка (соотношение собственных и заемных средств); структура спроса на кредит со стороны хозяйства; срок и вид кредита; уровень стабильности в стране.

Кроме банков, существенная роль в финансировании принадлежит небанковским организациям, таким как пенсионные фонды, инвестиционные и страховые компании, ПИФы. Последние предлагают прямое инвестирование в производство путем покупки ценных бумаг предприятия.

Корпоративная облигация — ценная бумага с заранее известным сроком погашения, на протяжении которого может:

- накапливаться купонный доход;
- регулярно выплачиваться купонный доход;
- расти рыночная цена (приближаться к номиналу);

Чем чаще происходит начисление дохода, тем выше реальная сумма полученных денег и рыночная цена облигации. Фундаментальными свойствами облигации, определяющими ее преимущества и недостатки, являются:

◆ отношения займа между инвестором и эмитентом. Держатель облигации приобретает статус кредитора, не дающий право голоса на общем собрании. Особенно это важно, когда на предприятии существует проблема контроля (оказался «распылен» контрольный пакет при приватизации или есть большая вероятность того, что при дополнительной эмиссии значительная часть пакета окажется у недоброжелательных инвесторов);

◆ наличие конечного срока обращения, по истечении которого облигация гасится;

◆ приоритетность облигаций по сравнению с обыкновенными акциями и любым типом привилегированных акций. Выплата процентов по облигациям и части имущества при ликвидации производится в первоочередном порядке по сравнению с акционерами. В этой связи облигация — менее рискованная и доходная ценная бумага, и стоимость капитала, полученного путем размещения займа ниже, чем при эмиссии акций;

◆ привлечение капитала на более длительные сроки, в отличие от банковского кредита. В развитых странах, как правило, на 10—15 лет. возможность различного выгодного эмитенту сочетания прав при выпуске.

Неэмиссионные ценные бумаги. Существует целый ряд ценных бумаг, которые не относятся к эмиссионным, т.е. для их выдачи не требуется никаких проспектов эмиссии, регистрации выпусков, утверждения отчетов об итогах выпусков, аудиторского заключения, что в принципе должно ускорять процесс привлечения финансовых ресурсов и снижать расходы.

Для компании наиболее цивилизованными формами таких ценных бумаг являются *простые* и *переводные* векселя, а также *складские свидетельства*. Их отличие друг от друга состоит в том, что вексель — это безусловное долговое обязательство (без обеспечения и на краткосрочный период) указанного в векселе плательщика оплатить определенную сумму в установленные сроки, а складское свидетельство — товарное обязательство, передача которого по определению возможна только в подтверждение наличия реального товара на складе.

В целом можно отметить следующие преимущества данного способа финансирования: технически проще продать на аукционе ценные бумаги, нежели реальный товар; заемщик может продать складскую часть двойного свидетельства и страховой

полис; часть рисков берут на себя страховая компания и склад, к которому не переходит право собственности на товар. Итоговый результат тот же, что и при банковском кредитовании, — предприятие получает денежные средства во временное пользование, но только значительно увеличивается оборачиваемость кредитных ресурсов, которые уже могут переуступаться, продаваться и покупаться на финансовом рынке.

В процессе своей деятельности предприятие использует заемные средства, получаемые в виде:

- долгосрочного кредита от коммерческих банков и других предприятий;
- выпуска облигаций, имеющих заданный срок погашения и номинальную процентную ставку.

В первом случае стоимость заемного капитала равна процентной ставке кредита и определяется путем договорного соглашения между кредиторами и заемщиком в каждом конкретном случае отдельно.

Во втором случае стоимость капитала определяется величиной выплачиваемого по облигации купона или номинальной процентной ставкой облигации, выражаемой в процентах к ее номинальной стоимости. Номинальная стоимость — это цена, которую заплатит компания-эмитент держателю облигации в день ее погашения. Разумеется, что срок, через который облигация будет погашена, указывается при их выпуске.

В момент выпуска облигации обычно продаются по их номинальной стоимости. Следовательно, в этом случае стоимость заемного капитала C_d определяется номинальной процентной ставкой облигации $i_к$:

$$C_d = i_к$$

Однако в условиях изменения процентных ставок по ценным бумагам, которое является следствием инфляции и других причин, облигации продаются по цене, не совпадающей с номинальной. Поскольку предприятие — эмитент облигаций должно платить по ним доход исходя из номинальной процентной ставки и номинальной стоимости акции, реальная доходность облигации изменяется: увеличивается, если рыночная цена облигации падает по сравнению с номинальной, и уменьшается в противном случае.

Для оценки реальной доходности облигации (стоимости заемного капитала) используем модель современной стоимости облигации:

$$C_b = \sum_{t=1}^{n} \frac{d_t}{(1+r)^t} + \frac{N}{(1+r)^n},$$

где d — процентная выплата по облигации в год t;

N — *номинальная стоимость облигации*;

C_b — *современная (настоящая) стоимость облигации*;

n — количество периодов (лет) до погашения облигации;

r — процентная ставка по облигации.

Для лучшего понимания финансового механизма определения фактической стоимости облигаций и реальной отдачи на них рассмотрим формулу более детально. Итак, согласно условиям выпуска облигаций фирма-эмитент обязуется каждый год выплачивать процентную выплату d и номинальную стоимость N *по окончании срока действия облигации*, т. е. на момент ее погашения. Поэтому формула модели современной стоимости облигации определяет дисконтированный поток этих выплат. Как известно, рыночная цена облигации колеблется, а сумма выплачиваемого дохода на облигацию остается неизменной, поэтому доходность облигации также меняется. В частности, доходность облигации увеличивается при уменьшении рыночной стоимости и уменьшается в противном случае.

В качестве реальной доходности облигации (или стоимости заемного капитала, основанного на облигациях данного типа) используется *конечная доходность облигации*, т. е. такая процентная ставка, *которая позволяет, купив облигацию сейчас по* текущей рыночной цене, получать доход на облигацию, объявленный в контракте на ее выпуск, и номинальную стоимость облигации на момент ее погашения.

Приведенное выше уравнение можно решить лишь приближенно с помощью численных методов на ЭВМ или финансовом калькуляторе. Результат, близкий к использованию уравнения, дает следующая приближенная формула:

$$C_b \approx \frac{d + (N - P)/n}{(N + P)/2}.$$

Пример 8. Компания «Макс» выпустила облигации номиналом 2000 руб. и номинальной процентной ставкой 10%. Текущая стоимость облигации на фондовом рынке составляет 1500 руб. и до погашения остается еще 10 лет. Необходимо определить C_b.

С помощью приведенной выше формулы получим:

$$C_b = \frac{200 + (2000 - 1500)/10}{(2000 + 1500)/2} = 0{,}1428, \text{ или } 14{,}3\%.$$

Точное значение C_b, получаемое в результате решения уравнения, может отличаться от расчетного. Предположим теперь, что текущая рыночная цена облигации составляет 2200 руб. за штуку. В этом случае:

$$C_b = \frac{200 + (2000 - 2100)/10}{(2000 + 2100)/2} = 0{,}09268, \text{ или } 9{,}3\%.$$

Если компания хочет привлечь заемный капитал, то она должна будет выплачивать по привлеченным средствам процентный доход, как минимум равный конечной доходности по существующим облигациям. Таким образом, конечная доходность будет представлять собой для компании стоимость привлечения дополнительного заемного капитала.

Если у компании есть избыточные средства, то она может использовать их на покупку существующих облигаций по их рыночной стоимости. Сделав это, компания получит доход, равный доходу, который бы получил любой другой инвестор, если бы он купил облигации по их рыночной стоимости и держал их у себя до момента погашения.

Если компания по-другому инвестирует избыточные средства, то она отказывается от альтернативы погашения облигации, выбирая по крайней мере столь же прибыльную альтернативу. Конечная доходность облигации — это альтернативная стоимость решения об инвестировании средств. Таким образом, независимо от того, имеются ли у компании избыточные средства или она нуждается в их притоке, конечная доходность по существующим облигациям представляет собой стоимость заемных средств.

Эффективная стоимость заемных средств. Говоря о стоимости заемного капитала, необходимо учитывать следующее

очень важное обстоятельство. В отличие от доходов, выплачиваемых акционерам, проценты, выплачиваемые по заемному капиталу, включаются в *издержки по производству* продукции. Эффективная стоимость заемного капитала может быть определена по следующей формуле:

$$C'_b = (1-T) \times C_b,$$

где T — ставка налога.

Таким образом, стоимость заемного капитала после уплаты налогов становится ниже конечной доходности (или стоимости до уплаты налогов).

3.3. Средневзвешенная стоимость капитала

Средневзвешенные затраты на капитал являются главным показателем, который используется для оптимизации структуры капитала акционерной компании. Средневзвешенная стоимость капитала является показателем, характеризующим стоимость капитала так же, как ставка банковского процента характеризует стоимость привлечения кредита. Отличие WACC (Weighted Average Cost of Capital) от банковской ставки заключается в том, что этот показатель не подразумевает равномерных выплат, вместо этого требуется, чтобы суммарный приведенный доход инвестора был таким же, какой обеспечила бы равномерная выплата процентов по ставке, равной WACC.

Такой подход часто называют вычислением взвешенной средней стоимости капитала, которая часто обозначается WACC. Она представляет собой среднее из стоимостей отдельных компонентов, взвешенных по их доле в общей структуре капитала.

WACC широко используется в инвестиционном анализе, его значение используется для дисконтирования ожидаемых доходов от инвестиций, расчета окупаемости проектов, в оценке бизнеса и других приложениях.

Средневзвешенные затраты на капитал представляют собой минимально требуемый уровень доходности для инвестора при вложении средств в компанию. Данный метод можно применять для определения ставки дисконтирования только в том

случае, если процесс оценки производится в интересах одного специфического получателя информации.

Дисконтирование будущих денежных потоков со ставкой, равной WACC, характеризует обесценивание будущих доходов с точки зрения конкретного инвестора и с учетом его требований к доходности инвестированного капитала.

Структура капитала и связанные с ней затраты на капитал — это затраты на отдельные источники капитала компании, взвешенные на долю источника в структуре капитала компании. В общем случае формула определения затрат на капитал имеет вид:

$$WACC = [(1 - T) \times C_b \times Wb + C_e \times We + C_p \times Wp],$$

где C_e — требуемая норма доходности по обыкновенным акциям;

C_p — требуемая норма доходности по привилегированным акциям;

C_b — доходность заемного капитала;

Wb — удельный вес заемного капитала;

We — удельный вес обыкновенных акций;

Wp — удельный вес привилегированных акций;

T — ставка корпоративного налога на прибыль.

Необходимо отметить, что в России нельзя применять данную формулу без специальных корректировок, учитывающих особенности развития страны. В приведенной выше формуле предполагается, что компания, в интересах которой происходит оценка стоимости, имеет возможность все расходы по процентным платежам по заемным средствам относить на себестоимость и таким образом уменьшать налогооблагаемую базу по уплате налога на прибыль. На себестоимость в соответствии с действующим законодательством можно относить процентные платежи по кредитам в рублях в размере ставки рефинансирования Центрального банка РФ плюс 3% годовых банковской маржи. В полном объеме можно относить на себестоимость процентные или купонные платежи по выпущенным корпоративным облигациям, имеющим биржевой листинг.

Описанная выше практика регулирования не встречается в странах с развитой экономикой, однако в России в ближайшие годы вопрос о ее изменении и приведении данной практики в соответствие с традициями стран Европейского Союза вряд

ли будет решен. Здесь приходится опять столкнуться с особенностями России в вопросе корпоративной философии. Если высший менеджмент американской компании будет для минимизации налоговых платежей искусственно завышать уровень процентной ставки по полученным кредитам, то это приведет к тому, что акционеры получат меньшее значение показателя чистой прибыли в расчете на одну обыкновенную акцию. Как следствие, акционеры, получив более низкий размер дивидендов, все свое недовольство направят на высший менеджмент компании, как результат – на собрании акционеров по итогам года может быть принято решение о смене руководства компании.

Таким образом, налоговые органы и акционеры компании являются союзниками в вопросе о недопущении чрезмерных, так как называемых «неестественных», расходов корпораций. В таких условиях необходимость в государственном регулировании порядка отнесения на себестоимость процентных платежей по кредитам, полученным предприятием, не является актуальной.

Иная традиция сложилась в России. В нашей стране акционеры и высшее руководство компании в большинстве случаев являются не просто союзниками, а одной и той же группой заинтересованных лиц. На достаточно большом числе отечественных акционерных компаний руководство распоряжается контрольным пакетом акций. В дополнение к этому на многих российских предприятиях контрольный пакет акций принадлежит группе владельцев, в интересах которой и происходит управление. В качестве примера можно отметить ОАО «Сибнефть», Нижнетагильский металлургический комбинат и др.

В результате интересы руководства по завышению процентных платежей по кредитам и минимизации величины налогооблагаемой прибыли полностью совпадают. В таких условиях у государственных органов нет иного способа борьбы с возникновением «неестественных» расходов, кроме подробной регламентации порядка отнесения на себестоимость всех видов расходов.

В России при использовании формулы средневзвешенных расходов на капитал необходимо слагаемое D (заемный капитал) представить как сумму D1 (заемный капитал, процентные платежи по которому относятся на себестоимость) и D2 (заем-

ный капитал, процентные платежи по которому не относятся на себестоимость). Общая формула приобретет следующий вид:

$$WACC' = \left[(1-T)\times C_b \times D_1 + C_b D_2 + C_e \times D_e + C_p \times D_p\right]/(D+P+E),$$

где C_e — требуемая норма доходности по обыкновенным акциям;

C_p — требуемая норма доходности по привилегированным акциям;

C_b — доходность заемного капитала;

D — сумма заемного капитала (D = D1 + D2);

D1 — заемный капитал, процентные платежи по которому относятся на себестоимость;

D2 — заемный капитал, процентные платежи по которому не относятся на себестоимость;

E — стоимость обыкновенных акций;

P — стоимость привилегированных акций;

T — ставка корпоративного налога[1].

3.4. Формирование дивидендной политики компании

Дивидендная политика влияет на движение денежных потоков, ликвидность, структуру капитала, цену акций и стоимость компании, поэтому финансовый менеджер несет большую ответственность при определении приемлемой дивидендной политики. Современные компании тратят огромные средства на выплату дивидендов. Так, например, в 2004 г. «АвтоВаз» выплатил своим акционерам около 20% на акцию. РАО ЕЭС «Россия» направила на уплату дивидендов около 2,5 млрд. руб., Сбербанк выделили на эти же цели более 3,5 млрд. руб. Хотя надо отметить, нередко размер дивидендов зависит не столько от профессионализма менеджеров или новых технологий, сколько от роста тарифов или банковских ставок по вкладам.

Решение компании о выплате дивидендов и их размер играют большую роль в оценке инвесторами целесообразности вло-

[1] В расчетах под ставкой корпоративного налога понимается совокупная налоговая ставка по всем видам налогов, которые компания платит с общего объема дохода от деятельности.

жений. Способность компании платить дивиденды свидетельствует о ее финансовом состоянии. Оценка стоимости компаний основана на определении стоимости акции как суммы дисконтированных денежных поступлений, т. е. дивидендов. При таком подходе изменение курсовой стоимости отражает изменение ожиданий в отношении будущих дивидендов.

Дивидендные выплаты главным объектом внимания акционеров при принятии решений, а на оценку деятельности менеджеров компании большое влияние оказывает размер дивиденда. Такая система оценки доходности акций побуждает менеджеров искажать информацию о действительном финансовом состоянии компании за счет завышения дивидендов. В перспективе это может нанести ущерб репутации компании. Дивидендный доход играет важную роль при сравнении котировок акций отдельных компаний и рынка в целом. Если отношение дивиденда к стоимости акции становилось меньше определенной величины, то акции считались переоцененными. Иными словами, эта величина становилась меньше доходности альтернативных вариантов вложения капитала.

В современной финансовой науке известны и другие подходы к оценке стоимости компании. По мнению Мертона Миллера и Франко Модильяни, политика дивидендных выплат, как и структура капитала, не влияет на стоимость фирмы. Следовательно, *решение о величине выплачиваемых дивидендов* является относительно малозначимым для акционеров, поскольку оно не затрагивает стоимость сделанных ими инвестиций.

На оценку акций и их доходности оказывает влияние неопределенность перспектив компании и сложности оценки будущего дохода на акцию. Существование этой проблемы не только не зависит от формы выплат дохода акционерам, но и от дивидендной политики в целом.

Дивидендная политика должна быть направлена на максимизацию богатства акционеров. Однако наилучшее для акционеров решение не всегда означает выплату максимальных дивидендов из полученной прибыли, так как использование дивидендов внутри самой компании может способствовать значительному повышению рыночной стоимости компании. Исходя из этого, дивидендная политика играет огромную роль вследствие ее влияния на структуру капитала и финансирование компании.

Решение о выплате дивидендов принимает общее собрание акционеров по представлению совета директоров,

С точки зрения определения значимости дивидендной политики в общей оценке компании и в максимизации богатства акционеров существуют две теории.

Основными сторонниками теории *отсутствия значимости* являются Модильяни и Миллер, которые доказали, что стоимость компании определяется только ее способностью получать доход. В этом контексте для акционеров нет разницы между выплатой дивидендов и реинвестированием средств в компанию с последующим отражением реинвестированных средств в цене акции. Эта теория основана на допущении о существовании совершенных рынков, которые в реальной жизни не существуют.

Однако исследование состояния рынка в течение ряда лет показало, что дивиденды все-таки влияют на оценку стоимости компании. Если компания ежегодно выплачивает дивиденды, размер которых постоянно растет, то даже при общем снижении прибыли ожидания участников рынка продолжают расти.

Таким образом, значение дивидендов подтверждается наличием следующих факторов: влияние информации о дивидендах на инвестиционную оценку компании, предпочтение текущего дохода перед будущей прибылью, зависимость стоимости акций от рыночных колебаний.

Альтернативами выплате дивидендов могут стать *выплата дивидендов акциями* или *дробление акций*. Выплата дивидендов акциями имеет такое же информационное значение, как и денежные дивиденды, и позволяет компании сохранять свой статус на рынке. Дробление акций обычно проводится в дополнение к выплате дивидендов наличными. Дробление акций не изменяет общей ценности пакетов акций инвесторов в компании. Рыночная стоимость акций автоматически корректируется с учетом новых акций в выпуске. Каждый акционер сохраняет такую же часть от общего количества акций, как и раньше, потому что каждый акционер получает дополнительные акции пропорционально имеющемуся у него пакету. Дробление акций, имеет благоприятное информационное содержание и может рассматриваться как показатель потенциального роста стоимости ак-

ций. При этом повышается реализуемость акций за счет увеличения их общего количества.

Формирование *основных типов дивидендной политики* (консервативного, умеренного, агрессивного), выработанных мировой практикой, связано с существованием нескольких теорий влияния размера выплачиваемых дивидендов на цены акций (рыночную стоимость компании) и благосостояние акционеров. Кратко перечислим данные теории и покажем их связь с формированием дивидендной политики на практике.

1. Известная *теория Модильяни—Миллера* утверждает, что при соблюдении ряда условий дивидендная политика не оказывает на рыночную стоимость предприятия и доходы его владельцев никакого воздействия ни в текущем периоде, ни в перспективе, так как эти параметры зависят от суммы всей формируемой прибыли, а не только ее распределяемой части. Но поскольку теория действует только при наличии ряда ограничений, которые в реальности отсутствуют (например, отсутствие налогообложения), на практике она неприменима.

2. *Теория предпочтительности дивидендов*, авторами которой являются Д. Гордон и Д. Линтер, показывает, что каждая единица дохода, выплаченная инвесторам в виде дивидендов, уже очищена от риска и поэтому стоит больше, чем доход, получение которого отложено на будущее. Следовательно, максимизация дивидендных выплат предпочтительнее капитализации дохода. Возражения противников данной теории в основном сводятся к тому, что использовать аргумент наличия фактора риска нельзя, так как выплаченные дивиденды акционер реинвестирует в акции данного или другого предприятия. Фактор риска учитывается индивидуально каждым инвестором и зависит от общего уровня риска хозяйственной деятельности, а не от характеристик дивидендной политики.

3. *Теория минимизации дивидендов* (теория налоговых предпочтений) заключается в том, что эффективность дивидендной политики определяется возможностью минимизации налоговых выплат по текущим и предстоящим выплатам собственникам. Вследствие того, что на западе налогообложение дивидендов, как правило, выше, чем будущих доходов (с учетом ставки налогообложения, фактора текущей стоимости денег), предпочтительна капитализация дивидендов. Однако такая политика

может не устроить многих мелких акционеров, нуждающихся в текущих выплатах.

4. *Сигнальная теория дивидендов* рассматривает уровень дивидендных выплат как существенный фактор влияния на рыночную стоимость акций, так как многие методы определения текущей стоимости акций используют в качестве составляющей расчетов именно величину ранее выплаченных дивидендов и их прогноз на будущий период. Таким образом, рост дивидендных выплат определяет рост расчетной цены акции при принятии решения о ее покупке, а это влечет увеличение рыночных цен, что приносит дополнительный доход акционерам при их продаже акций. Кроме того, выплата солидных дивидендов «подает сигнал» рынку о том, что фирма находится на подъеме.

5. *Теория соответствия дивидендной политики составу акционеров* («теория клиентуры») утверждает, что компания должна осуществлять такую дивидендную политику, которая соответствует ожиданиям большинства акционеров. Если основной состав акционеров заинтересован в получении дивидендов, то именно эту дивидендную политику следует предпочесть предприятию. Акционеры, не согласные с такой практикой, реинвестируют капитал в другие компании, и состав акционеров станет однородным.

В российской практике желание акционеров (особенно мелких) продать свои акции может остаться нереализованным в силу неликвидности большинства акций.

С нашей точки зрения, наиболее интересна и применима на практике «сигнальная теория дивидендов», несмотря на требование возможно большей информационной прозрачности рынка. Возможности использования данной теории существуют даже на информационно закрытом рынке в том случае, если компания стремится стать прозрачной для инвесторов и регулярно выдает информацию о различных сторонах своей деятельности, в том числе и выплате дивидендов или капитализации прибыли. Учитывая то, что большинство предприятий находится в тяжелейшем финансовом состоянии и так называемая «дивидендная история» у большинства из них отсутствует, эмитент, регулярно производящий даже небольшие выплаты, может обеспечить себе хорошие перспективы привлечения капитала в будущем.

Сохранить прибыль в своем распоряжении, обеспечив тем самым необходимый рост, компания может капитализировать дивиденд, произведя его выплату акциями новой эмиссии. В этом случае для инвесторов кроме гарантии сохранения своей доли в АО плюсами являются отсутствие комиссионных и более низкая цена, чем на вторичном рынке.

Рассмотрев различные теории влияния дивидендных выплат на цены акций и благосостояние акционеров, отметим, что только одна из них доказывает, что такое влияние отсутствует. Две теории из четырех указывают на то, что дивидендная политика производна от внешних условий (состава акционеров и их менталитета в случае с «теорией клиентуры» и особенностей налогообложения в «теории налоговых предпочтений»), в соответствии с двумя оставшимися теориями желательно выплачивать большие дивиденды, так как они либо снижают риски акционеров («теория предпочтительности дивидендов»), либо демонстрируют устойчивость финансового состояния и рыночных позиций эмитента.

На практике применение данных теорий воплощается в реализации одного из трех типов дивидендной политики: *консервативной, умеренной, агрессивной.*

1. Консервативная политика предполагает, что выплата дивидендов происходит в пропорциях, которые позволяют удовлетворять потребности производственного развития и более высокими темпами наращивать стоимость чистых активов, а следовательно, и рыночную стоимость акций. Проведение консервативной политики возможно в двух вариантах:

◆ начисление дивидендов по остаточному признаку. В этом случае начисление дивидендов происходит только после того, как за счет прибыли сформирован объем собственных средств, достаточный для развития компании в предстоящем периоде. Плюсом такой политики является обеспечение высоких темпов развития акционерного общества и повышение его платежеспособности. Однако нестабильность размера дивидендных выплат, который зависит не только от размеров прибыли, но и от планов развития компании, может отпугнуть некоторых инвесторов. Такая политика выплаты дивидендов оптимальна на ранних стадиях жизненного цикла компании;

◆ поддержание стабильного соотношения дивидендных выплат и прибыли, остающейся в распоряжении предприятия, на основе установления долговременного норматива на потребляемую и капитализируемую часть прибыли. Это позволяет в некоторой степени повысить предсказуемость размеров выплат дивидендов (но трудности с прогнозом прибыли при этом сохраняются), что немаловажно для некоторых инвесторов, однако при необходимости наращивания капитала затрудняет рост компании. Данная политика наиболее эффективна при стабильной ситуации на финансовом рынке и при постоянных (или постоянно растущих) доходах компании.

2. *Умеренная политика* начисления дивидендов — это политика, в соответствии с которой компания пытается соблюсти баланс интересов акционеров, нуждающихся в выплате дивидендов и потребностей предприятия в наращивании капитала. Данный тип дивидендной политики также может проводиться в двух вариантах. В случае выплаты постоянных сумм дивидендов существенно облегчается прогноз стоимости акций компании и доходов для инвесторов, однако при отсутствии прибыли может нанести ущерб эмитенту, а при росте прибыли — вызвать недовольство акционеров.

В случае выплаты стабильных сумм дивидендов с надбавкой при определенных условиях, с одной стороны, акционерам гарантируется заранее известный минимальный уровень дохода, с другой — собственники поощряются в случае успешной работы компании и отсутствии необходимости расширения операций. В российских условиях при стабильном финансовом состоянии предприятия этот вид дивидендной политики считается наиболее приемлемым.

3. *Агрессивная политика* начисления дивидендов предполагает начисление максимально возможного размера дивидендов. В российских условиях такая политика наиболее актуальна для компаний, акционерами которых является большое количество физических лиц, при намерении разместить новую эмиссию этой категории инвесторов. Следует учесть, что резкое снижение размеров дивидендов может неблагоприятно отразиться на стоимости акций, «сигнализируя» об ухудшении ее показателей.

Надо отметить, что на российском рынке выплата дивидендов осуществляется либо в минимальных размерах, либо не осуществляется вообще. В то же время в соответствии с российским законодательством невыплата дивидендов по привилегированным акциям влечет за собой необходимость наделения держателей данных акций правом голоса, наравне с владельцами обыкновенных акций. При наличии высокого удельного веса привилегированных акций в структуре акционерного капитала это может существенно изменить расстановку сил в руководстве акционерного общества.

Контрольные вопросы и задания

1. Что включает в себя собственный капитал компании?
2. Какие типы привилегированных акций известны в мировой практике?
3. Что включает в себя заемный капитал компании?
4. Каковы основные модели определения затрат на собственный капитал?
5. Перечислите основные модели оценки затрат на отдельные элементы капитала.
6. Опишите модель прогнозируемого роста дивидендов.
7. В чем сущность ценовой модели капитальных активов?
8. Опишите модель прибыли на акцию.
9. Опишите модель премии за риск.
10. Как влияет решение об увеличении дивидендов на стоимость обыкновенной акции с позиции модели Гордона?
11. Каковы внутренние источники средств компании?
12. Какие вам известны типы корпоративных облигаций?
13. Как определяются затраты на заемный капитал?
14. Как определяется средневзвешенная стоимость капитала (WACC)?
15. Какой показатель принимается в качестве дисконта при оценке эффективности капитальных вложений?
16. Какой орган управления акционерной компанией принимает решение о выплате дивидендов?
17. На что влияет дивидендная политика компании?
18. Укажите преимущества и недостатки увеличения дивидендов для собственников компании.

19. Укажите преимущества и недостатки увеличения дивидендов для менеджмента компании.

20. Как модели оценки стоимости компании связаны с дивидендной политикой?

21. Какие вам известны альтернативы выплате дивидендов?

22. Дайте сравнительную характеристику различных типов дивидендной политики.

Задание 1. Текущая цена одной обыкновенной акции компании составляет 150 руб. Ожидаемая в следующем году величина дивиденда 2 руб. Кроме того, предприятие планирует ежегодный прирост дивидендов 5%. Определить стоимость обыкновенных акций предприятия.

Задание 2. Предприятие «Маяк» является стабильной компанией с величиной бета 0,4, а предприятие «Старт» в последнее время испытывало колебания состояния роста и падения своих доходов, что привело к величине бета 1,1. Величина процентной ставки безрискового вложения капитала равна 5%, а средняя по фондовому рынку — 15%. Определить стоимость капитала компаний с помощью ценовой модели капитальных активов. Дать интерпретацию полученным значениям стоимостей капиталов.

Задание 3. Ожидается, что прибыль, дивиденды и рыночная цена акции компании «Марс» будут иметь ежегодный рост на 7%. В настоящее время акции компании продаются по 200 руб. за штуку, ее последний дивиденд составил 2 руб. и компания выплатит 2,14 руб. в конце текущего года.

А. *Используя модель прогнозируемого роста дивидендов,* определите стоимость собственного капитала предприятия.

Б. Показатель бета для компании составляет 1,5, величина процентной ставки безрискового вложения капитала равна 8%, а средняя по фондовому рынку — 15%. Оцените стоимость собственного капитала компании, используя ценовую модель капитальных активов.

В. Средняя прибыльность на рынке ссудного капитала составляет 16%, и предприятие рассматривает возможную пре-

мию за риск в объеме 5%. Какова будет оценка стоимости капитала с помощью модели премии за риск?

Задание 4. Рыночная стоимость обыкновенных акций компании «Адамар» составляет 750 000 тыс. руб. привилегированные акции составляют 170 000 тыс. руб., а заемный капитал — 220 000 тыс. руб. Стоимость собственного капитала равна 12%, привилегированных акций 15%, а облигаций компании 9%. Необходимо определить взвешенную среднюю стоимость капитала компании при ставке налога T = 34%.

РАЗДЕЛ II. ПРИКЛАДНОЙ ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

ГЛАВА 4
ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ И ФОРМЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ ОБОРОТНОГО КАПИТАЛА

4.1. Понятие оборотного капитала и его классификация

Оборотный капитал — это инвестиции в текущие активы, которые называют также оборотными средствами. Под оборотными средствами (активами) понимаются денежные средства, а также иные активы предприятия, которые должны быть превращены в денежные средства, проданы или потреблены в течение одного календарного года или обычного операционного цикла предприятия, если он превышает один календарный год. К основным видам краткосрочных активов относятся: денежные средства, легко реализуемые ценные бумаги, запасы (сырье, материалы, незавершенная и готовая продукция на складе) и дебиторская задолженность (задолженность клиентов компании за товары, полученные в кредит).

Особенностью оборотного капитала является то, что он не расходуется, не потребляется, а авансируется, что предполагает возвращение средств после каждого производственного цикла или кругооборота, включающего производство продукции, ее реализацию, получение выручки.

Одновременно компания использует различные виды краткосрочной задолженности, называемые текущими обязательствами. Текущие обязательства — это долги компании, которые должны быть оплачены в течение одного года (или в течение операционного периода, если он длиннее года). Основными видами текущих обязательств являются счета к оплате, задолженность по затратам (начисленная зарплата, налоги и т.п.), векселя к оплате.

На конкретном предприятии величина оборотных средств, их состав и структура зависят от характера и сложности производства, длительности производственного цикла, стоимости сырья, условий его поставки, принятого порядка расчетов и стратегии финансового менеджмента.

По характеру участия в операционном процессе различают оборотные активы, находящиеся в сфере производства и в сфере обращения.

К *оборотным производственным фондам* относят производственные запасы (сырье, материалы, топливо, тара, запасные части), незавершенное производство, расходы будущих периодов.

Единственным невещественным элементом оборотных производственных фондов являются расходы будущих периодов, которые включают затраты на подготовку и освоение новой продукции, технологии, которые производятся в данном году, но относятся на продукцию будущего года. Их доля в составе оборотных фондов в производстве составляет, как правило, не более 5%.

Оборотные производственные фонды обладают рядом особенностей:

- полностью расходуются в однократном производственном цикле;
- претерпевают изменение своей натурально-вещественной формы и утрачивают потребительную стоимость;
- кругооборот зависит от производственного цикла (может быть несколько кругооборотов в год);
- переносят свою стоимость целиком и сразу на готовый продукт.

Фонды обращения не участвуют в процессе производства и их назначение состоит в обеспечении ресурсами процесса обращения, в обслуживании кругооборота средств предприятия и достижении единства производства и обращения.

К фондам обращения относят готовую продукцию, товары отгруженные, денежные средства, дебиторскую задолженность и средства в прочих расчетах. Их основную часть (60%) составляет готовая продукция, которая подразделяется на готовую продукцию на складе и товары отгруженные. Моментом перехода готовой продукции на склад завершается процесс производ-

ства. Товары, отгруженные потребителю, находятся в сфере обращения и отражают процесс реализации.

Денежные средства могут быть в финансовых инструментах — на счетах, в ценных бумагах, в выставленных аккредитивах, в кассе и в расчетах (почтовых переводах и прочих расчетах, таких как недостачи, потери, перерасходы).

Дебиторская задолженность включает задолженность подотчетных лиц, поставщиков по истечении срока оплаты, налоговых органов при переплате налогов и других обязательных платежей, вносимых в виде аванса, а также дебиторов по претензиям и спорным долгам.

По методам определения размеров оборотные средства подразделяются на нормируемые и ненормируемые. Оборотные средства, размер которых может быть точно определен и зафиксирован в виде норматива, считаются нормируемым. К ним относятся запасы товаров, сырья, топлива, материалов, готовой продукции, оборотной тары, денежных средств в кассе.

Оборотные средства, точный размер которых определить невозможно или затруднительно, относятся к группе ненормируемых средств. Это товары, отгруженные покупателям, денежные средства на счетах в банках, дебиторская задолженность, средства в расчетах. Наличие таких элементов оборотных средств обусловлено хозяйственной деятельностью, но определение их точных размеров затруднительно, и поэтому они покрываются за счет внеплановых источников — кредитов банка, кредиторской задолженности. Нормируемые оборотные средства получают отражение в финансовых планах, а ненормируемые оборотные средства объектом планирования практически не являются.

По степени риска вложения капитала различают оборотные активы:

- с минимальным риском вложений (денежные средства, краткосрочные финансовые вложения);
- со средним риском вложений (дебиторская задолженность за вычетом сомнительных долгов, производственные запасы за вычетом залежалых, остатки готовой продукции за вычетом не пользующейся спросом, незавершенное производство);
- с высоким риском вложений (сомнительная дебиторская задолженность, залежалые запасы, не пользующаяся спросом готовая продукция).

По периоду функционирования оборотные активы состоят из постоянной и переменной части, т.е. зависящей и не зависящей от сезонных и циклических колебаний.

Постоянная часть (permanent working capital) включает в себя оборотные активы, необходимые для удовлетворения минимальных потребностей компании. Постоянный оборотный капитал не зависит от сезонных и циклических спадов деловой активности и имеется у фирмы на протяжении всего цикла.

Переменная часть (temporary working capital) включает в себя изменяющуюся величину оборотных активов, необходимую для удовлетворения сезонных потребностей. Переменный оборотный капитал меняется в зависимости от сезонных и циклических спадов деловой активности.

В большинстве случаев размер краткосрочного финансирования подвержен сезонным колебаниям. Например, пик расходов у строительных фирм приходится на весну и лето, у торговых — на период праздников. В то же время существует какая-то неснижаемая величина оборотных средств, которые находятся на предприятии постоянно.

По степени ликвидности в составе оборотных средств можно выделить:

- ликвидные: деньги в кассе и на счетах;
- быстрореализуемые: краткосрочные финансовые вложения (депозиты, ценные бумаги), товары и имущество, приобретенные с целью перепродажи, реальную дебиторскую задолженность, товары отгруженные, но не оплаченные в срок;
- медленно реализуемые: полуфабрикаты, незавершенное производство, залежалые товары на складе, сомнительная задолженность.

По источникам формирования оборотный капитал подразделяется на собственный и заемный. Собственные и приравненные к ним средства — это уставный капитал, специальные фонды (фонд развития, резервный фонд), нераспределенная прибыль, добавочный капитал (дооценка основных фондов, доход сверх номинальной стоимости размещенных акций, безвозмездно полученное имущество), устойчивые пассивы (средства, не принадлежащие предприятию, но постоянно находящиеся в его распоряжении: резервы предстоящих расходов на оплату отпусков, ремонт оборудования, гарантийное обслуживание и т.д.)

Специфическим источником собственных оборотных средств являются выгодные финансовые вложения временно свободных ресурсов, а в некоторых случаях — дополнительный выпуск ценных бумаг.

4.2. Стратегии финансирования оборотного капитала

Политика финансирования оборотного капитала направлена на определение требуемого уровня оборотных средств и выбор способа их финансирования.

Известно три подхода к финансированию постоянных и переменных оборотных средств: умеренный, агрессивный и консервативный (см. рис. 4.1—4.3). Основное различие трех возможных стратегий финансирования определяется величиной используемых краткосрочных кредитов. Агрессивная политика предполагает наибольшее использование этого источника, консервативная — наименьшее, умеренная — среднее. Краткосрочное кредитование является более рисковым, чем долгосрочное, однако имеет ряд преимуществ.

Нижняя часть схем показывает уровень основных средств. Эта часть активов по определению постоянна (их называют еще фиксированными активами). Она сверху ограничена прямой, имеющей небольшой угол повышения, что свидетельствует о развитии компании, о том, что основные средства от стартовой их величины имеют тенденцию к увеличению.

Средняя часть схем представляет собой постоянные оборотные средства. Она сверху ограничена прямой, чей угол подъема несколько выше, чем линия основных средств. Это говорит не только о том, что компания по объемам продаж растет, но и о росте доходности вследствие применения более эффективных активов. Постоянные оборотные активы растут начиная со стартовой величины.

Верхняя часть схем носит характер кривой, располагающейся над верхней границей постоянного уровня оборотных средств. Она характеризует циклическую, сезонную потребность компании в переменных оборотных средствах.

На рис. 4.1 представлена схема умеренного подхода. При умеренном подходе весь объем основных и постоянных оборотных средств финансируются с помощью долгосрочного капитала как заемного, так и акционерного. Этот подход требует идеального согласования сроков и размеров получения займа с соответствующим сроком и размером получения доходов по активу, который этот займ финансирует. Например, запасы объемом 100 тыс. руб. со сроком обращения в 30 дней, должны финансироваться 30-дневным банковским займом в 100 тыс. руб.

Переменные же оборотные средства, сезонная потребность в которых возникает циклически, финансируются за счет краткосрочных займов лишь в случаях повышения деловой активности компании.

Политика умеренного подхода теоретически безупречна, но на практике она обладает высоким уровнем риска, поскольку добиться идеального согласования доходности активов по их срокам и обязательств по их объемам и срокам получения весьма проблематично, скорее всего, невозможно.

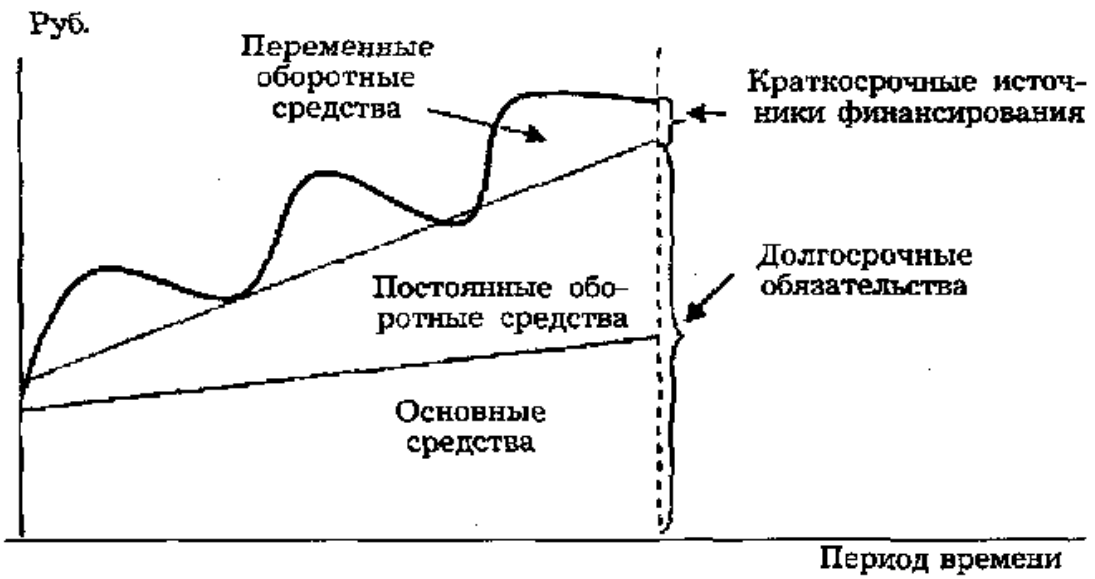


Рис. 4.1. *Умеренная стратегия*

На рис. 4.2 показана схема агрессивного подхода, при котором весь объем основных и часть постоянных оборотных средств финансируются долгосрочным и акционерным капиталом. Оставшаяся часть постоянных и весь объем переменных оборотных средств финансируются краткосрочным кредитом.

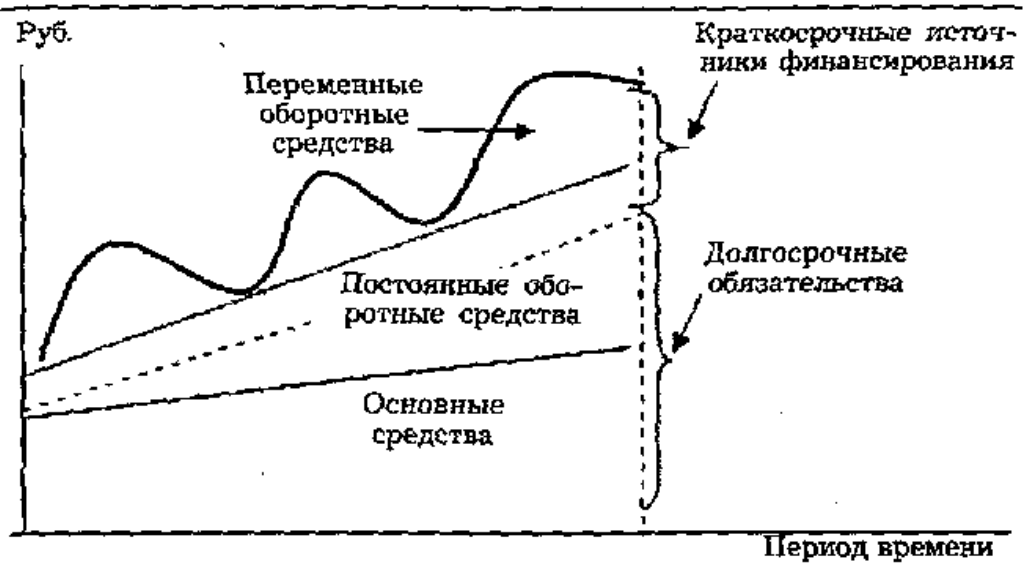


Рис. 4.2. Агрессивная стратегия

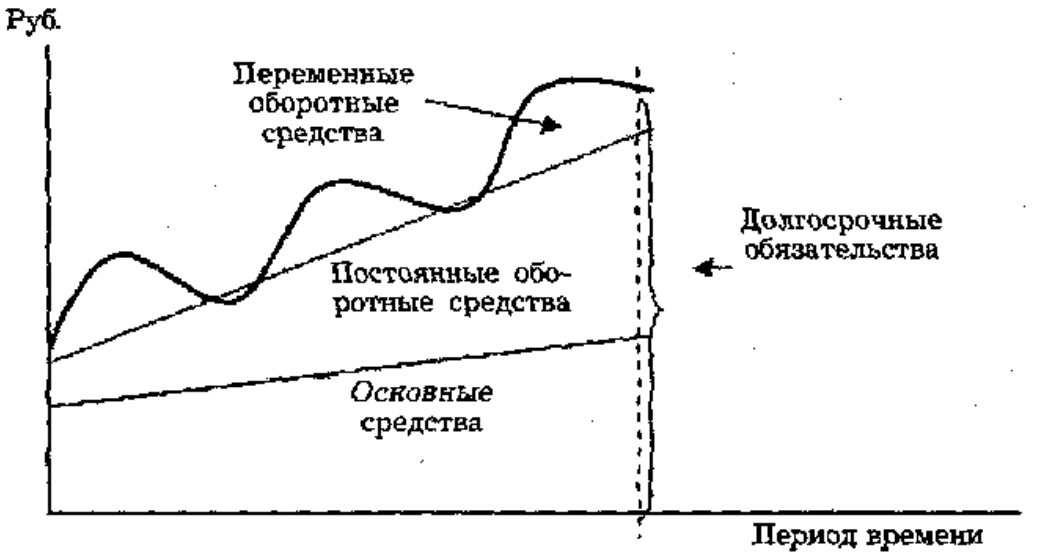


Рис. 4.3. Консервативная стратегия

Агрессивная политика финансирования в значительной мере вызывается тем, что краткосрочные заемные средства обходятся дешевле, чем долгосрочные. Поэтому некоторые компании готовы пожертвовать безопасностью ради шанса получить более высокие прибыли.

На рис. 4.3 показан механизм консервативного подхода. При этом подходе долгосрочный капитал используется для финан-

сирования всех основных и постоянных оборотных средств и части или даже всех переменных оборотных средств, вызванных циклическими сезонными и другими колебаниями потребностей. Консервативность означает не только традиционность поведения фирмы, но и осторожность характера руководителя компании.

Политика консервативного или очень осторожного подхода наиболее надежна с точки зрения сохранения высокого уровня платежеспособности по обязательствам компании. Однако обеспечение высокой надежности при финансировании оборотных средств компания расплачивается повышенными затратами по обслуживанию более дорогого долгосрочного капитала. Кроме того, предоставление долгосрочных займов может сопровождаться особыми требованиями банка, которые нередко приводят к ограничению самостоятельности компании.

Финансовому менеджеру необходимо стремиться к наращиванию чистого оборотного капитала компании. Увеличение стоимости чистого оборотного капитала является важным условием финансовой устойчивости компании. Однако надо при этом любая компания имеет обязательства, часть которых не только выгодна, но и может быть обусловлена технологией производства или порядком расчетов.

Например, производство елочных украшений имеет сезонный характер.

В компании «Старт» размер активов колеблется от 1400 тыс. руб. до 1480 тыс. руб. Иначе говоря, постоянные активы компании составляют 1400 тыс. руб. и состоят из 1000 тыс. руб. основных средств и 400 тыс. руб. постоянной части оборотных средств плюс переменная величина оборотных средств, которая колеблется от 0 до 80 тыс. руб.

В течение второго полугодия компания организует производство елочных игрушек и начинает их продавать в декабре. При этом часть продукции продается оптовым покупателям в кредит. Следовательно, к концу года уровень товарно-материальных запасов резко снизится по сравнению со среднегодовым. А дебиторская задолженность по этой же причине возрастет.

По данным таблицы в июне 2005 г. товарно-материальные запасы возрастут по сравнению с декабрем 2004 г. с 200 тыс.руб.

до 400 тыс. руб. Одновременно возрастет кредиторская задолженность с 60 тыс.руб. до 100 тыс. руб. Хотя дебиторская задолженность сокращается со 160 тыс. руб. до 40 тыс. руб.

Таблица 4.1

Баланс на 31 декабря 2004 г. и прогноз на 30 июня 2005 г. компании «Старт» (тыс. руб.)

Актив			Пассив		
статья	фактически 31.12.04	прогноз 30.06.05	статья	фактически 31.12.04	прогноз 30.06.05
Денежные средства и ликвидные ценные бумаги	40	40	Кредиторская задолженность	60	100
Дебиторская задолженность	160	40	Задолженность по оплате труда	30	20
Запасы	200	400	Налоги к уплате	30	20
Оборотные средства	400	480	Векселя к оплате	100	160
Основные средства (остаточная стоимость)	1000	1000	Текущая часть долгосрочных пассивов	80	80
			Краткосрочные пассивы	300	380
			Долгосрочные пассивы	300	280
			Собственный капитал	800	820
Баланс	*1400*	*1480*	*Баланс*	*1400*	*1480*

Таким образом, оборотные средства за полугодие увеличиваются с 400 тыс. руб. до 480 тыс. руб., компании необходимо профинансировать эти дополнительные 80 тыс. руб. Возросли расходы на зарплату в связи с ростом производства, что привело к снижению задолженности по оплате труда и по налогам к уплате на 20 тыс.руб. Следовательно, требуется внешнее финансирование на 60 тыс. руб. Это привело к увеличению суммы векселей к оплате на эту величину.

Необходимо отметить, что в составе общей суммы краткосрочных пассивов приведена текущая часть долгосрочных пассивов (т.е. подлежащая выплате в отчетном году). Ее величина определяется принятыми ранее долгосрочными финансовыми решениями и не зависит от решений в области оборотных средств. Тем не менее даже если срок погашения долгосрочного займа

наступит в следующем году, его можно условно принять за краткосрочное обязательство.

По данным таблицы компания «Старт» придерживается агрессивной политики. Предположим, что 80 тыс. руб. – часть долгосрочного кредита, предназначенная к погашению в текущем периоде, будет профинансирована путем нового долгосрочного кредита.

Таким образом, компания «Старт» имеет основные средства в размере 1000 тыс. руб. и долгосрочные обязательства на сумму 1180 тыс. руб. (80 тыс. руб. — возобновленный долгосрочный кредит, 300 тыс. руб. — оставшаяся часть долгосрочного кредита, 800 тыс. руб. — акционерный капитал). Из них 1000 тыс. руб. пойдет на финансирование основных средств и лишь 180 тыс. руб. останется на покрытие оборотных средств. При этом компания имеет «бесплатного» краткосрочного кредита на сумму 120 тыс. руб. (60 тыс. руб. — кредиторская задолженность, 30 тыс. руб. — начисления по заработной плате, 30 тыс. руб. — начисления по налогам).

Таким образом, у компании для обеспечения постоянного уровня оборотных средств остается потребность в дополнительном финансировании 100 тыс. руб. Эти средства привлекаются за счет краткосрочных кредитов (100 тыс. руб. — векселя к оплате).

4.3. Анализ оборотного капитала

Цель анализа — своевременное выявление резервов повышения интенсивности и эффективности использования оборотного капитала. Устойчивость финансового состояния во многом зависит от оптимального размещения средств по стадиям процесса кругооборота: снабжения, производства и сбыта продукции. Размеры вложения капитала в каждую стадию кругооборота зависят от отраслевых и технологических особенностей предприятий. Например, для предприятий с материалоемким производством требуется вложение большого капитала в производственные запасы, для предприятий с длительным циклом производства — в незавершенное производство и т. д.

Как видно из приведенной табл. 4.2, наиболее высокий удельный вес в оборотных активах предприятия составляют запасы (52,9%). Некоторое увеличение доли дебиторской задол-

женности (3,6%) и готовой продукции (1,7%), а также сокращение доли денежной наличности (−1,7%) и краткосрочных финансовых вложений (−1,8%) свидетельствует о проблемах со сбытом продукции и ухудшении финансового состояния предприятия.

Следует также отметить повышение риска вложений в результате увеличения доли высокорисковых и сокращения доли низкорисковых активов. После этого изучаются отдельные виды оборотных активов.

Таблица 4.2

Анализ состава, структуры и динамики оборотных активов

Вид оборотных активов	Наличие средств, тыс. руб.			Структура средств, %		
	на начало года	на конец года	изменение	на начало года	на конец года	изменение
Общая сумма оборотных активов	28000	38000	10000	100	100	–
Из них:						
Денежные средства	3440	4045	605	12,3	10,6	–1,7
Краткосрочные финансовые вложения	1600	1460	–140	5,7	3,9	–1,8
Дебиторская задолженность	6615	10350	3735	23,6	27,2	3.6
В том числе обеспеченная векселями	1500	2200	700	5,4	5,8	0,4
Налоги по приобретенным ценностям	1600	2050	450	5,7	5,4	-0,3
Запасы	14745	20095	5350	52,7	52,9	0,2
В том числе						
сырье и материалы	10000	13500	3500	35,7	35,5	–0,2
незавершенное производство	2420	2750	330	8,7	7,3	–1,4
готовая продукция	2125	3545	1420	7,6	9,3	1,7
расходы будущих периодов	200	300	100	0,7	0,8	0,1
По участию в операционном процессе:						
в сфере производства	14745	20095	5350	52,7	52,9	0,2
в сфере обращения	13255	17905	4650	47,3	47,1	-0,2
По степени риска вложения:						
минимального	5040	5505	465	18,0	14,5	-3,5
среднего	21530	30520	8990	76,9	80,3	3,4
высокого	1430	1975	545	5,1	5,2	0,1

Оборачиваемость капитала вместе с рентабельностью характеризует интенсивность использования средств предприятия.

Коэффициент оборачиваемости определяется по формуле:

$$K_{об} = \frac{Выручка\ от\ реализации}{Среднегодовая\ стоимость\ капитала}.$$

Обратный показатель называется коэффициентом капиталоемкости и рассчитывается по формуле:

$$K_{е} = \frac{Среднегодовая\ стоимость\ капитала}{Выручка\ от\ реализации}.$$

Интенсивность использования средств, вложенных в оборотный капитал, характеризует *длительность оборота*, которая соответствует времени от инвестирования средств в сырье и материалы до получения денежных средств за отгруженную продукцию. Она определяется по формуле:

$$T_{ц} = \frac{Среднегодовая\ величина\ оборотного\ капитала}{Однодневная\ выручка\ от\ реализации}.$$

Средние остатки всего капитала и его составных частей рассчитываются по средней хронологической: половина суммы на начало периода плюс остатки на начало каждого следующего месяца плюс половина остатка на конец периода и результат делится на число месяцев в отчетном периоде.

При определении оборачиваемости всего капитала учитывается общая выручка от всех видов продаж. При определении оборачиваемости только операционного капитала учитывается только выручка от реализации продукции.

Оборачиваемость совокупного капитала зависит также от его структуры: чем выше доля оборотного капитала, тем выше коэффициент оборачиваемости и выше длительность оборота всего совокупного капитала, т.е.:

Коб.сов.кап. = Коб.об.акт × Уоб.акт

Дсов.кап. = Доб.акт. / Уоб.акт.

На анализируемом предприятии длительность оборота совокупного капитала сократилась на 25 дней, а коэффициент увеличился на 0,3.

Таблица 4.3

Анализ длительности оборота капитала

Показатели	Прошлый год	Отчетный год	Изменение
Выручка от реализации продукции, тыс. руб.	70000	90000	20000
Среднегодовая стоимость совокупного капитала, тыс. руб.	36000	40000	4000
в том числе оборотного капитала	18000	22000	4000
Удельный вес оборотных активов в общей сумме капитала	0,5	0,55	0,05
Коэффициент оборачиваемости совокупного капитала	1,95	2,25	0,3
в том числе оборотного	3,89	4,1	0,21
Длительность оборота совокупного капитала, дни	185	160	-25
в том числе оборотного	92,6	88	-4,6

С помощью метода цепных подстановок можно рассчитать влияние структуры капитала и скорости оборота на динамику показателей.

Таблица 4.4

Факторы изменения оборачиваемости совокупного капитала

Фактор изменения оборачиваемости совокупного капитала		Уровень результативных показателей	
скорость оборота оборотного капитала	доля оборотного капитала	коэффициент оборачиваемости	длительность оборота совокупного капитала, дни
Прошлого года	Прошлого года	3,89 × 0,5 = 1,95	92,6/0,5 = 185
Прошлого года	Отчетного года	3,89 × 0,55 = 2,14	92,6/0,55 = 168
Отчетного года	Отчетного года	4,1 × 0,55 = 2,25	88/0,55 = 160
Изменение общее		2,25 – 1,95 = 0,3	160 – 185 = –25
в том числе за счет:			
Структуры капитала		2,14 – 1,95 = 0,19	168 – 185 = –17
Скорости оборота оборотного капитала		2,25 – 2,14 = 0,11	160 – 168 = –8

Таблица 4.5

Анализ длительности оборота оборотного капитала

Показатели	Прошлый год	Отчетный год	Изменение
Общая сумма оборотного капитала	18000	22000	4000
в том числе в			
запасах	7000	8000	1000
незавершенном производстве	3000	4000	1000
готовой продукции	1700	2500	800
дебиторской задолженности	3300	4500	1200
денежной наличности и краткосрочных финансовых вложениях	3000	3000	–
Выручка от реализации продукции, тыс. руб.	70000	90000	20000
Общая длительность оборота оборотного капитала, дни	92,6	88	– 4,6
в том числе в			
производственных запасах	36	32	– 4
незавершенном производстве	15,5	16	0,5
готовой продукции	8,6	10	1,4
дебиторской задолженности	17	18	1
денежной наличности	15,5	12	– 3,5

В оценке финансового состояния компании большое внимание уделяется соотношению оборотных средств и краткосрочных обязательств. Это соотношение называется *коэффициентом общей ликвидности оборотных средств:*

$$K_{общ.} = \frac{Оборотные\ средства}{Краткосрочные\ обязательства}.$$

Коэффициент общей ликвидности характеризует способность компании погасить свои краткосрочные задолженности (обязательства). Однако при неблагоприятных обстоятельствах, когда потребуется в короткие сроки погасить задолженности, компания может не успеть это сделать. Одна из причин — наличие в составе оборотных средств трудно реализуемых запасов, т.е. сырья, незавершенного производства и непроданной готовой продукции. Способность компании в короткие сроки погасить краткосрочные обязательства может характеризовать

коэффициент срочной ликвидности оборотных средств за минусом запасов:

$$K_{\text{сроч.}} = \frac{\textit{Оборотные средства} - \textit{Запасы}}{\textit{Краткосрочные обязательства}}.$$

Коэффициент срочной ликвидности показывает, в какой степени и в приемлемые сроки можно погасить краткосрочные обязательства компании за счет оборотных средств без учета стоимости запасов.

Таким образом, чем больше превышение оборотного капитала над краткосрочными обязательствами, тем меньше риск потери платежеспособности компании.

4.4. Формы финансирования краткосрочных обязательств

4.4.1. Основные источники краткосрочного финансирования

Краткосрочные обязательства представляют собой сумму задолженностей предприятия различным юридическим и физическим лицам, каждая из этих задолженностей должна быть погашена в течение срока, не превышающего один год. Долгосрочные обязательства представляют собой заемный капитал компании. Отличительной особенностью заемного капитала является то, что он передается предприятию на сравнительно продолжительное время (более одного года) и должен быть возвращен владельцу капитала единовременно или по частям с выплатой фиксированного заранее оговоренного процента. Собственный капитал вкладывается ее владельцами на неопределенный промежуток времени и не предполагает возврата когда-либо в будущем. Владельцы собственного капитала, в отличие от владельцев заемного капитала, не рассчитывают на получение фиксированного вознаграждения. Это вознаграждение зависит от результатов деятельности предприятия и выплачивается в виде дивидендов.

Краткосрочный кредит как способ финансирования активов компании обладает по сравнению с долгосрочными займами своими преимуществами и недостатками.

Самое существенное преимущество краткосрочного займа — это *высокая скорость получения займа*. Краткосрочную ссуду можно получить быстрее, чем долгосрочную. При предоставлении долгосрочного кредита кредиторы тщательней изучают финансовое положение компании. Кредитный договор разрабатывается детально, поскольку в течение многолетнего «кредитного» срока могут произойти различные события, в том числе *по не зависящим от компании обстоятельствам*. Однако, как правило, достаточно обычна ситуация, когда компании в срочном порядке требуются деньги, например, для проведения спекулятивной операции. В этом случае компания должна обратиться на рынок краткосрочных кредитов.

Следующее преимущество краткосрочных кредитов по сравнению с долгосрочными ссудами — это *гибкость получения займа. Потребность в деньгах нередко носит сезонный или* цикличный характер и компании просто незачем постоянно иметь обязательства по обслуживанию долгосрочных источников финансирования.

Следующее решающее преимущество краткосрочных кредитов — это *более низкая их стоимость* по сравнению с долгосрочными. Как правило, ставки процентов по краткосрочным *займам ниже, чем по долгосрочным*.

В то же время работа с краткосрочными источниками финансирования для компании связана со значительными рисками. Причины этому следующие.

Во-первых, при долгосрочном займе процентные издержки заранее известны и вполне определенные, а при использовании краткосрочных кредитов процентные издержки могут иметь *значительные и не всегда прогнозируемые колебания. Поэтому* условия краткосрочного кредита от раза к разу могут иметь большие различия.

Во-вторых, возможна ситуация банкротства, когда компания не в состоянии оказывается погасить сразу несколько своих краткосрочных займов, по которым наступил срок платежей, а кредитор отказывается продлить (пролонгировать) займы. *Подобные ситуации случаются не столь редко*, как это кажется, особенно в условиях политической и экономической нестабильности в обществе.

Основное назначение краткосрочных обязательств — это финансирование оборотных средств, т. е. краткосрочные пасси-

вы должны обеспечить необходимый уровень денежных средств для своевременного осуществления платежей; пополнения портфеля легко реализуемых ценных бумаг, финансирования запасов на необходимом уровне и проведения эффективной кредитной политики с клиентами компании.

Однако средства краткосрочных обязательств используются и на финансирование долгосрочных инвестиционных программ. Так, за счет краткосрочных источников покрывается долгосрочный долг в той части, по которой наступил срок платежа. Эта часть краткосрочных обязательств заранее определяется решениями по долгосрочному финансированию. Если кредит взят у банка, то величина выплаты процента и сумма ежегодного его погашения оговаривается заранее в кредитном договоре. Поэтому эта часть оборотных средств является константой и, следовательно, не оказывает влияния на изменения в политике управления оборотным капиталом.

За счет краткосрочных источников финансируются и основные средства. Речь идет об амортизационных отчислениях, за счет которых финансируются затраты по их восстановлению. Эти затраты, как правило, являются плановыми и их величина вполне известна. Следовательно, и эта часть затрат также не оказывает влияния на изменения в политике управления оборотным капиталом.

Текущие затраты по финансированию строительства также покрываются за счет краткосрочных обязательств. Эта часть затрат также не оказывает влияния на изменения в политике управления оборотным капиталом, поскольку эта часть краткосрочных обязательств может быть превращена в облигации под залог недвижимости. По окончании строительства, облигации могут быть погашены за счет средств, вырученных от продажи объекта строительства.

Основными источниками краткосрочного финансирования являются: *кредиторская задолженность за товары, работы и услуги (коммерческий кредит), начисления, рыночные ценные бумаги, банковские кредиты.*

Коммерческий кредит является одним из способов краткосрочного финансирования. Он предоставляется поставщиком и оформляется по-разному: векселем, авансом покупателя, открытым счетом. Его возникновение связано с совершаемыми

фирмой сделками. Так, при закупках у других фирм товаров, сырья, комплектующих в кредит у рассматриваемой фирмы возникает долг, который учитывается в виде кредиторской задолженности. Чем дольше период погашения кредиторской задолженности и больше объем реализации закупок, тем значительнее дополнительное финансирование для фирмы.

Коммерческий кредит и счета начислений относятся к внутренним источникам финансирования, они считаются спонтанными, так как их объем зависит от масштаба деятельности компании.

Одним из наиболее перспективных видов коммерческого кредитования является использование простых и переводных векселей предприятий. Выписанный какой-либо фирмой простой вексель может служить платежным средством в цепочке, связывающей несколько предприятий. Поскольку вексель, выписанный предприятием, считается менее надежным, чем банковский вексель, нередко ликвидность таких финансовых инструментов поддерживается банком в форме аваля — банковской гарантии оплатить вексель в случае непогашения его фирмой, выпустившей вексель. Обращение в банк за авалем может осуществляться как в момент выписки векселя, так и на любом этапе его обращения в качестве платежного средства.

Роль банков в обращении векселей предприятий не сводится только к выдаче гарантий. Банки могут обеспечивать учет (досрочное погашение) векселей, а также участвовать в предварительном отборе участников вексельного конгломерата.

Что касается переводного векселя предприятия, то при его использовании решается не только задача краткосрочного финансирования, но и происходит существенное сокращение времени и денежных средств в пути. Действительно, если фирма А должна фирме Б, а фирма В, в свою очередь, должна А, то А может выписать вексель на В с просьбой уплатить по нему фирме Б. В этом случае вместо движения средств от В к А и затем от А к Б происходит однократное движение от В к Б.

Из трех типов предоставления коммерческого кредита — *открытые счета, векселя и акцептованные накладные* — наиболее широко распространены *открытые счета*. Поставщик отправляет товар покупателю и выписывает накладную, в которой указывает вид поставляемого товара, его цену, общую

стоимость поставки и условия продажи. Формально покупатель не предоставляет письменных обязательств, свидетельствующих о том, что сумма взята в долг у продавца. Продавец предоставляет кредит, основываясь на информации о кредитоспособности покупателя

Иногда вместо открытого счета применяют *простой вексель*. Покупатель выписывает вексель, который служит подтверждением задолженности продавцу. Вексель должен быть оплачен к определенной дате. Так поступают, когда продавец желает официально оформить задолженность, например, если срок платежа по открытому счету истекает, продавец может потребовать от покупателя предоставления векселя.

Акцептованные товарные накладные — это еще один способ формально зафиксировать задолженность покупателя. Продавец выписывает на имя покупателя переводной вексель-тратту, который является указанием произвести оплату в определенный момент. Продавец не отгружает товары до тех пор, пока покупатель не акцептует тратту. Если мы имеем дело с векселем на предъявителя, *покупатель обязан произвести оплату* после получения товарных документов. При таком виде оплаты коммерческий кредит не предоставляется.

Акцептуя вексель, покупатель указывает банк, в котором вексель будет оплачен при наступлении срока платежа. После акцепта вексель становится акцептованной товарной накладной и в зависимости от кредитоспособности покупателя может обращаться на рынке ценных бумаг. Если товарная накладная ликвидна, то продавец может продать ее на рынке со скидкой и, таким образом, получить деньги за товар немедленно. По истечении срока платежа владелец накладной представляет ее в банк, указанный для оплаты.

Условия продажи. Так как применение простого векселя и товарной накладной достаточно ограничено, мы не будем подробно останавливаться на этих финансовых инструментах. Дальнейшее обсуждение будет посвящено открытым счетам. Условия продажи для кредита данного типа могут сильно различаться. Эти условия, указанные в счете, можно разделить на несколько групп согласно длительности периода оплаты и условиям скидки

COD и CBD — кредит не предоставляется. Условие COD (cash on delivery) *означает оплату при получении* товара. Риск

продавца заключается в том, что покупатель может отказаться от товара. В этом случае продавец теряет затраты на отгрузку товара. Иногда продавец может потребовать предварительной оплаты — CBD (cash before delivery) для того, чтобы избежать риска. При условии COD и CBD продавец не предоставляет покупателю кредит. Условие CBD следует отличать от условия поэтапного платежа, которое достаточно широко применяется в некоторых отраслях. При поэтапной оплате покупатель оплачивает услуги производителя на различных этапах производства вплоть до даты фактической поставки конечной продукции. Например, авиационные заводы требуют поэтапной оплаты от авиакомпаний, поскольку деятельность этих заводов связана с большими объемами промежуточных вложений средств.

«Чистый период» — скидка отсутствует. При предоставлении кредита продавец определяет срок платежа. Условие «чистые 30» означает, что счет или вексель должен быть оплачен в 30-дневный срок. Если продавец осуществляет ежемесячные поставки, он может пользоваться таким условием, как «чистые 15 EOM», которое означает, что все товары, отгруженные до конца месяца, должны быть оплачены до 15 числа следующего месяца.

«Чистый период» со скидкой. Помимо кредита продавец может предоставить покупателю скидку, если задолженность оплачена в начале «чистого периода». Условие «2/10, чистые 30» означает, что продавец предоставляет покупателю 2-процентную скидку, если задолженность оплачена в 10-дневный срок, в противном случае покупатель должен оплатить полную сумму в 30-дневный срок. Обычно скидка предоставляется покупателю, чтобы стимулировать досрочную оплату. Существует оптимальный размер скидки, которую может предоставить продавец. Денежная скидка отличается от торговой скидки и от количественной скидки. Торговая скидка больше для одной группы покупателей (например, оптовиков), чем для другой (например, розничных торговцев). Количественная скидка предоставляется крупным поставщикам.

Коммерческий кредит — это источник средств, так как покупатель не обязан оплачивать товары до того, как они поставлены. Если фирма автоматически оплачивает свои векселя через определенное количество дней после выписки наклад-

ной, коммерческий кредит становится «встроенным» источником финансирования, интенсивность использования которого изменяется вместе с производственным циклом.

По мере расширения производства, а соответственно и объема закупок, увеличивается объем кредиторской задолженности, что обеспечивает часть средств, необходимых для финансирования роста производства. По мере сокращения производства сумма задолженности также уменьшается. В данных условиях коммерческий кредит не является контролируемым источником финансирования. Его объем целиком зависит от плана закупок фирмы, который в свою очередь зависит от ее производственного цикла.

Наиболее типичной считается ситуация, при которой платеж осуществляется в последний день установленного периода, однако фирма может отсрочить платеж и на период после истечения срока платежа. Издержки такой отсрочки подразделяются на два вида: издержки отказа от использования скидки и возможное ухудшение кредитного рейтинга. Если фирма злоупотребляет отсрочиванием выплат, то от этого страдает рейтинг ее кредитоспособности. Поставщики будут относиться к фирме с опасением и могут настаивать на достаточно жестких условиях продажи, если вообще решат иметь с ней дело. При оценке компании банки и другие кредиторы не доверяют компании, проявляющей медлительность в расчетах. Таким образом, существуют определенные издержки, связанные с ухудшением кредитной репутации фирмы, хотя они с трудом поддаются измерению.

Преимущества коммерческого кредита:

- всегда может быть предоставлен, так как кредиторы рассчитывают на продолжение деловых отношений;
- не может рассматриваться как залоговая имущественная стоимость;
- при его применении не начисляются проценты (или они минимальны);
- существует возможность продления его срока, если фирма вновь окажется в трудном положении.

Фирме необходимо сопоставить преимущества коммерческого кредита и издержки отказа от скидки, альтернативные издержки, связанные с возможным ухудшением кредитного

рейтинга, если она отсрочивает платеж, и возможное увеличение продажной цены, которую назначает продавец. Кредиторская задолженность большинства фирм представляет собой форму непрерывного кредитования. В этом случае нет необходимости формально организовывать финансирование, оно уже имеет место. Если в настоящее время фирма использует скидку, то возможно дополнительное кредитование посредством уплаты по счетам точно в установленный срок.

Пример. Торговый кредит – это спонтанный источник финансирования, так как его возникновение зависит лишь от совершаемых сделок. Если фирма имеет ежедневную потребность в сырье 10 тыс. руб. на условиях оплаты в 30 дней, то она будет иметь краткосрочный 30-дневный кредит в размере 300 тыс. руб. Если размер закупок увеличится вдвое, то вдвое возрастет и кредиторская задолженность до 600 тыс. руб. Таким путем фирма получит дополнительные 300 тыс. руб. Аналогично при увеличении срока оплаты с 30 до 40 дней кредиторская задолженность увеличится с 300 тыс. руб. до 400 тыс. руб.

Таким образом, на размер финансирования влияют объем закупок и период погашения задолженности. При продаже в кредит сумма сделки отражается в документах продавца в виде дебиторской задолженности, а у покупателя — в виде кредиторской. Если кредиторская задолженность превышает дебиторскую, то это называется нетто-получение торгового кредита (receiving net trade credit). Если дебиторская задолженность превышает кредиторскую, то это называется нетто-предоставление торгового кредита (extending net trade credit). Для мелких фирм характерна первая ситуация, а для крупных — вторая.

Формула расчета годовой цены дополнительного кредита при отказе от скидки:

$$Ld = \frac{d}{V} \times \frac{360}{T} \times 100\% ,$$

где Ld — цена применения коммерческого кредита, %;

d — размер скидки, руб.;

V — сумма оплаты за вычетом скидки, руб.;

T — количество дней использования суммы оплаты без скидки.

Или

$$Ld = \frac{d}{1 - \frac{d}{100}},$$

где d — размер скидки, %.

Допустим, ваше предприятие ежедневно получает сырье на условиях 2/10, брутто 30. Общая сумма поставок — 5000 тыс. руб. Платежи осуществляются вовремя в течение 30 дней (на 30-й день). Предприятию предложили получить скидку 2%, если оно оплатит счет в течение 10 дней. Процентная ставка по банковским кредитам в среднем составляет 35%. Какое принять решение?

$$L_d = \frac{100}{4900} \times \frac{360}{20} \times 100\% = 36{,}7\%.$$

Предложенные условия получения скидки неприемлемы, так как выгоднее взять кредит в банке.

Недостатки коммерческого кредита связаны с тем, что удлинение его срока или само его получение нередко оказывается проблематичным либо из-за его неэффективности для продавца, *либо из-за ненадежности оплаты поставки*, сделанной на условиях открытого счета или документарного инкассо в силу низкой кредитоспособности покупателя. В случае, если фирма постоянно продлевает сроки кредиторской задолженности, ей будет отказано в предоставлении денежных скидок и рейтинг ее кредитоспособности заметно понизится.

Начисления (accruals) — еще не выплаченная задолженность, начисленная по заработной плате, налогам, процентам дивидендам. Счета начислений представляют собой источник спонтанного финансирования даже в большей степени, чем счета кредиторов. Наиболее распространенные счета начислений — это счета заработной платы и налогов. Расходы по этим счетам начисляются, но сразу не оплачиваются. Обычно определяется дата, когда должна быть произведена оплата. Подоходный налог выплачивается ежеквартально, налог на собственность — каждые полгода. Заработная плата обычно выплачивается ежемесячно, реже два раза в месяц. Суммы по счетам начислений, как и счетам кредиторов, имеют тенденцию к увеличению с расширением масштабов деятельности.

Оказание услуг оплачивается, но работники не получают заработную плату и не ожидают этого до тех пор, пока не закончится период, за который производится оплата. Длительность этого периода определяет руководство компании, хотя на нее могут влиять государственные органы или профсоюзы. Аналогично налоги не выплачиваются до наступления установленного срока. Таким образом, начисления представляют собой источники беспроцентного финансирования.

К сожалению, для компании начисления не относятся к контролируемому финансированию. Что касается налогов, то в роли кредитора выступает государство, оно требует оплаты точно в срок. Если компания находится в тяжелом финансовом положении, она может отсрочить уплату налога на короткое время, но тогда она должна уплатить штраф. Она также может отсрочить выплату заработной платы за счет работников, однако последние могут отреагировать на это жалобой, снижением производительности или переходом на другое предприятие.

Начисленная заработная плата частично контролируется компанией, поскольку она может изменять частоту выплаты зарплаты и, таким образом, влиять на объем финансирования. Если временной интервал между последним рабочим днем периода, за который выплачивается заработная плата и днем выплаты, остается постоянным, то чем менее часты дни выплаты, тем больше объем финансирования.

Рыночные ценные бумаги представляют собой краткосрочные финансовые вложения предприятия с целью получения, как правило, фиксированного дохода. К числу наиболее распространенных вариантов краткосрочных финансовых инвестиций относятся государственные и муниципальные (региональные) долговые обязательства, которые выпускаются их эмитентами на период не более одного года, акцептованные банком векселя, т.е. векселя, выплату по которым гарантирует банк, депозитные сертификаты – свидетельства о временном банковском вкладе, на которые начисляются проценты.

Кроме того, к рыночным ценным бумагам относятся фьючерсные, форвардные и опционные контракты, которые представляют собой специальный вид вторичных финансовых инструментов, базирующихся на разнообразных контрактах на обязательную или возможную покупку или продажу первичных

финансовых инструментов (ценных бумаг предприятия или государства).

Следует подчеркнуть, что под термином «рыночные ценные бумаги» понимаются «чужие» ценные бумаги, т.е. не бумаги данного предприятия. Компания прибегает к приобретению рыночных ценных бумаг с целью наиболее рационального использования временно свободных денежных средств. Предприятие рассчитывает впоследствии продать эти бумаги с выгодой или дождаться момента их погашения и получить основную часть долга и процентное вознаграждение.

Кредитная линия (line of credit) — договор между банком и его клиентом, представляющий собой обещание банка предоставить клиенту определенную сумму денег до некоторого лимита в течение определенного срока.

Обычно договор заключается на 1 год и через год подлежит обновлению. Часто кредитная линия возобновляется после того, как банк получает заверенный аудитором годовой отчет о деятельности компании и возможность изучить результаты этой деятельности. Объем кредита базируется на оценке банком кредитоспособности заемщика и его потребности в средствах. В зависимости от изменения этих условий кредитная линия может быть возобновлена, начиная со срока прекращения действия предыдущего соглашения или даже ранее, если возникла необходимость изменить условия.

Кредитная линия может оформляться в виде *письменного* кредитного соглашения клиента с банком или являться результатом *устной* договоренности (обычно в странах с развитой кредитной системой). Кредитная линия открывается *под регулярное использование*. Различают обусловленную (связанную) и необусловленную кредитные линии. При открытии *связанной кредитной линии* банк предоставляет возможность фирме использовать денежные средства только под определенные цели. В случае *необусловленной* кредитной линии фирма может использовать полученный кредит на любые цели. Так как некоторые банки рассматривают этот вид кредитования как сезонное или временное финансирование, они могут потребовать, чтобы заемщик в определенное время не пользовался кредитом.

Несмотря на массу преимуществ для заемщика, кредитная линия не представляет собой формального обязательства банка

предоставить кредит. Заемщика часто информируют о заключении соглашения посредством извещения о том, что банк хотел бы предоставить кредит на определенную сумму.

Такое письмо не является юридическим обязательством банка. Если бы кредитоспособность заемщика ухудшилась в течение года, банк мог бы отказаться от предоставления кредита. Однако в большинстве случаев банк считает такое соглашение своим обязательством.

Револьверный кредит (revolving credit) — автоматически возобновляемый кредит (или аккредитив), кредитная линия. Юридически формализованный контракт о предоставлении кредита на некую максимальную сумму в течение определенного периода.

Если финансовое положение фирмы не изменяется, то ранее предоставленная ей кредитная линия пролонгируется на фиксированный срок (обычно на год). При пересмотре кредита уточняются следующие параметры кредита: размер кредитной линии, процентная ставка по кредиту и другие условия. Револьверная кредитная линия может быть и *обеспеченной,* если банк требует внесения залога для ее открытия.

Револьверный кредит в отличие от кредитной линии представляет собой юридическое обязательство предоставлять кредит в пределах установленного объема на протяжении установленного периода. Пока обязательство сохраняет силу, банк должен предоставлять кредит, когда бы заемщик ни пожелал, при условии, что общая его сумма не превысит определенной максимальной величины.

Пример. В течение 5 лет банк обязуется предоставить компании кредиты на сумму 100 млн. руб. А компания должна выплачивать ежегодно банку комиссионные за невыбранную часть кредита в размере 0,5 % невостребованной части. Иными словами, даже если компания не востребует кредит, то ей придется выплатить банку 500 тыс. руб., что ежемесячно составляет 41 666 руб. Если в начале первого года будет получен кредит в размере 50 млн. руб., то ежегодные комиссионные с оставшейся суммы составят 250 тыс. руб. Кроме того, придется выплатить проценты по сумме кредита. Такой процент формируется под воздействием рыночной конъюнктуры.

Краткосрочные банковские кредиты отражены в балансе по статье «векселя к оплате» и являются вторым по важности

источником краткосрочного финансирования после торгового кредита.

В настоящее время наиболее известны следующие формы банковского кредитования:

- срочный кредит;
- контокоррентный кредит;
- онкольный кредит;
- учетный кредит;
- акцептный кредит;
- ломбардный кредит;
- аваль-кредит и др.

Срочный кредит — прямой, необеспеченный кредит на срок не более 90 дней, обычно оформляемый в виде простого векселя, подписанного заемщиком.

В странах с недостаточно развитыми рыночными отношениями и законодательством вместо простого векселя оформляется обычное *специальное кредитное соглашение* между банком и фирмой. Денежные средства по срочному займу предоставляются единовременно в полной сумме и возвращаются с процентами в полной сумме займа одномоментно.

Заимствование средств таким способом фирма осуществляет в *исключительных ситуациях*, когда возникают неожиданные потребности в фондах. Поэтому срочные займы имеют *высокую стоимость*, связанную с высокими административными издержками по оформлению и исполнению договоров такого типа.

Контокоррентный кредит (от ит. conto corrent — текущий счет) предусматривает ведение банком текущего счета клиента с оплатой поступивших расчетных документов и зачислением выручки. Клиенту открывается единый счет в банке, по которому проводятся все расчетные и кредитные операции. Такая форма кредитования очень удобна, но применяется только при высоком доверии банка клиенту. Если средств клиента оказывается недостаточно для погашения обязательств, банк кредитует его в пределах установленной в кредитном договоре суммы, т. е. контокоррент может иметь и дебетовое, и кредитовое сальдо.

Существуют специальные *овердрафтные счета*, когда банк кредитует клиента сверх установленной кредитным договором

суммы. Овердрафт рассматривается как своеобразная ссуда клиенту, которая должна быть погашена в короткие сроки и по процентной ставке, превышающей среднерыночную.

Онкольный кредит (от англ. on call — по требованию) является разновидностью контокоррента и выдается, как правило, под залог товарно-материальных ценностей или ценных бумаг. В пределах обеспеченного кредита банк оплачивает все счета клиента, получая право погашения кредита по первому своему требованию за счет средств, поступивших на счет клиента, а при их недостаточности — путем реализации залога. Процентная ставка по этому кредиту ниже, чем по срочным ссудам.

Учетный (вексельный) кредит предоставляется банком векселедержателю путем покупки (учета) векселя до наступления срока платежа. Векселедержатель получает от банка указанную в векселе сумму за вычетом учетного процента, комиссионных платежей и других накладных расходов. Закрытие кредита осуществляется на основании извещения банка об оплате векселя.

Известны и другие формы кредитования с помощью банковского векселя. Например, предприятие может приобрести банковский вексель по цене ниже номинала и использовать его в качестве платежного средства. Последнее в цепочке предприятие в нужный момент предъявит вексель банку для погашения и получит означенную в нем сумму. Предприятие, купившее банковский вексель, получает дополнительный источник краткосрочного финансирования (разница между номиналом векселя и уплаченной за него суммой), кроме того, не происходит срыва платежей в цепочке.

Акцептный кредит используется в основном во внешней торговле и предоставляется поставщиком импортеру путем акцепта банком выставленных на него экспортером тратт.

Аваль — поручительство за лицо, обязанное по векселю, обычно на лицевой стороне векселя или аллонже. Банк, выдавший такую гарантию (авалист), отвечает за платеж по векселю в том же объеме, что и лицо которому он дан, т. е. несет солидарную ответственность. Авалист, оплативший вексель, имеет право требовать возмещения платежа, за которое он дал аваль, а также с лиц, ответственных перед последним.

Ломбардный кредит осуществляется в форме банковского кредита под залог депонируемых в банке ценных бумаг.

В залог обычно принимаются ценные бумаги, котирующиеся на бирже или имеющие организованный свободный рынок.

Сумма кредита составляет от 50 до 80% их курсовой стоимости. Срок кредита обычно не превышает трех месяцев.

Контракт на получение ломбардного кредита может предусматривать различные условия выплаты долга: заемщик может весь долг погасить единовременным платежом в срок, предусмотренный контрактом; может в этот срок выплатить лишь часть долга, а оставшуюся часть погашать в следующем периоде; может быть предусмотрен вариант на продление срока погашения на следующие три месяца. При расчетах учитывается точное количество дней в месяце, продолжительность года принимается равной 360 дней.

В случае, если заемщик не погасит кредит вовремя, он обязан рассчитаться с кредитором по увеличенной (штрафной) процентной ставке за весь период просрочки платежа. Если кредит все же не будет погашен, право собственности переходит к кредитору, который реализует имущество и удерживает из выручки сумму долга вместе с начисленными процентами.

Пример. Какую величину кредита получит клиент?

Банк предоставляет кредит в размере 80% курсовой стоимости ценных бумаг под 10% годовых. Затраты на обслуживание долга составляют 1% от номинальной суммы кредита и удерживаются вместе с процентным платежом в момент предоставления кредита. В случае просрочки выплаты долга клиент рассчитывается за каждый день просрочки по ставке 12% годовых. Залог — 300 ценных бумаг курсовой стоимостью по 100 руб. Срок кредита с 12 июня по 12 сентября (91 день).

Курсовая стоимость пакета = 300 × 100 = 30 000 руб.

Номинальная величина кредита = 0,8 × 30 000 = 24 000 руб.

$$\text{Процентный платеж} = \frac{0{,}1 \times 24\,000 \times 91}{360} = 607 \text{ руб.}$$

Затраты на обслуживание долга = 0,01 × 24 000 = 240 руб.

Сумма полученного кредита = 24 000 − 607 − 240 = 23 153 руб.

Допустим, что клиент расплатится 1 октября, тогда процентный платеж за 20 просроченных дней по штрафной ставке составит:

$$\frac{0{,}12\times 24\,000\times 20}{360}=160\,\text{руб.}$$

Таким образом, клиент должен вернуть банку 24000 + 160 = = 24 160 руб.

Клиент получает фактически меньшую сумму, чем номинальная величина кредита.

Пример. Найти величину залога при заданной сумме кредита.

Требуемая сумма кредита 40 000 руб. на 3 месяца на 92 дня. Банк предоставит кредит в размере 75% стоимости залога под 12% годовых и за обслуживание долга взыскивает 400 руб.

Дивизор (процентный ключ) $= \frac{T}{r}=\frac{360}{0{,}12}=3000$ (это сумма, с которой при данной ставке r получают 1 руб. дохода в день).

$$\text{Процентный платеж} = \frac{40\,400\times 92}{3000-92}=1278\,\text{руб.}$$

$$\text{Или } \frac{0{,}12\times 40\,400\times 92}{360}=1278\,\text{руб.}$$

Таким образом номинальная величина кредита составит: 40 000 + 400 + 1278 = 41 678 руб.

$$\text{Стоимость залога} = \frac{41678}{0{,}75}=55\,571\,\text{руб.}$$

Можно решить иначе:

$$0{,}75x-\frac{0{,}75x\times 0{,}12\times 92}{360}-400=40\,000$$

x = 55 571 руб.

Размер процентной ставки — особо важная категория для банка, так как колеблемость процентных ставок во времени резко возрастает.

Ставки банковского процента могут рассчитываться тремя способами: *простой процент, дисконтный процент, добавленный процент.*

Простой процент. При получении кредита под простой процент (simple interest) заемщик получает номинальную сумму кредита и возвращает ее с процентами по истечении определенного срока. Например, сумма кредита 100 000 руб., срок 1 год, 20%. К возврату через год 100 000 руб. + 20 000 руб.

При получении кредита сроком на год и более номинальная ставка равна эффективной. Если срок менее года, например 180 дней, эффективная ставка рассчитывается:

$$(1 + 0{,}2 : 2)^2 - 1 = 0{,}21, \text{ или } 21\%$$

Эффективная ставка выше, так как в данном случае банк получает процент раньше, чем при кредите на один год.

Дисконтный процент. При предоставлении кредита с дисконтным процентом (discount interest) банк вычитает процент заранее. Иначе говоря, заемщик получает сумму кредита меньше номинальной на величину процента.

Пример. Сумма кредита на условиях дисконтного процента 100 000 руб., банковская ставка 20%, срок 1 год. Заемщик получит 80 000 руб.

Эффективная ставка составит:

$$20\,000 \;/\; 100\,000 - 20\,000 = 0{,}25, \text{ или } 25\%$$

или $20\% \;/\; 1{,}0 - 0{,}2 = 25\%$.

Если заемщику требуется 100 000 руб., то он должен занять 125000 руб. Он получит 100 000 руб. $= 125\,000 - 0{,}2 \times 125\,000$.

При этом увеличение номинальной суммы кредита не отразится на эффективной ставке. Если кредит взят на срок менее года, то эффективная годовая ставка на условиях дисконтного процента рассчитывается по формуле (на три месяца):

$$(1{,}0 + 5000 \;/\; 100\,000 - 5000)^4 - 1 = 0{,}2277, \text{ или } 22{,}77\%,$$

т.е. при уменьшении срока кредита уменьшаются процентные выплаты.

Добавленный процент (ссуда с погашением в рассрочку). Кредит с добавленным процентом (add-on interest) — это ссуда на небольшую сумму, например для покупки компьютера в кредит. В этом случае выплата процентов и возврат основной суммы осуществляются равными частями в течение срока пользования кредитом. Процент начисляется на основе номинальной ставки и добавляется к основной сумме кредита.

Пример. Сумма кредита 100 000 руб., номинальная ставка 20%. Кредит должен быть погашен с процентами путем равных ежемесячных платежей в течение 12 месяцев. Это означает, что всей суммой кредита 100 000 руб. вы можете пользоваться только в течение первого месяца года, а в дальнейшем она равномерно сокращается, и в последний месяц заемщику остается только 1/12 часть суммы.

Ежемесячные выплаты составят 120 000 руб. : 12 = 10 000 руб. Фактически вся сумма процентных выплат уплачивается в середине года, т.е. за половину кредита. Примерная величина эффективной годовой ставки составит:

$$20\,000 \;/\; 100\,000 : 2 = 0{,}4, \text{ или } 40\%,$$

более точно ее можно рассчитать через ставку аннуитета: $(1 + k_d)^{12} - 1{,}0$.

Компенсационный остаток. Иногда банк требует, чтобы в течение срока пользования кредитом заемщик держал на текущем счете 10—20% его номинальной суммы. Фактически это означает увеличение банковской ставки. Если фирме требуется 800 000 руб., а компенсационный вклад по требованию банка составляет 20%, то сумма кредита должна быть увеличена до 1 000 000 руб. Если банковская ставка 8%, то общая сумма процента составит 1 000 000 × 0,08 = 80 000 руб. Так как со счета можно снять лишь 800 000 руб., то фактическая ставка составит 80 000 руб : 800 000 руб. = 0,1, или 10%.

Простой процент в сочетании с компенсационным остатком. Банк дает кредит 100 000 руб. сроком на один год под 20%

на условиях процента и поддержания компенсационного остатка 10% величины кредита. Компании придется занять большую сумму:

100 000 руб./ 1,0 – 0,1 = 111 111 руб.

На эту сумму и будут начисляться проценты: 0,2 × 111 111 = = 2222 руб. Эффективная годовая ставка составит: 2222 руб. / / 100 000 = 0,2222, или 22,22%.

Дисконтный процент в сочетании с компенсационным остатком. Условия кредитования предполагают поддержание компенсационного остатка при начислении дисконтного процента. В этом случае если компании необходима сумма 100000 руб. на один год при тех же условиях, то ей понадобится занять еще большую сумму:

100 000 руб. / 1,0 – 0,2 – 0,1 ≈ 142 857 руб.

В данном случае эффективная годовая ставка составит:

20% / 1,0 – 0,2 – 0,1 = 28,57%

Таким образом, сочетание дисконтной ставки и компенсационного остатка привело к увеличению годовой ставки с 20% до 28,57%. Хотя, если на текущем счете компании есть средства, они могут они могут полностью или частично заменить остаток. Компания может также получать в данном банке проценты *по депозитным вкладам. Это может привести к снижению* эффективной банковской ставки.

Обеспечение кредита. Возможности своевременного получения банковского кредита существенно расширяются, если потенциальный заемщик готов предоставить надежное обеспечение. Существуют различные типы обеспечения банковского кредита: гарантии, поручительство, залог.

Чаще всего в качестве обеспечения краткосрочных займов используются такие текущие активы, как запасы и дебиторская задолженность. Однако не все компании по качеству запасов и дебиторской задолженности равноценны перед заимодав-

цами. Например, компания — дилер по продаже ходовых легковых автомобилей с хорошо оборудованным терминалом имеет первоклассное обеспечение в виде запасов — автомобилей. Если же в качестве запасов взять скоропортящийся продукт, например, молочные изделия, то, скорее всего, эти запасы вряд ли могут служить сколько-нибудь надежным обеспечением кредита и вряд ли какой-либо банк отважится предоставить под них кредит. Не могут служить надежным обеспечением и запасы низкой ликвидности, т.е. те активы, которые по разным причинам не пользуются спросом.

То же самое можно сказать и о качестве дебиторской задолженности в качестве кредитного обеспечения (цессия). Если клиенты компании солидны и респектабельны и их история задолженности безупречна, то дебиторская задолженность в качестве обеспечения будет достаточно высоко оценена и охотно принята в качестве обеспечения заемных средств. Если же дебиторская задолженность просрочена, то она будет оценена крайне низко либо ее цена будет равна нулю.

Ссуды под обеспечение запасами. Запасы представляют собой достаточно ликвидные активы и, следовательно, могут служить неплохим обеспечением ссуды. Как и при ссуде под залог дебиторской задолженности, кредитор определяет размер аванса как процент от стоимости залога. Этот процент варьируется в зависимости от качества запасов. Некоторые виды запасов, такие как топливо, высоколиквидны и в хороших условиях могут долго храниться. Степень безопасности, требуемая кредитором по ссуде под такой залог, очень мала, а авансируемый процент может доходить до 90%. С другой стороны, рынок для высокоспециализированного оборудования может быть настолько мал, что кредитор вообще не захочет авансировать средства под такое обеспечение. Таким образом, не каждый вид запасов может служить обеспечением по ссуде.

Существует множество способов приобретения кредитором определенных прав на запасы, и мы рассмотрим их по очереди. Согласно первым трем методам *(изменяющийся залог, залог движимого имущества и расписка о передаче имущества в доверительное управление)* запасы остаются в собственности заемщика. В соответствии с двумя последними (*товарные квитанции на хранение на складах общественного пользования и складах заемщика*) запасами владеют третьи лица.

Изменяющийся залог (floating lien) — общий залог группы активов, таких как счета дебиторов и запасы, без активов, определенных особым образом. В соответствии с зарубежной практикой заемщик может заложить запасы «в общем», без спецификации их конкретных видов. В этом случае кредитор получает изменяющийся залог на все запасы заемщика. Этот залог является неопределенным по своей природе, и кредитор может счесть, что управлять им слишком сложно. Зачастую изменяющийся залог только играет роль дополнительной защиты и не оказывает влияния на решение о том, будет выдана ссуда или нет. Даже если обеспечение достаточно ценное, кредитор обычно стремится к тому, чтобы дать лишь умеренный аванс, поскольку трудно установить строгий контроль за обеспечением. Изменяющийся залог может быть использован для покрытия запасов и дебиторской задолженности, а также расходов по инкассированию задолженности. Эта форма предоставляет кредитору залог на основную долю текущих активов фирмы. Кроме того, залог может быть сделан на любой период и включать как существующие, так и будущие запасы и обеспечение.

Закладная на движимое имущество. Залог движимого имущества (chattel mortgage) — залог под собственность, обычно оборудование, служащую обеспечением ссуды. При *залоге движимого имущества* запасы идентифицируются по серийному номеру или каким-либо другим признакам. Заемщик пользуется правом собственности на товары, а кредитор имеет залог на запасы. Эти запасы не могут быть проданы без согласия кредитора. Из-за жестких требований идентификации эти закладные вряд ли пригодны для запасов с быстрым оборотом или запасов, которые идентифицируются с трудом из-за их размеров или других причин. Закладная данного вида вполне пригодна для определенных капитальных активов, таких как механические инструменты.

Ссуды под трастовые договоры. Трастовый договор (trust receipt) — расписка в получении имущества в доверительное управление. Используется в случае кредита, имеющего обеспечение, когда товары управляются по доверенности кредитора. Трастовый договор используется для обеспеченного кредитования, когда товары передаются в доверительное управление кре-

дитора. При ссуде под трастовый договор заемщик управляет запасами и средствами от их продажи по доверенности и в пользу кредитора.

Наиболее типичный пример применения такого типа кредитования — продажа оборудования или потребительских товаров длительного пользования. Производитель автомобилей поставляет машины дилеру, который финансирует оплату этих машин через финансовую компанию. Финансовая компания платит производителю за поставленные машины. Дилер подписывает трастовый договор, в котором определяется, что необходимо делать с товаром. Автомобильный дилер продает машины, но должен передавать выручку от продажи кредитору в качестве платежа по ссуде. Запасы в тресте в отличие от запасов, находящихся в изменяющемся залоге, строго идентифицируются по серийному номеру и другим признакам.

Финансовая компания периодически проверяет машины, имеющиеся в наличии у дилера. Серийные номера этих машин сверяют с номерами, указанными в трастовом соглашении. Цель проверки — выяснить, не продал ли дилер машины без перевода выручки в адрес финансовой компании.

По мере приобретения дилером новых машин у изготовителя, подписывается новый трастовый контракт. Затем дилер берет кредит под новый залог, управляя этим залогом по доверенности. Хотя при ссуде под трастовый контракт осуществляется более жесткий контроль над залогом, чем при изменяющемся залоге, существует риск, что запасы будут реализованы без передачи выручки кредитору. Следовательно, кредитор должен провести оценку надежности дилера прежде, чем осуществить финансирование.

Ссуды под товарную квитанцию склада общественного пользования (terminal warehouse receipt loan) — заем, обеспеченный товарами, находящимися на складе общественного пользования, квитанция которого есть у кредитора.

Заемщик обеспечивает *ссуду под товарную квитанцию склада общественного пользования,* помещая запасы на такой склад. Ссуда под товарную квитанцию склада общественного пользования — ссуда, обеспеченная товаром на этом складе; квитанция на этот товар хранится у кредитора. Компания — владелец склада (складская компания) выписывает квитанцию,

которая свидетельствует о праве на определенный товар, который размещен на складе этой компании.

Эта квитанция даст кредитору право на товар как на обеспечение, под которое может быть выдан кредит. В этом случае склад может выдать залог заемщику только с согласия кредитора. Следовательно, кредитор может установить жесткий контроль за залогом и возвратить его только тогда, когда заемщик выплатит часть ссуды. Для своей защиты кредитор обычно требует от заемщика, чтобы он застраховал свой товар с выплатой в пользу кредитора.

Складские квитанции могут быть как передаваемыми, так и непередаваемыми. Непередаваемые квитанции выписываются на имя одной из сторон — в данном случае кредитора, который получает права на распоряжение товаром и имеет единоличную власть в вопросе его выдачи заемщику.

Передаваемая квитанция может быть передана посредством индоссамента. Для получения товара со склада необходимо предъявить квитанцию складскому работнику. Эта квитанция используется тогда, когда товар во время хранения переходит от одной стороны к другой. В случае с непередаваемыми квитанциями товар со склада может быть выдан только по письменному разрешению. Большая часть ссуд такого рода делается под непередаваемые квитанции.

Ссуда под товарные квитанции склада заемщика (field warehousing) — средство обеспеченного финансирования, когда товары, служащие обеспечением ссуды, хранятся в помещении заемщика под контролем лиц, уполномоченных банком. У заемщика эти товары отделяют от остальных запасов, и кредитор имеет право их удерживать.

Эти ссуды предоставляются под товары, хранящиеся в помещениях заемщика. В этом случае на складской территории заемщика выделяется место для хранения товара, служащего обеспечением ссуды. Доступ к товару имеет лишь складская компания, которая таким образом устанавливает жесткий контроль за ним. Товары, которые служат залогом, отделяются от остальных запасов заемщика. Складская компания выписывает квитанцию, аналогичную описанной в предыдущем разделе, и кредитор предоставляет кредит на основании залоговой цены товара.

Такой вид кредита является полезным инструментом финансирования, когда нежелательно из-за дороговизны или из-за неудобства размещать товар на публичном складе. Предоставление ссуды под квитанцию склада заемщика приемлемо в случае, когда заемщику необходимо часто использовать запасы. Из-за необходимости оплачивать расходы складской компании, контролирующей товар, затраты в соответствии с этим способом могут быть сравнительно высокими.

Квитанция как залоговый документ хороша настолько, насколько надежна складская компания, выписывающая ее. Хорошо организованный этот вид кредитования предоставляет кредитору возможность контролировать залог; однако достаточное число примеров обмана показывает, что квитанция не всегда отражает действительную стоимость. Складской работник должен строго контролировать товар. Элеватор зерна, который должен быть заполнен, может оказаться пустым. При более тщательном рассмотрении может выясниться, что емкости с химическим концентратом на самом деле содержат воду.

Тем не менее банки стараются избегать практики погашения кредитов за счет реализации залога, так как это связано со многими трудностями.

Во-первых, реализация залога требует длительного времени для выполнения всех требований законодательства. Например, если допущенное должником нарушение обязательство незначительно, а сумма залога непропорционально велика, то суд может отказать в иске (например, заемщик погасил половину стоимости кредита).

Во-вторых, возникает проблема достаточности предложенного обеспечения для покрытия суммы кредита и начисленных процентов. Например, государственная пошлина может составить 5% от суммы иска, реализация залога в короткие сроки может снизить стоимость реализуемого имущества на 10%, расходы на содержание, охрану и страхование залога могут составить еще 10%, банковский процент может составить 25%. Итого стоимость обеспечения должна превышать сумму кредита примерно на 50%. Кроме того, необходимо учитывать также физический и моральный износ, затраты на демонтаж и т. д. Наилучшим обеспечением в таких условиях можно считать сочетание различных видов залога.

Качество и размер дебиторской задолженности. Оценивая просьбу о предоставлении ссуды, кредитор анализирует качество дебиторской задолженности фирмы для того, чтобы определить, какой объем кредита может соответствовать такому обеспечению. Чем выше качество дебиторских счетов фирмы, тем выше объем кредита, определяющийся процентом от номинальной стоимости закладываемой дебиторской задолженности. Кредитор не обязан принимать в качестве обеспечения все дебиторские счета заемщика; обычно счета, имеющие низкий кредитный рейтинг или вообще не имеющие рейтинга, не могут служить обеспечением. В зависимости от качества заложенной дебиторской задолженности кредитор предоставляет кредит в размере 50—80% ее номинальной стоимости.

Предположим, кредитор решил предоставить фирме кредит в размере 75% номинальной стоимости заложенной дебиторской задолженности. Затем фирма посылает кредитору реестр счетов, содержащий наименования дебиторов, даты выписки счетов и суммы счетов. Иногда кредитор требует свидетельство об отгрузке товара, например счет. После получения реестра счетов кредитор предлагает заемщику подписать вексель и договор о предоставлении обеспечения. Затем фирма получает ссуду в размере 75% номинальной стоимости счетов, указанных в реестре.

Ссуда под вексель может быть получена *с уведомлением* или *без уведомления*. При *цессии с уведомлением* дебитору сообщают о совершении цессии, и денежные переводы он направляет уже в адрес кредитора. В этом случае заемщик не сможет удержать платеж в свою пользу.

Во втором случае клиенты фирмы не извещаются о том, что их счета были использованы в качестве обеспечения по ссуде. Когда фирма получает платеж по счету, она переводит его вместе с другими аналогичными платежами кредитору. Кредитор сопоставляет суммы платежа и счета и сокращает объем задолженности, заемщика на 75% общей суммы платежа. Оставшиеся 25% относятся на кредит счета заемщика в этом банке. При *цессии без уведомления* кредитору необходимо принять меры предосторожности, дабы увериться в том, что заемщик не удержит платежный чек.

Кредитование под залог дебиторской задолженности является методом более или менее длительного финансирования. По мере того, как фирма генерирует новые дебиторские счета, приемлемые для кредитора, эти счета закладываются и прибавляются к базе обеспечения, под которую фирма берет ссуды. Новые дебиторские счета заменяют старые в соответствии с изменениями в базе обеспечения, изменяется и объем кредитования. По мере создания новой дебиторской задолженности фирма имеет возможность брать ссуды для финансирования этого процесса. Таким образом, ей открыт доступ к «встроенному» финансированию.

4.4.2. Дополнительные источники краткосрочного финансирования

Конкуренция на товарных рынках и рынках услуг заставляет идти на более гибкие взаимоотношения между поставщиком и покупателем. Снижение цен, улучшение качества товаров и услуг, расширение товарной номенклатуры, организация бесплатной доставки и т.п. — лишь некоторые из мероприятий, к которым вынужден прибегать поставщик в современных условиях в стремлении найти и удержать покупателя. К перечисленному ряду также можно отнести предоставление поставщиком отсрочек платежа за продаваемый товар и оказываемые услуги.

В такой ситуации у предприятия-поставщика обостряется проблема нехватки оборотных средств, для решения которой может использоваться один из наиболее эффективных способов финансирования текущих активов — *факторинг*.

Как известно, начало операциям факторинга положил созданный в Англии еще в XVII в. Дом факторов (House of Factors). В то время крупные европейские торговые дома имели свои представительства в колониях — фактории, которые возглавляли факторы (торговые посредники по сбыту товаров на незнакомых иностранным производителям рынках). Перед фактором, знавшим товарный рынок, платежеспособность покупателей, законы и торговые обычаи данной страны, ставились задачи поиска надежных покупателей, хранения и сбыта товара, а также последующего инкассирования торговой выручки.

Большое количество факторинговых компаний возникло в конце XIX века в США. Они являлись агентами «дель-кредере» немецких и английских поставщиков одежды и текстиля, а в силу больших расстояний между населенными пунктами в Америке и различий в законодательствах разных штатов предоставляли услуги местным производителям. Del credere agent — торговый агент, гарантирующий оплату всех товаров, которые он продает от имени своего принципала, если его клиент окажется неплатежеспособен. В качестве компенсации риска неплатежа он взимает дополнительное комиссионное вознаграждение.

Факторинг — это комплекс финансовых услуг, оказываемых банком клиенту в обмен на уступку дебиторской задолженности. Эти услуги включают:

- финансирование поставок товаров;
- страхование кредитных рисков;
- учет состояния дебиторской задолженности и регулярное предоставление соответствующих отчетов клиенту;
- контроль за своевременностью оплаты и работа с дебиторами.

Иначе говоря, это продажа дебиторской задолженности специализированному финансовому институту (факторинговой компании) обычно без права обратного требования.

После поставки товара дебитору поставщик предоставляет банку накладную и сразу же получает в форме аванса значительную часть, до 90% от суммы поставки, не дожидаясь платежа от своего покупателя. Остатки средств по поставкам (за вычетом комиссии банка) зачисляются на расчетный счет поставщика по мере их фактической оплаты покупателями на факторинговый счет банка. Иными словами, в данном случае банк выступает в качестве лица, авансирующего товарный кредит, предоставляемый поставщиком покупателю с последующим возвратом ему остатка суммы поставки.

Поставщик получает возможность планировать свои финансовые потоки вне зависимости от платежной дисциплины покупателей, будучи уверенным в безусловном поступлении средств из банка против акцептованных товарно-транспортных документов по поставкам с отсрочками платежа.

На факторинговое обслуживание могут быть приняты не только крупные поставщики, но и небольшие компании.

Предъявляется лишь требование к наличию у потенциального клиента диверсифицированной дебиторской задолженности, т. е. к наличию хотя бы десятка постоянных покупателей. Естественно, торговля производится с отсрочкой платежа (договор о консигнации товаров не подойдет). Причем сотрудничество с банком по факторингу не накладывает на клиента обязательства об открытии расчетного счета в этом банке.

Этот договор заключается между Поставщиком и Фактором на неопределенный срок и действует пока обе стороны удовлетворены взаимным сотрудничеством. В рамках договора поставщик имеет возможность передавать фактору новых дебиторов и поставки в их адрес без дополнительной бумажной волокиты.

С ростом количества дебиторов риски Фактора размываются и комиссия снижается. Также Поставщик уплачивает Фактору плату за использование денежных ресурсов, которая на несколько пунктов выше ставки по кредитам. Размер этой платы зависит от срока оборачиваемости дебиторской задолженности Поставщика. В России Фактор обычно требует предоставления оригиналов документов по произведенной поставке (счет фактура и товарно-транспортная накладная), взимая незначительную комиссию за регистрацию этих документов. В западной же практике такая составляющая комиссии тоже существует, но часто Поставщик присылает в факторинговую компанию электронный файл, содержащий книгу продаж за определенный срок, оригиналы документов по поставкам предоставляются позднее.

В операциях внутреннего факторинга обычно участвуют три стороны — Поставщик, Покупатель и Фактор. Фактор производит проверку и Поставщика, так как существует риск предоставления им поддельных документов по поставкам, что может повлечь за собой финансовые потери Фактора. Во избежание появления «плохих долгов» от покупки некоторых счетов или долгов отдельных Покупателей Фактор может отказаться либо предложить соглашение о покупке дебиторской задолженности с правом регресса, т. е. обратного требования к Поставщику. В этом соглашении оговаривается срок наступления регресса, на какие долги он распространяется, в какой срок и каким образом происходит его исполнение.

В России обычно регресс наступает через 30 дней после истечения отсрочки платежа, но Поставщик имеет возможность

согласия Фактора продлить отсрочку платежа при наличии объективных трудностей у Покупателя. Наличие регресса не сводит риски Фактора к нулю, а лишь снижает их. При факторинге с регрессом Фактор не берет на себя кредитный риск, то есть риск неплатежа Покупателя вообще, а принимает ликвидный риск-риск неоплаты в срок, что происходит гораздо чаще. Российские покупатели не отличаются четкой платежной дисциплиной. Платеж Покупателя через 3—5 дней после истечения отсрочки общепринятая практика.

Стоит отметить, что наличие у Фактора права регрессного требования к Поставщику несколько снижает для него стоимость факторингового обслуживания (приблизительно на 15—20%), поэтому для Поставщика имеет смысл переуступать с правом регресса дебиторскую задолженность надежных Покупателей, имеющих хорошую и давнюю кредитную историю, снижая тем самым свои издержки на факторинговое обслуживание.

Факторинг бывает как *открытый* (disclosed factoring), так и *закрытый* (undisclosed factoring). При открытом факторинге дебитор уведомлен о том, что в сделке участвует фактор и осуществляет платежи на его счет, выполняя тем самым свои обязательства перед Поставщиком. В случае же закрытого факторинга продавец не хочет раскрывать причин, заставивших его воспользоваться услугами Фактора. Дебитор не ставится в известность о наличии договора факторингового обслуживания и продолжает перечислять средства Поставщику, который в свою очередь индоссирует их в пользу Фактора. В настоящее время возможность применения закрытого факторинга в российских условиях ограничена, так как приводит к резкому увеличению рисков Фактора. Глава 43 Гражданского кодекса РФ п. 1 ст. 830 гласит: «Должник обязан произвести платеж финансовому агенту при условии, что он получил от клиента либо от финансового агента письменное уведомление об уступке денежного требования данному финансовому агенту и в уведомлении определено подлежащее исполнению денежное требование, а также указан финансовый агент, которому должен быть произведен платеж». Обычно процедуру уведомления дебитора о переуступке долга Фактору берет на себя Поставщик, потому что Покупатель воспримет это психологически и технологически проще, нежели получив это уведомление от Фактора.

Некоторые Поставщики перед принятием решения о переходе на факторинговое обслуживание беспокоятся о том, что работа Фактора может отразиться на их клиентской базе.

Помимо финансирования оборотных средств, при факторинге поставщик получает следующий ряд услуг:

Страхование рисков, связанных с отсрочкой платежа. Заключая договор факторинга, компании получают возможность исключить риски, связанные с поставкой товаров в кредит: риск неполучения платежа от покупателя в срок; риск неоплаты товара; риск резкого изменения рыночной стоимости денежных ресурсов; риск изменения курса доллара в период отсрочки платежа по поставке.

Эффективная работа с дебиторской задолженностью. Начиная работать с факторинговой компанией, у поставщика появляется независимый контролер, который позволяет свести потери от продаж в кредит к минимальным показателям. Организация сбыта продукции, при которой менеджер по продажам отвечает и за продажи, и за своевременный приход денег на расчетный счет содержит в себе противоречие. Соответственно, передавая функции контроля за платежами факторинговой компании, поставщик получает возможность независимого контроля за состоянием своей дебиторской задолженности и может сосредоточиться на основных задачах бизнеса: производстве и реализации продукции.

Таким образом, административное управление дебиторской задолженностью включает в себя:

- проверку платежной дисциплины и деловой репутации действующих и потенциальных покупателей поставщика;
- ежедневный мониторинг состояния дебиторской задолженности;
- управление задолженностью покупателей;
- установку и обновление лимитов финансирования на дебиторов (рекомендательные лимиты отгрузок).

Информационно-аналитическое обслуживание предполагает ежедневную отчетность о движении денежных средств, аналитику по состоянию дебиторской задолженности (отгрузки, платежи и пр.), интеграцию с бухгалтерскими системами компании.

Консалтинг (рекомендации по бухгалтерскому учету факторинговых операций, по управлению рисками при товарном кредите, проведение совместных PR-акций и рекламных кампаний и др.).

Среди российских компаний, внедривших факторинг в свой бизнес можно отметить такие известные производственные компании, как кондитерская фабрика «Красный Октябрь», ЗАО «Сальмон Интернешнл» (замороженные продукты). Также можно назвать ряд крупных оптовиков и дистрибьюторов. Это ЗАО «ТК Мистраль» (Heinz, «Зеленый великан»), ЗАО «Виго люкс» (нижнее белье DIM), ООО «Русмед М» (бытовая химия), ООО «Ступени-опт» (молочные продукты), ЗАО «Аптека-холдинг» (лекарственные препараты). Большинство из вышеперечисленных фирм является поставщиками продуктов питания или товаров повседневного спроса. Это связано с тем, что такие товары наиболее ликвидны и их оборачиваемость не столь велика.

Однако, принимая решение о заключении с банком договора факторинга, финансовый менеджер должен знать, что не всякие права требования могут быть предметом договора факторинга. Так, коммерческие банки, как правило, соглашаются приобретать права требования, срок исполнения которых не настал, и которые:

- принадлежат исключительно лицу, уступающему права требования, и не обременены правами третьих лиц, не находятся в залоге, не находятся под арестом и могут беспрепятственно переуступаться;
- предполагают получения от должника денег (права требования от должника каких-либо других активов не могут быть предметом факторинга);
- являются бесспорными, в частности в отношении самого существования права требования, срока платежа и суммы платежа;
- подтверждены соответствующими документами (например, актом сверки взаимных расчетов);
- не могут прекратить свое существование (быть погашены) в связи с наличием у должника встречных прав требования (например, путем взаимозачета);
- не являются и не могут в ближайшем будущем стать предметом судебных споров.

Затраты на факторинг. За несение риска и обслуживание дебиторской задолженности факторинговая компания получает комиссионные, которые обычно составляют около 1% номинальной стоимости дебиторской задолженности. Величина комиссии варьируется в зависимости от размера отдельных счетов, объема задолженности по ним и их качества. Так как задолженность, проданная факторинговой компании, инкассирована на протяжении определенного периода, фирма может захотеть получить оплату за продажу дебиторских счетов до того, как будет выплачена задолженность. По этому авансу она должна выплачивать определенный процент. Авансовый платеж является кредитной составляющей функций факторинговой компании в дополнение к риску и обслуживанию дебиторских счетов. За выполнение этой дополнительной функции компания требует компенсацию.

Пример. Если общая сумма задолженности равна 10 тыс. долл., а комиссионные факторинговой компании — 2%, последняя прокредитует фирму на сумму 9800 долл. Если фирма хочет использовать эту сумму до того, как будут инкассированы все дебиторские счета, она должна заплатать определенный процент, скажем 1,5% в месяц, за использование средств. Если она хочет денежный аванс, а средний срок инкассации счетов составляет 1 месяц, то затраты на выплату процентов равны приблизительно $0{,}15 \times 9800$, или 147 долл. Таким образом, общие затраты на факторинг складываются из комиссионных факторинговой компании и процентов, если фирма использует средства до того, как инкассирована задолженность. Если фирма не переводит средства на свой счет до полного взимания задолженности, то процент не начисляется. В третьем случае фирма может не требовать свои средства у факторинговой компании после инкассирования задолженности, тогда она будет получать от этой компании процент за использование средств.

Ниже приведена сравнительная характеристика факторинговых и кредитных операций.

На данный момент предоставлением факторинговых услуг на территории Российской Федерации занимаются в основном кредитные учреждения. Это связано с тем, что гл. 43 ГК РФ ст. 825 устанавливает: «В качестве финансового агента договоры финансирования под уступку денежного требования могут

Таблица 4.6

Сравнительная характеристика преимуществ кредита и факторинга

Кредит	Факторинг
Кредит возвращается Банку заемщиком	Факторинговое финансирование погашается из денег, выплачиваемых дебиторами клиента
Кредит выдается на фиксированный срок	Факторинговое финансирование выплачивается на срок фактической отсрочки платежа
Кредит выплачивается в обусловленный кредитным договором день	Факторинговое финансирование выплачивается в день поставки товара
Кредит, как правило, выдается под залог	Для факторингового финансирования никакого обеспечения не требуется
Кредит выдается на заранее обусловленную сумму	Размер фактического финансирования не ограничен и может безгранично увеличиваться по мере роста объема продаж клиента
Для получения кредита необходимо оформлять огромное количество документов	Факторинговое финансирование выплачивается автоматически при предоставлении накладной и счета-фактуры
Погашение кредита не гарантирует получение нового	Факторинговое финансирование продолжается бессрочно
Затраты на уплату процентов по банковскому кредиту относятся на себестоимость в пределах учетной ставки ЦБ РФ + 3%	Затраты на уплату факторинговой комиссии относятся на себестоимость полностью

заключать банки и иные кредитные организации, а также другие коммерческие организации, имеющие разрешение (лицензию) на осуществление деятельности такого вида».

Наибольший эффект из факторингового обслуживания извлекают предприятия-поставщики, направляющие полученные от банка факторинговые средства на расширение сбыта своей продукции благодаря тому, что удобная форма расчетов приводит к возрастанию числа покупателей и, следовательно, объемов продаж.

Франчайзинг предоставляет собой предоставление физическому или юридическому лицу за вознаграждение права использования в хозяйственной деятельности права на производство продукции или оказание услуг под фирменной маркой компании, выдающей франшизу, или по ее технологии. Контрактом может оговариваться: период, на который выдана лицензия; территория, на которой будут производиться или реализовываться товары или услуги; форма платежа (разовый платеж, периодические отчисления, смешанная форма).

По существу, эта операция не является операцией прямого финансирования предприятия. Однако она обеспечивает косвенное финансирование за счет сокращения расходов на разработку технологии производства, завоевание рынка и др. Поэтому к ней часто прибегают вновь появившиеся компании, пытающиеся утвердиться в данной сфере бизнеса и по возможности снизить риск потерь, который всегда сопровождает попытки самостоятельного создания нового производства.

В известной степени это выгодно и компании, предоставившей лицензию, поскольку происходит прямая или косвенная реклама этой компании, а также поступают платежи за пользование лицензией. В зависимости от условий контракта фирма, продающая свою лицензию, может дополнительно организовать начальное и последующее обучение своих партнеров, руководство или консультирование их деятельности, рекламу, другие виды финансового, технологического и коммерческого содействия.

Франчайзинг объединяет в себе преимущества крупного производства (экономия на управленческих расходах, рекламе, затратах на внедрение новых технологий и видов продукции, обучении персонала) и малого предпринимательства (высокая «проникающая» способность, возможность локальных контактов и знание местных условий). Оплачивая лицензию (франшизу) и «связывая» себя обязательствами по соблюдению установленных стандартов качества, малое предприятие получает взамен значительную поддержку от «родительской» фирмы — в сфере маркетинга, повышения квалификации кадров и их обучении опыту менеджмента, технического содействия (в том числе совместного использования части оборудования), в более широком доступе к сырью и т.д.

Одна из первых успешных франчайзинговых систем была применена компанией General Motors. В 1898 г. молодая компания, не имеющая достаточного наличного капитала для открытия магазинов, начала продажу паровых двигателей через систему дилеров. Эта система по сей день остается основным способом продажи автомобилей. Одними из первых франчайзеров оказались владельцы магазинов по продаже велосипедов и магазинов по продаже промышленных товаров.

Одним из наиболее наглядных и убедительных примеров развития и становления франчайзинговой системы является деятельность всемирно известной фирмы «МакДональдс», которая в настоящее время может рассматриваться как бесспорный лидер в индустрии быстрого обслуживания. Успех «МакДональдса» определила, в первую очередь, фанатичная вера в идею обеспечения высокого уровня качества обслуживания.

В России имеется опыт успешного применения франчайзинга. Одним из первопроходцев в области активного использования франчайзинга в России стала НК ОАО «ЛУКойл». Она передала в аренду на конкурсной основе ряд принадлежащих ей нерентабельных или малорентабельных объектов продуктообеспечения (АЗС, нефтебазы) коммерческим структурам, в том числе малым сбытовым компаниям, которые используют арендованную инфраструктуру и реализуют нефтепродукты под ее маркой. Подобным образом эта компания расширила реализацию своей продукции, избавилась от нерентабельных активов и регулярно получает дополнительные доходы в виде арендной платы, системы франчайзинговых отчислений (роялти и т. д.).

Операции РЕПО (repo, или repurchasing agreement) представляют собой договоры об обратном выкупе ценных бумаг. Договором предусматриваются два противоположных обязательства для его участников — обязательство продажи и обязательство покупки.

Прямая операция РЕПО предусматривает, что одна из сторон продает другой пакет ценных бумаг с обязательством купить его обратно по заранее оговоренной цене. Обратная покупка осуществляется по цене, превышающей первоначальную цену. Разница между ценами, отражающая доходность операции, как правило, выражается в процентах годовых и называется ставкой РЕПО.

Назначение прямой операции РЕПО — привлечь необходимые финансовые ресурсы. Обратная операция РЕПО предусматривает покупку пакета с обязательством продать его обратно; назначение такой операции — разместить временно свободные финансовые ресурсы.

Экономический смысл операции очевиден: одна сторона получает необходимые ей в срочном порядке денежные ресурсы, вторая — восполняет временный недостаток в ценных бумагах, а также получает проценты за предоставленные денежные ресурсы. Операции РЕПО проводятся в основном с государственными ценными бумагами и относятся к краткосрочным операциям — от нескольких дней до нескольких месяцев; в мировой практике наибольшее распространение получили 24-часовые договоры.

В последнее время стали весьма популярны трехсторонние РЕПО, когда между продавцом (заемщиком) и покупателем (кредитором) пакета ценных бумаг находится посредник (как правило, крупный банк), обязанности которого описаны в договоре. В этом случае участники договора открывают свои счета по ценным бумагам и денежным средствам в банке-посреднике; трехстороннее соглашение рассматривается как менее рискованное по сравнению с обычным. В определенном смысле договор РЕПО может рассматриваться как выдача кредита под залог.

Толлинг — производство продукции из давальческого сырья. При толлинге обработчик получает сырье для обработки, производит из него продукцию и возвращает законченный продукт владельцу, получая вознаграждение от владельца за переработку. Причем полученное сырье все время продолжает оставаться в собственности поставщика. Плата за толлинг может быть в виде денежных средств или в виде части законченной продукции.

Экономическую прибыль в основном получает владелец материалов, продающий их конечному пользователю; обработчик получает только плату за обработку. Обработчик должен убедиться в том, что его работа адекватно компенсируется. В некоторых случаях толлинг подлежит государственному квотированию.

Владелец сырья использует толлинг, если:

◆ сам владелец не является обработчиком;

◆ владелец не имеет достаточного мощностей для обработки всего его сырья, но имеет достаточный рынок для реализации конечного продукта;

◆ другое предприятие может обработать сырье гораздо дешевле.

Предприятие-обработчик может прибегнуть к толлингу, если:

◆ оно в настоящий момент не имеет иных средств финансирования и способов приобретения сырья и хочет продолжать операции с надеждой получения иных способов приобретения сырья в ближайшем будущем;

◆ ему нужно обеспечить загрузку мощностей для распределения постоянных затрат.

Взаимозачет. При взаимозачете две или более стороны погашают денежные обязательства друг перед другом путем поставки товаров. Хотя это и не денежная сделка, любое принятие товара от поставщика до поставки товаров другой стороне равносильно краткосрочному займу.

Контрольные вопросы и задания

1. Дайте понятие оборотного капитала и его классификацию.

2. От чего зависит величина оборотного капитала, его состав и структура?

3. Каковы особенности оборотных производственных фондов?

4. Каковы особенности фондов обращения?

5. В чем отличия различных стратегий финансирования оборотного капитала?

6. Что характеризуют коэффициенты общей и срочной ликвидности?

7. Каковы преимущества и недостатки краткосрочных источников финансирования?

8. Какие источники финансирования называют спонтанными?

9. При каких условиях целесообразна поставка продукции в кредит?

10. В чем преимущества коммерческого кредита?

11. В чем различия между кредитной линией и револьверным кредитом?

12. Что такое контокоррентный кредит?

13. Что такое онкольный кредит?

14. Что такое учетный кредит?

15. Что такое акцептный кредит?

16. Что такое ломбардный кредит?

17. Что такое кредит с добавленным процентом?

18. Какими способами рассчитывается ставка банковского процента?

19. Что такое компенсационный остаток?

20. Каковы последствия для компании взимания дисконтного процента?

21. Какие вы знаете способы обеспечения кредита?

22. Что включает в себя факторинговое обслуживание?

23. Дайте сравнительную характеристику преимуществ кредита и факторинга.

24. Каковы преимущества и недостатки франчайзинга?

25. Дайте сравнительную характеристику различных видов франчайзинга?

26. Что представляют собой операции РЕПО?

27. Каковы преимущества и недостатки толлинговых операций?

Задача 1. Компания закупает сырье на условиях 2/10 брутто 30 на 3 061 224 долл. в год.

1. Чему равна сумма скидки?

2. Чему равна средняя величина кредиторской задолженности за вычетом скидки?

3. Определите среднюю величину кредиторской задолженности и затраты на коммерческий кредит в случае отказа от скидки.

4. В каком случае компания откажется от скидки?

Задача 2. Компания «Факел» намерена занять 1,5 млн. руб. сроком на один год. Для этого имеются следующие варианты:

а) 9%-ная банковская ссуда на основе дисконтирования, при которой требуется наличие 15%-ного компенсационного остатка на депозитном счете компании;

б) 10%-ная банковская ссуда на основе дисконтирования, при которой требуется наличие 10%-ного компенсационного остатка на депозитном счете компании;

в) 12%-ная банковская ссуда, при которой наличия компенсационного остатка не требуется

Выбрать наиболее выгодный вариант с учетом эффективной процентной ставки.

Задача 3. Фирме требуется 50 000 дол. на покупку оборудования. Чему равна номинальная сумма кредита и эффективная годовая ставка в каждом случае?

1. Если фирма берет кредит под постоянный процент, годовая ставка 16%, срок 180 дней.

2. Если фирма берет кредит на 1 год, под 16% на условиях

а) дисконтного процента?

б) добавленного процента?

3. Если условия кредитования предполагают поддержание компенсационного остатка, составляющего 10% величины кредита, при наличии дисконтного процента, кредит также предоставляется на один год под 16%.

4. Если банк предлагает предоставить кредит сроком на 1 год под 16% на условиях простого процента и поддержания компенсационного остатка, составляющего 10% величины кредита, при условии, что остатки денежных средств фирмы в данном банке равны 2000 долл.

ГЛАВА 5
НОРМИРОВАНИЕ ОБОРОТНЫХ СРЕДСТВ В ЗАПАСАХ

5.1. Нормирование оборотных средств в производственных запасах

Нормируемыми являются только собственные оборотные средства, но не все, а лишь оборотные производственные фонды и частично фонды обращения в виде готовой продукции на складе. К ненормируемым относятся остальные элементы фондов обращения: товары отгруженные, денежные средства и средства в расчетах. *Нормирование* — установление оптимальной величины оборотных средств, необходимых для осуществления хозяйственной деятельности предприятия. На базе производственного плана разрабатывается смета затрат на производство, в которой определяется возможная себестоимость продукции, в основу определения потребности в оборотных средствах закладывается смета затрат. Существуют несколько методов расчета нормативов оборотных средств:

Метод прямого счета является наиболее точным, обоснованным, трудоемким, так как основан на определении научно-обоснованных норм запаса по отдельным элементам оборотных средств и норматива оборотных средств, т.е. стоимостного выражения запаса, который рассчитывается по каждому их элементу (частные нормативы) и в целом по нормируемым средствам (совокупный норматив).

Аналитический метод (опытно-статистический) предполагает укрупненный расчет оборотных средств в размере их средних фактических остатков. Он предполагает учет различных факторов, влияющих на организацию и формирование оборотных средств, и используется в случаях, когда не предполага-

ются существенные изменения в условиях работы и средства, вложенные в материальные запасы, имеют большой удельный вес.

Коэффициентный метод — основан на определении нового норматива на базе имеющегося с учетом поправок на изменение объема продукции. При этом все запасы и затраты подразделяются на:

- зависящие от объема производства (сырье, материалы, затраты на незавершенное производство и готовую продукцию на окладе);
- не зависящие от объема производства (запасные части, МБП, расходы будущих периодов).

По зависящим от объема производства элементам потребность планируется исходя из их размеров в базисном году, темпов роста производства и возможного ускорения оборачиваемости. По остальным элементам запасов и затрат плановая потребность определяется на уровне их средних фактических остатков.

Основным методом является метод прямого счета, при нем процесс нормирования включает несколько этапов.

1-й этап. Разработка норм запаса по отдельным видам товарно-материальных ценностей всех элементов нормируемых средств.

Запасы — часть имущества: используемая при производстве продукции, выполнении работ и оказании услуг, предназначенных для продажи; предназначенная для продажи; используемая для управленческих нужд организации.

Запасы включают в себя сырье и материалы, незавершенное производство, расходы будущих периодов, готовую продукцию на складе.

Производственные запасы включают в себя: сырье и основные материалы, вспомогательные материалы, покупные полуфабрикаты, топливо, тару, запасные части, малоценные и быстроизнашивающиеся предметы.

Нормы оборотных средств — это минимальный объем запаса по важнейшим товарно-материальным ценностям, необходимых предприятию для обеспечения нормальной работы. Нормы устанавливаются в днях запаса или в % к определенной базе (товарной продукции, объему основных фондов) и показывают длительность периода обеспеченного данным видом запа-

сов материальных ресурсов. Она зависит от норм расхода материалов в производстве, длительности производственного цикла, условий снабжения и периодически пересматривается с изменением технологии, номенклатуры изделий, цен и тарифов.

Нормы устанавливаются по следующим элементам:

- производственным запасам;
- незавершенному производству и полуфабрикатам собственного изготовления;
- расходам будущих периодов;
- запасам готовой продукции на складе.

Отдельные группы производственных запасов нормируются различными методами.

2-й этап. Определение частных нормативов по каждому элементу оборотных средств. *Норматив* показывает минимально необходимую сумму денежных средств, обеспечивающих хозяйственную потребность предприятия, т.е. это денежное выражение планируемого запаса. Нормативы оборотных средств определяются как произведение однодневного расхода материального ресурса и нормы запаса в днях:

$$Н = \text{Норма запаса (Нз), в днях} \times \text{Однодневный расход по данному элементу средств,}$$

где

$$\text{Однодневный расход} = \text{Затраты или выпуск IV квартала} / \text{Число дней в квартале.}$$

Аналогично рассчитываются нормативы по другим элементам оборотных средств.

Потребность в оборотных средствах на формирование запасов определяется в зависимости от типа производства. Однодневный расход ресурса определяется по данным о смете затрат за год или за квартал.

При равномерно нарастающем характере производства однодневный расход ресурса определяется по данным сметы затрат IV квартала предстоящего года (рис. 5.1).

При равномерном характере производства однодневный расход можно определить по данным любого квартала (рис. 5.2).

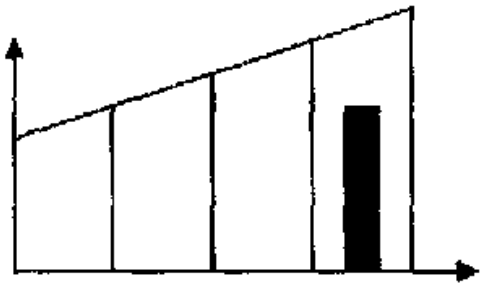


Рис. 5.1



Рис. 5.2

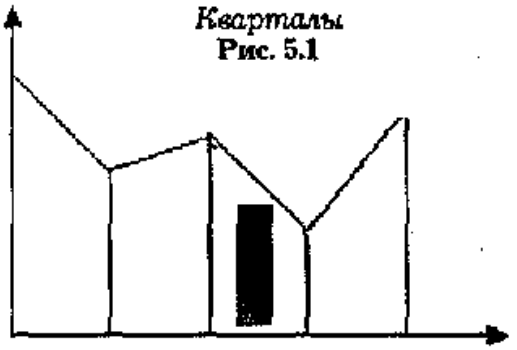


Рис. 5.3

В условиях сезонного характера производства однодневный расход определяется по смете затрат с минимальным объемом производства, так как потребность сверх минимума покрывается заемными средствами (рис. 5.3).

3-й этап. Завершается процесс нормирования установлением *совокупного норматива* оборотных средств (Нос)

$$Нос = Нпз + Ннп + Нр.бп + Нгп,$$

где Нпз — норматив производственных запасов;

Ннп — норматив незавершенного производства;

Нр.бп — норматив расходов будущих периодов;

Нгп — норматив на готовую продукцию.

Потребность предприятия в ненормируемых оборотных средствах определяется расчетным путем, а управление ими осуществляется с помощью краткосрочного кредитования. Однако эта потребность по сравнению с нормированием устанавливается не так жестко.

Управление запасами означает определение потребности в этих запасах, обеспечивающей бесперебойный процесс производства и реализации продукции. Определение потребности предприятия в финансовых ресурсах для создания конкретных видов запасов осуществляется посредством нормирования оборотных средств. При этом должны быть минимизированы затраты, авансируемые в указанные виды ресурсов.

Решение этой задачи означает установление постоянно необходимой минимальной величины собственных оборотных средств, обеспечивающих устойчивое финансовое состояние предприятия.

В целях нормального хода производства и сбыта продукции величина запасов должна быть оптимальной. Чрезмерное накопление запасов приводит к замораживанию оборотного капитала предприятия, замедлению его оборачиваемости. Увеличивается налог на имущество и расходы на хранение материалов, снижается ликвидность и в результате ухудшается финансовое состояние в целом.

В то же время нехватка запасов может привести к перебоям процесса производства, к недогрузке производственной мощности, росту себестоимости, убыткам. Это также может привести к ухудшению финансового состояния.

Поэтому предприятие должно стремиться к тому, чтобы размер запасов обеспечивал бесперебойный ход производства и в то же время не приводил к их залеживанию на складах.

Интенсивность использования средств, вложенных в запасы, характеризует *длительность оборота*, которая соответствует времени хранения их на складе от момента поступления до передачи в производство. Она определяется по формуле:

$$Д_з = \frac{Средние\ остатки\ запасов}{Однодневный\ расход\ запасов}.$$

Таблица 5.1

Определение длительности оборота запасов

Показатели	Прошлый год	Отчетный год
Средние остатки производственных запасов, тыс. руб.	7000	9000
Сумма израсходованных запасов, тыс. руб.	36000	50000
Длительность оборота запасов, дни	70	65

Приведенные данные показывают, что на предприятии ускорилась оборачиваемость производственных запасов. Замедление оборачиваемости может произойти за счет накопления неходовых товаров, ненужных материальных ценностей. Это устанавливается по данным складского учета или сальдовым ведомостям. Если по какому-либо запасу остаток большой, а расход в течение года был незначительным, то его можно отнести к группе неходовых запасов. Наличие таких материалов говорит о том, что оборотный капитал заморожен на длительное время. Причинами такого положения могут быть ошибки в плановых расчетах, отклонения фактического поступления материалов от расчетного, отклонения фактического расхода от расчетного.

Таблица 5.2

Анализ состояния производственных запасов

Вид запасов	Масса, т		Цена, руб.		Остаток запасов, тыс. руб.		Изменение суммы запасов, тыс. руб.		
							всего	в том числе за счет	
								количества	стоимости
	на начало года	на конец года	на начало года	на конец года	на начало года	на конец года			
А	500	520	2000	2200	1000	1144	144	40	104
Б	300	280	3000	3300	900	924	24	–60	84
С	200	250	1500	2000	300	500	200	75	125
Итого					2200	2568	368	55	313

Для оперативного управления запасами делается более детальный анализ их оборачиваемости по каждому виду, для чего их средние остатки нужно разделить на однодневный расход соответствующего материала.

По данным таблицы фактическая продолжительность оборота капитала в запасах отличается от нормативных сроков. По стр. С (см. табл. 5.2) созданы запасы на срок более года. Следует более эффективно управлять оборотными средствами, не допуская сверхнормативных остатков.

Таблица 5.3

Длительность оборота производственных запасов

Вид запаса	Средние остатки, тыс. руб.	Общий расход, тыс. руб.	Однодневный расход материалов, тыс. руб.	Запас, дни	
				по норме	фактически
А	700	7200	20	30	35
Б	600	1800	50	20	12
С	200	180	0,5	60	400
Итого		9180	25,5		

Нормирование оборотных средств в запасах сырья, основных материалов и покупных полуфабрикатов. Норматив оборотных средств по данной группе исчисляется на основании среднедневного расхода (Nсут) и средней нормы запаса в днях. Средняя норма запаса в днях определяется как средневзвешенная величина, исходя из норм оборотных средств на отдельные виды или группы сырья, основных материалов и покупных полуфабрикатов и их однодневного расхода.

Норма производственных запасов в днях устанавливается по каждому виду материалов и включает время:

- выгрузки, приемки, складирования и лабораторного анализа (подготовительной запас);
- нахождения сырья и материалов на складе в виде текущего и страхового (гарантийного) запаса;
- подготовки к производству (сушка, разогрев, отстой и т.д.) — технологический запас;
- нахождения материалов в пути и времени документооборота (транспортный запас).

В норме оборотных средств по каждому виду или однородной группе материалов учитывается время пребывания в текущем (Зтек), страховом (Зст), транспортном (Зтр), технологическом запасах (Зтех), а также в подготовительном запасе (Зпод), необходимом для выгрузки, доставки, приемки и складирования материалов.

Таким образом, норматив оборотных средств в запасах сырья, основных материалов и покупных полуфабрикатов (Нсм) определяется по формуле:

$$Нсм = Nсут \times (Зтек + Зст + Зтр + Зтех + Зпод).$$

Основным является *текущий складской запас* — время нахождения запасов на складе между двумя очередными поставками. Величина этого запаса устанавливается в размере 50% среднего цикла снабжения. Текущий складской запас — это основной вид запаса, поэтому норма оборотных средств в текущем запасе является главной определяющей величиной всей нормы запаса в днях. На размер текущего запаса влияет периодичность поставок материалов по договору с поставщиками, а также объем их потребления в производстве.

При поставках материалов по согласованному графику и ежедневном их потреблении в производстве равными партиями средний интервал между поставками рассчитывается путем деления 360 дней на число планируемых поставок. При этом учитываются сроки совпадения поставок одного и того же вида материалов от разных поставщиков.

При отсутствии резких колебаний в объемах поставок применяется метод расчета среднеарифметического интервала. Для этого 360 следует разделить на количество поставок в отчетном периоде с учетом совпадения поставок одного и того же вида материалов от разных поставщиков. При этом не учитываются разовые мелкие поставки, а чрезмерно крупные поступления приводятся к среднему размеру поставок.

Например, материал А поступает от трех поставщиков в соответствии календарными графиками. От первого поставщика — 2-го и 17-го, от второго — 6-го и 17-го, от третьего — 6-го, 14-го и 21-го числа месяца. Следовательно, у потребителя в течение месяца будет всего пять поставок (2, 6, 14, 17, 21 числа), а за год 60 поставок (5 × 12). Средний цикл снабжения (средний интервал между поставками) составит 6 дней (360 : 60).

Например, в отчетном году общее число поставок материала Б составило 20 поставок объемом 4500 т. Из них четыре поставки были мелкие случайные общим объемом 45 т, а одна — объемом 780 т — чрезмерно крупная.

При расчете среднего размера поставки принимается 15 поставок общим объемом 3675 т (4500 − 45 − 780). Средний размер поставки 245 т (3675 : 15).

При определении среднего интервала между поставками в расчет принимается приведенное число поставок, т.е. 18, полученное путем деления годового поступления материала Б на

средний размер поставки (4500 : 245). Средний интервал между поставками равен 20 дням (360 : 18).

Если несколько поставщиков поставляют один и тот же вид материала, но в разном объеме и через различные интервалы времени вследствие особенностей в производственном процессе или транспортировке, то интервал между поставками определяется как средневзвешенная величина. В этом случае объем каждой поставки умножается на интервал в днях до следующей поставки. Средневзвешенный интервал равен частному от деления суммы полученных произведений на общий объем принятых для расчета поставок.

Таблица 5.4

Расчет средневзвешенного интервала между поставками

Дата получения материала от поставщика	Объем поставки, т	Интервал до следующей поставки, дней	Произведение объема поставки на интервал до следующей поставки
04.01	300	25	7500
29.01	300	26	7800
24.02	250	13	3250
09.03	350	24	8400
28.03	30	разовая мелкая	
02.04	240	15	3600
17.04	330	27	8910
07.05	600	чрезмерно крупная	
14.05	370	37	13690
20.06	300	20	6000
10.07	350	15	5250
25.07	250	16	4000
10.08	310	20	6200
30.08	340	16	5440
15.09	380	16	6080
01.10	310	10	3100
11.10	350	10	3500
21.10	250	15	3750
05.11	320	10	3200
15.11	400	16	6400
01.12	350	10	3500
11.12	350	20	7000
Итого	7030	18	116570

Допустим, что из общего объема поставок в отчетном году имелось разовых мелких нетипичных и чрезмерно крупных поступлений всего 630 т. Следовательно, в расчет принимается 6400 т (7030 – 630). Средневзвешенный интервал составит 18 дней (116570 : 6400). Норма оборотных средств в текущем запасе принимается, как правило, в размере 50% среднего цикла снабжения, что составит в данном примере 9 дней.

Потребность в средствах на материалы в целом будет меньше, чем исчисленный запас, так как максимальный запас одного вида материала в день поставки совпадает с минимальным запасом другого вида материала.

Однако, если предприятие потребляет сырье и основные материалы небольшой номенклатуры, поставляемые одним или двумя поставщиками, а также если интервал между поставками составляет 1—3 дня, норма оборотных средств в части текущего запаса может быть принята в размере 100% среднего интервала между поставками, так как в этом случае потребность в средствах будет, как правило, соответствовать исчисленному запасу.

Страховой запас — второй по величине вид запаса — необходим для гарантии непрерывности процесса производства в случае нарушения сроков поставки, отгрузки некомплектных партий или нарушения качества поставляемых материалов.

Страховой запас необходим, когда происходят сбои в условиях и сроках поставки, поступают некомплектные партии, нарушается качество поставляемых материалов.

Страховой запас принимается, как правило, в размере 50% текущего складского запаса. Его величина может быть и больше, если предприятие находится вдали от поставщиков или транспортных путей, если потребляются уникальные повышенного качества материалы, если при непрерывном потреблении определенных материалов в больших количествах интервалы поставок составляют 1—5 дней.

Чем ближе расположены поставщики, тем реже перебои в доставке продукции, тем меньше величина страхового запаса. Если материалы доставляются со складов автотранспортом, то страховой запас не предусматривается. Величина страхового запаса может определяться также на основании фактических отчетных данных об отклонениях от среднего интервала поста-

вок. Для расчета следует отобрать количество поставок без учета случайных мелких и прочих нетипичных поставок.

Таблица 5.5

Расчет нормы страхового запаса на основании фактических отчетных данных о поставках материала А

Дата поставки	Объем поставки, т	Интервал до следующей поставки, дней	Превышение над средним интервалом, дней
04.01	300	25	7
29.01	300	26	8
24.02	250	13	
09.03	350	24	6
28.03	30	разовая мелкая	
02.04	240	15	
17.04	330	27	9
07.05	600	чрезмерно крупная	
14.05	370	37	19
20.06	300	20	2
10.07	350	15	
25.07	250	16	
10.08	310	20	2
30.08	340	16	
15.09	380	16	
01.10	310	10	
11.10	350	10	
21.10	250	15	
05.11	320	10	
15.11	400	16	
01.12	350	10	
11.12	350	20	2
Итого	7030	18	55

Транспортный запас в днях определяется временем от даты перечисления денежных средств предприятия поставщику до даты поступления материалов на территорию предприятия. Необходимость образования предприятием транспортного запаса связана с тем, что счета поставщика за приобретаемые материальные ценности оплачиваются предприятием до их получения — по предварительной оплате. Если договором предусмот-

рена последующая оплата — после получения материальных ценностей транспортный запас предприятием не создается, в этом случае нет необходимости выделять для этого финансовые ресурсы. Когда один и тот же материал поступает от нескольких поставщиков с различными интервалами между оплатой счетов и поступлением материалов, для обобщенного расчета исчисляется средневзвешенная норма транспортного запаса.

На предприятиях, имеющих широкую номенклатуру потребляемых сырья, материалов, полуфабрикатов, поступающих от большого количества поставщиков, норма транспортного запаса может быть исчислена на основе отчетных данных за истекший год или за ряд предыдущих лет. Для этого необходимо взять из данных бухгалтерского учета средние остатки материалов в пути за каждый квартал, найти среднеквартальный остаток и разделить его на однодневный расход по смете затрат на производство. Полученный показатель следует скорректировать на изменения, связанные с заменой поставщиков, и на другие возможные изменения в норме транспортного запаса.

Например, движение груза от поставщика к покупателю занимает 15 дней. Почтовый пробег расчетных документов — 5 дней. Обработка документов у поставщика и в отделениях банка осуществляется в течение 4 дней. Срок акцепта — 3 дня. При этих условиях норма оборотных средств в транспортном запасе составит 3 дня (15 − 5 − 4 − 3).

Когда на предприятиях материалы в пути после их оплаты составляют незначительную долю в общих поставках материалов, норма оборотных средств на материалы в пути может быть определен упрощенно, по фактическим отчетным данным на основании формулы:

$$Нсм = Осм : Р : Д,$$

где Нсм — норма оборотных средств на материалы в пути, дней;

О — средний остаток материалов в пути за истекший период (без учета стоимости грузов, задержавшихся в пути сверх установленных сроков, а также излишних и ненужных материалов), руб.;

Р — расход материалов за отчетный период, руб.;
Д — количество дней в истекшем периоде.

Например, по отчетным данным сумма материалов в пути, за вычетом задержавшихся в пути сверх нормальных сроков продвижения, составляет:

01.01.2004 г. — 18 000 руб.
01.04.2004 г. — 17 000 руб.
01.07.2004 г. — 19 000 руб.
01.10.2004 г. — 23 000 руб.
01.01.2005 г. — 24 000 руб.

Среднедневной расход материалов в 2005 году — 10 000 руб.

Исходя из этих данных, средний остаток материалов в пути за текущий год определяется в сумме 20000 руб. (18 000 : 2 + + 17 000 + 19 000 + 23 000 + 24 000 : 2) : 4, а норма оборотных средств на материалы в пути – 2 дня (20 000 : 10 000). Полученный результат корректируется с учетом планируемых мероприятий по улучшению снабжения на предприятии.

Транспортный запас не устанавливается в тех случаях, когда срок получения материалов совпадает со сроком оплаты расчетных документов или опережает его.

Технологический запас создается на период времени для подготовки материалов к производству, включая время на анализ и лабораторные исследования. Учитывается технологический запас в общей норме в том случае, если он не является составной частью процесса производства. Например, при подготовке к производству некоторых видов сырья и материалов необходимо время на подсушку, разогрев, разлом, отстой, доведение до определенных концентраций и т.д.

Подготовительный запас, необходимый на период выгрузки, доставки, приемки и складирования материалов, принимается также в расчет нормы запаса по сырью, основным материалам и покупным полуфабрикатам. Нормы этого времени устанавливаются по каждой операции на средний размер поставки, исходя из технологических расчетов или путем проведения хронометража.

На основании норм оборотных средств в текущем, страховом, транспортном и подготовительном запасах определяется средневзвешенная норма оборотных средств в целом по эле-

менту «Сырье, основные материалы и покупные полуфабрикаты». Для этого следует общую потребность в оборотных средствах на сырье, основные материалы и покупные полуфабрикаты *разделить на их однодневный расход (табл.).*

По всем видам сырья, основных материалов и покупных полуфабрикатов средневзвешенная норма оборотных средств составляет 23,4 дня (199 : 8,5).

Таблица 5.6

Расчет средневзвешенной нормы оборотных средств

Виды запасов сырья, основных материалов и покупных полуфабрикатов	Однодневный расход, тыс. руб.	Норма оборотных средств, дни						Потребность в оборотных средствах, тыс. руб.
		текущий запас	страховой запас	подготовительный запас	технологический запас	транспортный запас	итого	
А	1,0	3,5	2	2,5	–	1	9	9,0
Б	0,5	11	6	1	1	1	20	10,0
В	4,0	20	6	1	1	2	30	120,0
Г	3,0	9	4	2	2	3	20	60,0
Итого	**8,5**	–	–	–	–	–	**23,4**	**199,0**

Нормирование оборотных средств в запасах вспомогательных материалов. Номенклатура вспомогательных материалов на предприятии, как правило, велика, но не все их виды потребляются в равных количествах. В связи с этим вспомогательные материалы подразделяются на две группы. По первой из них, включающей главные виды (не менее 50% общей суммы годового расхода) вспомогательных материалов, нормы оборотных средств определяются прямым счетом, т.е. так же, как и по сырью, основным материалам и покупным полуфабрикатам.

По второй группе вспомогательных материалов, расходуемых в незначительных количествах, нормы оборотных средств рассчитываются упрощенно. Средний фактический остаток этих материалов в отчетном году, за исключением ненужных, излишних, следует разделить на однодневную сумму их расхода в истекшем году.

Норматив оборотных средств в целом по группе вспомогательных материалов определяется как произведение однодневного их расхода в производстве на общую норму запаса в днях.

Нормирование оборотных средств в запасах топлива. Норматив устанавливается аналогично нормативу по сырью, основным материалам и покупным полуфабрикатам, т.е. исходя из нормы запаса в днях и однодневного расхода как на производственные, так и на непроизводственные нужды.

Норматив исчисляется по всем видам топлива (технологическому, энергетическому и производственному), за исключением газа. Если предприятие переведено на газ, то создаются страховые запасы твердого или жидкого топлива.

Нормирование оборотных средств в запасах тары. Норматив оборотных средств определяется в зависимости от источников поступления и способов использования тары. Различается тара покупная и собственного производства, возвратная и невозвратная. По покупной таре, предназначенной для упаковки готовой продукции, норма оборотных средств устанавливается так же, как по сырью, основным материалам и покупным полуфабрикатам исходя из интервалов поставок.

По таре собственного производства, стоимость которой учтена в цене готовой продукции, норма запаса определяется временем от изготовления тары до упаковки в нее продукции, предназначенной к отгрузке. По таре, поступающей с материалами и не возвращаемой поставщикам, норма оборотных средств зависит от времени нахождения тары под этими материалами. Если эта тара подлежит дальнейшему использованию, то учитывается также время, необходимое на ремонт, сортировку и подбор партии тары.

По возвратной таре норма оборотных средств состоит из времени одного оборота тары, включающего период времени с момента оплаты тары с материалами до сдачи документов в банк на отгруженную обратно поставщику тару. Норматив оборотных средств по таре в целом равен сумме произведений однодневного оборота (расхода) тары по видам на норму запаса в днях.

Например. Норма оборотных средств на тару в целом исчислена в размере 18 дней. По плану IV квартала предстояще-

го года товарная продукция в действующих ценах составляет 450 тыс. руб.

Однодневный оборот тары составит 5,0 тыс. руб. Следовательно, потребность в оборотных средствах на тару равна 90,0 тыс. руб. (5,0 тыс. руб. × 18).

Нормирование оборотных средств на запасные части для ремонта. Нормирование производится в зависимости от групп оборудования. К первой группе относится оборудование, на которое разработаны типовые нормы оборотных средств по запасным частям. Ко второй — крупное, уникальное, в том числе импортное оборудование, на которое не разработаны типовые нормы. К третьей — мелкое единичное оборудование, на которое также не установлены типовые нормы.

Норматив оборотных средств по запасным частям для первой группы оборудования определяется как произведение типовых норм и количества данного оборудования с учетом коэффициентов понижения, которые уточняют потребность в оборотных средствах при наличии однотипного оборудования и взаимозаменяемых деталей.

Например. Типовая норма запасных частей на один аппарат 50 руб. Количество однотипного оборудования — 80 ед. Коэффициент понижения — 0,4. Отсюда потребность в оборотных средствах на запасные части для 1-й группы оборудования составит 1600 руб. (50 × 80 × 0,4).

Норматив оборотных средств по запасным частям для второй группы оборудования определяется методом прямого счета по формуле:

$$Нзч = \frac{Нд \times Nд \times Na \times K \times P}{T},$$

где Нзч — норматив оборотных средств на сменную деталь, руб.;

Нд — норма запаса сменной детали по условиям снабжения, дней;

Nд — количество однотипных деталей в одном аппарате, штук;

Na — количество аппаратов одного типа, единиц;

К — коэффициент понижения запаса деталей в зависимости от количества машин одного типа;

Р — цена одной детали, руб.;

Т — срок службы детали, дней.

Норматив по запасным частям для ремонта третьей группы оборудования устанавливается методом укрупненного расчета исходя из соотношения средних фактических остатков запасных частей за истекший год и среднегодовой стоимости действующего оборудования и транспортных средств. Данное соотношение экстраполируется на предстоящий год с учетом изменения стоимости оборудования и транспортных средств и изменения межремонтных периодов.

Например. Средние фактические остатки запасных частей (за исключением излишних и ненужных) за истекший год составили 31,2 тыс.руб. Среднегодовая стоимость действовавшего в том же году оборудования и транспортных средств – 5200 тыс. руб.

При этих условиях норма оборотных средств по запасным частям на 1000 руб. стоимости оборудования составит 6 руб. (31 200 : 5200 тыс. руб.).

Если стоимость оборудования и транспортных средств на конец предстоящего года определена в 5800 тыс. руб., а планируемое удлинение межремонтных периодов сократит норму оборотных средств на 5%, то потребность в оборотных средствах на запасные части для 3-й группы оборудования будет определено в размере 33,06 тыс. руб. (5800 тыс. руб. × 6 × 0,95).

Норматив оборотных средств на запасные части в целом по предприятию равен сумме нормативов по трем группам оборудования.

Нормирование оборотных средств в запасах малоценных и быстроизнашивающихся предметов. Эти предметы имеют ограничения по стоимости или срок службы до одного года, малоценные и быстроизнашивающиеся предметы — часть материально-производственных запасов организации, используемая в качестве средств труда в течение не более 12 месяцев или обычного операционного цикла, если он превышает 12 месяцев, либо имеющая стоимость на дату приобретения ниже лимита, утвержденного организацией в пределах не более 100-кратного минимальных размеров оплаты труда, установленных законодательством Российской Федерации.

К малоценным и быстроизнашивающимся предметам относятся следующие виды: инструменты и приспособления общего

назначения, хозяйственный инвентарь и производственная тара, специальная одежда и обувь, специальные инструменты и приспособления. По каждой из этих групп расчет норматива производится по запасу на складе и в эксплуатации. По складскому запасу норматив определяется так же, как и по сырью, основным материалам и покупным полуфабрикатам.

По эксплуатационному запасу норматив устанавливается, как правило, в размере 50% стоимости предметов, так как остальная половина их стоимости при передаче в эксплуатацию списывается на себестоимость продукции.

При исчислении норматива по инструментам и приспособлениям общего назначения в эксплуатации предварительно определяется запас режущего и мерительного инструмента на рабочих местах, в инструментально-раздаточных кладовых цехов, а также в заточке и в ремонтных мастерских.

Норматив оборотных средств на эксплуатационный запас хозяйственного инвентаря рассчитывается исходя из численности персонала, пользующегося этим инвентарем, и стоимости инвентаря, необходимого для одного работника.

Норматив оборотных средств на специальную одежду и специальную обувь в эксплуатации определяется также на основании норм обеспеченности на одного работающего по отдельным профессиям и численности соответствующих категорий работников. При этом учитывается сумма износа предметов.

Например. 500 работникам полагается костюмов хлопчатобумажных в год 500 штук (исходя из срока носки костюма 12 месяцев). При стоимости одного костюма 85 руб. эксплуатационный запас этих костюмов по полной стоимости составит 42 500 руб. (85 × 500), а норматив по запасу в эксплуатации — 21 250 руб. (0,5 × 42 500), так как износ костюмов принят в размере 50%.

Норматив оборотных средств на эксплуатационный запас специальных инструментов и приспособлений, включая сменное оборудование, устанавливается прямым счетом в зависимости от производственной потребности в них, количества действующих агрегатов, номенклатуры выпускаемой продукции, а также сроков службы и порядка использования этих инструментов.

5.2. Нормирование оборотных средств в незавершенном производстве

На многих производственных предприятиях значительный удельный вес в оборотных активах составляет *незавершенное производство.* Увеличение остатков незавершенного производства может свидетельствовать, с одной стороны, о расширении производства, а с другой — о замедлении оборачиваемости капитала в связи с увеличением длительности производственного цикла.

Незавершенное производство — это продукция (работы), не прошедшая всех стадий, предусмотренных технологическим процессом, а также изделия, неукомплектованные или не прошедшие испытания и технической приемки.

К расходам в незавершенном производстве относят все затраты на изготавливаемую продукцию. Это стоимость сырья, основных и вспомогательных материалов, топлива, передаваемых из склада в цех и вступивших в технологический процесс, заработная плата, электроэнергия, вода, пар и др. Таким образом, затраты в незавершенном производстве складываются из стоимости незаконченной продукции, полуфабрикатов собственного производства, а также готовых изделий, еще не принятых отделом технического контроля.

Длительность оборота средств в незавершенном производстве равняется времени, в течение которого изготавливается продукция.

$$Дзнп = \frac{Средние\ остатки\ незавершенного\ производства}{Себестоимость\ продукции\ в\ расчете\ на\ сутки}.$$

Таблица 5.7

Расчет длительности оборота средств в незавершенном производстве

Показатели	Прошлый год	Отчетный год
Фактическая себестоимость произведенной продукции, тыс. руб.	80000	90000
Средние остатки незавершенного производства, тыс. руб.	4000	4250
Длительность производственного цикла, дни	18	17

Величина норматива оборотных средств, выделяемых для заделов незавершенного производства, зависит от четырех факторов: объема и структуры производимой продукции, длительности производственного цикла, себестоимости продукции и характера нарастания затрат незавершенном производстве.

Объем производимой продукции влияет на величину незавершенного производства прямо пропорционально, т.е. чем больше производится продукции при прочих равных условиях, тем больше будет размер незавершенного производства.

Изменение структуры производимой продукции может поразному влиять на величину незавершенного производства. Так, при повышении удельного веса продукции с более коротким циклом производства объем незавершенного производства сократится, и наоборот.

Себестоимость продукции прямо влияет на размер незавершенного производства. Чем ниже затраты на производство, тем меньше объем незавершенного производства в денежном выражении. Рост себестоимости продукции влечет увеличение незавершенного производства.

Длительность производственного цикла влияет на объем незавершенного производства также прямо пропорционально. Длительность производственного цикла, в свою очередь, определяется следующими факторами: временем производственного процесса, временем воздействия на полуфабрикаты термических и химических процессов (технологический запас), временем транспортировки полуфабрикатов внутри цехов, а также готовой продукции на склад (транспортный запас), временем накопления полуфабрикатов перед началом следующей операции (оборотный запас), временем анализа полуфабрикатов и готовой продукции, временем нахождения полуфабрикатов в запасе для гарантии непрерывности процесса производства (страховой запас).

Максимально возможное сокращение указанных видов запасов в незавершенном производстве способствует улучшению использования оборотных средств за счет сокращения длительности производственного цикла.

При непрерывном процессе производства длительность производственного цикла исчисляется с момента запуска сырья и материалов в производство до выхода готовой продукции. В це-

лом по предприятию определяется средняя длительность производственного цикла методом средневзвешенного показателя, т.е. путем умножения длительности производственных циклов по отдельным продуктам или большинству из них на их себестоимость.

По характеру нарастания затрат в процессах производства все затраты делятся на единовременные и нарастающие. К единовременным относятся такие затраты, которые производятся в самом начале производственного цикла. Это сырье, основные материалы, покупные полуфабрикаты. Остальные затраты считаются нарастающими. Нарастание затрат в процессе производства может происходить равномерно и неравномерно.

При равномерном нарастании затрат средняя себестоимость незавершенного производства исчисляется как сумма всех единовременных затрат и половины нарастающих затрат.

При равномерном и неравномерном нарастании затрат определяется коэффициент нарастания затрат.

При равномерном нарастании затрат коэффициент нарастания затрат исчисляется по формуле:

$$Кнз = (Зе + 0{,}5Зн) : (Зе + Зн),$$

где Кнз — коэффициент нарастания затрат;

Зе — единовременные затраты;

Зн — нарастающие затраты.

При неравномерном нарастании затрат по дням производственного цикла коэффициент нарастания затрат определяется по формуле:

$$Кнз = Си / Сп,$$

где Си — средняя стоимость изделия в незавершенном производстве;

Сп — производственная себестоимость изделия.

Средняя стоимость изделия в незавершенном производстве исчисляется как средневзвешенная величина затрат, приходящаяся на каждый день производственного цикла, и количество дней нахождения их в процессе производства.

При совмещении равномерных и неравномерных затрат расчет средней стоимости изделия в незавершенном производстве производится по формуле:

$$C = (З_e T + З_1 T_1 + З_2 T_2 + ... + 0{,}5 З_p T) / T,$$

где С — средняя стоимость изделия в незавершенном производстве руб.;

Зр — затраты, нарастающие равномерно в течение производственного цикла, руб.;

$З_1$, $З_2$ — затраты по дням производственного цикла руб.;

Т — длительность производственного цикла, дней;

T_1, T_2 — время от момента разовых затрат до окончания производственного цикла, дней.

Например, производственная себестоимость изделия — 340 руб., длительность производственного цикла — 6 дней. Затраты на производство составили в первый день 110 руб., во второй день — 80 руб., в третий день — 60 руб., а остальные 90 руб. — это затраты, нарастающие равномерно в течение производственного цикла.

Коэффициент нарастания затрат составит:

$$\frac{(110\times6)+(80\times5)+(60\times4)+(90\times0{,}5\times6)}{6\times340} = 0{,}77$$

Нормирование оборотных средств в незавершенном производстве производится по формуле:

$$H = \frac{B}{D} \times T \times K,$$

где Н — норматив оборотных средств в незавершенном производстве, руб.;

В — объем производимой валовой продукции по смете затрат в IV квартале (при равномерно нарастающем характере производства) предшествующего года, руб.;

D — количество дней в периоде (90);

Т — длительность производственного цикла, дней;

К — коэффициент нарастания затрат в производстве.

Произведение средней длительности производственного цикла (Т) и коэффициента нарастания затрат (К) образует нор-

му оборотных средств в незавершенном производстве в днях. Следовательно, норматив оборотных средств в незавершенном производстве составит результат произведения нормы оборотных средств и суммы однодневного выпуска продукции.

Если на предприятиях изложенные методы прямого расчета норматива оборотных средств в незавершенном производстве неприменимы, норма оборотных средств определяется на основе анализа оборачиваемости оборотных средств в незавершенном производстве в истекшем году. Для этого средний фактический остаток средств в незавершенном производстве, за вычетом затрат по приостановленным и аннулированным заказам, следует разделить на среднедневной выпуск продукции по производственной себестоимости в том же году. Найденная таким образом норма оборотных средств в днях, умноженная на сумму однодневного выпуска изделий по плану IV квартала предстоящего года, определит величину норматива на незавершенное производство.

Нормирование оборотных средств в расходах будущих периодов. В отличие от незавершенного производства расходы будущих периодов списываются на себестоимость продукции в последующие периоды. К расходам будущих периодов относятся затраты по освоению новых видов продукции, по совершенствованию технологии производства, на горно-подготовительные и вскрышные работы. К этим расходам относят и такие нетипичные статьи затрат, как подписка на периодические издания, арендная плата и др.

Норматив оборотных средств в расходах будущих периодов определяется по формуле:

$$Н_{бп} = З_{бн} + З_{бп} - З_{бс} \ ,$$

где $Н_{бп}$ — норматив оборотных средств в расходах будущих периодов, руб.;

$З_{бн}$ — переходящие расходы будущих периодов на начало предстоящего года, руб.

$З_{бп}$ — расходы будущих периодов в предстоящем году, предусмотренных соответствующими сметами, руб.;

$З_{бс}$ — расходы будущих периодов, подлежащие списанию на себестоимость продукции в предстоящем году в соответствии со сметой производства, руб.

Например, ожидаемый остаток расходов будущих периодов на начало года — 130 тыс. руб. Расходы будущих периодов по сметам на предстоящий год — 310 тыс. руб. Включаются в себестоимость продукции в этом году затраты на сумму 125 тыс. руб. Норматив оборотных средств на расходы будущих периодов составит 315 тыс. руб. (130 + 310 − 125).

Если в процессе подготовки, освоения и изготовления новых видов продукции фирма пользуется целевым банковским кредитом, то при расчете норматива оборотных средств в расходах будущих периодов суммы банковских средств исключаются.

5.3. Нормирование оборотных средств в запасах готовой продукции

В связи с усилением конкуренции, низкой платежеспособностью клиентов, удорожанием себестоимости, неритмичностью выпуска и отгрузки продукции большой удельный вес в оборотных активов на предприятиях занимает **готовая продукция.**

Готовая продукция на складе — это законченная и изготовленная продукция, прошедшая испытания и приемку, полностью укомплектованная согласно договорам с заказчиками и соответствующая техническим условиям и требованиям.

Товары — это часть производственных запасов организации, приобретенная или полученная от других юридических и физических лиц и предназначенная для продажи или перепродажи без дополнительной обработки.

Увеличение остатков готовой продукции на складах предприятий приводит не только к замораживанию оборотного капитала, но и сокращению денежной наличности, потребности в кредитах, росту задолженности поставщикам, бюджету, работникам предприятия по оплате труда. Это становится основной причиной спада производства, низкой платежеспособности предприятий.

Длительность оборота капитала в запасах готовой продукции равняется времени хранения готовой продукции на складах предприятия с момента поступления из производства до отгрузки покупателям.

$$Дгп = \frac{Средние\ остатки\ готовой\ продукции}{Суточная\ себестоимость\ отгруженной\ продукции.}$$

Таблица 5.8

Расчет длительности оборота средств в остатках готовой продукции

Показатели	Прошлый год	Отчетный год
Средние остатки готовой продукции, тыс. руб.	2000	3000
Себестоимость отгруженной продукции за анализируемый период, тыс. руб.	60000	80000
Длительность оборота средств в остатках готовой продукции, дни	12	13,5

Для анализа причин образования излишних запасов готовой продукции по каждому виду пользуются данными аналитического и складского учета, инвентаризации, оперативными сведениями отдела маркетинга и службы сбыта. Разрабатываются меры по поиску новых рынков сбыта, повышения качества и конкурентоспособности продукции.

Готовая продукция — это изделия, законченные производством и принятые отделом технического контроля. *Норматив оборотных средств на остатки готовой продукции* определяется как произведение нормы оборотных средств в днях и однодневного выпуска товарной продукции в предстоящем году по производственной себестоимости по формуле:

$$Н_{гп} = \frac{ТП}{Д} \times Т_{гп},$$

где $Н_{гп}$ — норматив оборотных средств на готовую продукцию, руб.;

ТП — выпуск товарной продукции в IV квартале предстоящего года (при равномерно нарастающем характере производства) по производственной себестоимости, руб.;

Д — количество дней в периоде (90);

$Т_{гп}$ — норма оборотных средств на готовую продукцию, дней.

Норма оборотных средств на готовую продукцию рассчитывается раздельно *по готовой продукции на складе* и *то-*

варам отгруженным, на которые расчетные документы сданы в банк на инкассо.

Норма оборотных средств по запасу готовой продукции на складе определяется по каждой номенклатурной группе с учетом времени на:

- подборку отдельных видов и марок изделий;
- упаковку и маркировку, хранение на складе до отгрузки;
- комплектование до размера партии;
- погрузку и доставку со склада до станции отправления;
- подготовку расчетных документов и сдачу их в банк.

При большой номенклатуре выпускаемой продукции выделяются основные виды изделий, составляющие 70—80% всего выпуска. По этим ведущим видам продукции рассчитывается средневзвешенная норма оборотных средств, которая затем распространяется на всю готовую продукцию, находящуюся на складе.

Готовая продукция, отгруженная со склада, но не оформленная расчетными документами, по существу к запасам не относится. Однако управление этой частью готовой продукции осуществляется также с помощью нормирования.

Норма оборотных средств по товарам отгруженным устанавливается на период времени выписки счетов и платежных документов и сдачи их в банк. Эти операции совершаются, как правило, в двух-, трехдневный срок после отгрузки готовой продукции. Лишь в том случае, если поставщик и банк находятся в разных населенных пунктах, этот срок может быть удлинен.

При расчете величины товаров отгруженных финансовые службы отслеживают:

- товары отгруженные, срок оплаты по которым не наступил;
- отгруженные, но не оплаченные в срок (чаще из-за отсутствия средств у покупателей) или на ответственном хранении у покупателей (в основном из-за высокого % брака, отклонения от оговоренного ассортимента и т.п.).

По первой группе выручка должка поступить, но между моментом отгрузки и поступлением выручки имеется временной лаг, в течение которого денежные средства выпадают из оборота предприятия.

Возникновение второй группы невыгодно предприятию и ведет к финансовой напряженности и снижению платежеспособности. Помимо названного, важен также контроль за денежными средствами (в кассе, почтовых переводах, выставленных аккредитивах) и дебиторской задолженностью, возникающей вследствие переплаты налогов и других обязательных платежей, вносимых в виде аванса, несвоевременного возврата средств подотчетными лицами (командировочных, транспортных и прочих расходов), появления сомнительной задолженности по истечении сроков оплаты, спорных долгов при нарушении договорных обязательств.

Норма оборотных средств в целом по готовой продукции на складе и товарам отгруженным определяется путем деления общей суммы норматива оборотных средств по готовой продукции на однодневный выпуск товарной продукции по производственной себестоимости в IV квартале предстоящего года.

Например, норматив оборотных средств на готовую продукцию на складе — 175 тыс. руб., а на отгруженную готовую продукцию, находящуюся в оформлении, — 70 тыс. руб. Выпуск готовой продукции в IV квартале по производственной себестоимости — 3150 тыс. руб.

Норма оборотных средств в целом составит 7 дней:

$$(175 + 70) : 3150 / 90.$$

Если вместе с готовой продукцией учитывается тара, то при определении норм и нормативов оборотных средств на готовую продукцию учитывается расход и остатки этой тары.

Совокупный норматив оборотных средств по предприятию равен сумме нормативов по всем элементам оборотных средств и определяет в итоге общую потребность фирмы в оборотных средствах.

Общая норма всех оборотных средств в днях устанавливается путем деления совокупного норматива оборотных средств на однодневный выпуск товарной продукции по производственной себестоимости по плану IV квартала того года, по данным которого рассчитывается норма. Годовой прирост или уменьшение норматива оборотных средств определяется путем сопоставления нормативов на начало и конец предстоящего года.

Управление оборотными средствами на основе норм и нормативов способствует минимизации затрат по содержанию запасов, сокращению их излишков, а следовательно, высвобождению денежных средств и ускорению оборачиваемости оборотных средств фирмы.

5.4. Оценка производственных запасов

Материально-производственные запасы принимаются к бухгалтерскому учету по фактической себестоимости. Фактической себестоимостью производственных запасов, приобретенных за плату, признается сумма фактических затрат организации на приобретение, за исключением налога на добавленную стоимость и иных возмещаемых налогов.

Фактическими затратами на приобретение производственных запасов могут быть:

- суммы, уплачиваемые в соответствии с договором поставщику (продавцу);
- суммы, уплачиваемые организациям за информационные и консультационные услуги, связанные с приобретением производственных запасов;
- таможенные пошлины и иные платежи;
- невозмещаемые налоги, уплачиваемые в связи с приобретением единицы производственных запасов;
- вознаграждения, уплачиваемые посреднической организации, через которую приобретены производственные запасы;
- затраты по заготовке и доставке производственных запасов до места их использования, включая расходы по страхованию. Данные затраты включают, в частности, затраты по заготовке и доставке производственных запасов, затраты по содержанию заготовительно-складского аппарата организации, затраты за услуги транспорта по доставке производственных запасов до места их использования, если они не включены в цену на запасы, установленную договором, затраты по оплате процентов по кредитам поставщиков (коммерческий кредит) и другие затраты. В состав данных затрат организации могут также относить и затраты по оплате процентов по заемным средствам, если они связаны с приобретением запасов и произведе-

ны до даты оприходования производственных запасов на складах организации.

Не включаются в фактические затраты на приобретение производственных запасов общехозяйственные и иные аналогичные расходы, кроме случаев, когда они непосредственно связаны с приобретением производственных запасов. Затраты по доведению производственных запасов до состояния, в котором они пригодны к использованию в запланированных целях, включают в себя затраты организации по доработке и улучшению технических характеристик полученных запасов, не связанные с производством продукции, выполнением работ и оказанием услуг.

Фактическая себестоимость производственных запасов при их изготовлении силами организации определяется исходя из фактических затрат, связанных с производством данных запасов. Учет и формирование затрат на производство производственных запасов осуществляется организацией в порядке, установленном для определения себестоимости соответствующих видов продукции. Фактическая себестоимость производственных запасов, внесенных в счет вклада в уставный (складочный) капитал организации, определяется исходя из их денежной оценки, согласованной учредителями (участниками) организации. Фактическая себестоимость производственных запасов, полученных организацией безвозмездно, определяется исходя из их рыночной стоимости на дату оприходования.

Фактическая себестоимость производственных запасов, приобретенных по договорам, предусматривающим исполнение обязательств (оплату) неденежными средствами, определяется исходя из стоимости товаров (ценностей), переданных или подлежащих передаче организацией. Стоимость товаров (ценностей), переданных или подлежащих передаче, устанавливается исходя из цены, по которой в сравнимых обстоятельствах обычно организация определяет стоимость аналогичных товаров (ценностей).

Производственные запасы (кроме оборудования к установке и малоценных и быстроизнашивающихся предметов), на которые цена в течение года снизилась либо которые морально устарели или частично потеряли свое первоначальное качество, отражаются в бухгалтерском балансе на конец отчетного

года по цене возможной реализации, если она ниже первоначальной стоимости заготовления (приобретения), с отнесением разницы в ценах на финансовые результаты организации.

Товары, приобретенные организацией для продажи, оцениваются по стоимости их приобретения. Организациям, осуществляющим розничную торговлю, разрешается производить оценку приобретенных товаров по продажной (розничной) стоимости с отдельным учетом наценок (скидок).

Производственные запасы, не принадлежащие организации, но находящиеся в ее пользовании или распоряжении в соответствии с условиями договора, принимаются к бухгалтерскому учету на забалансовые счета в оценке, предусмотренной в договоре.

Оценка материально-производственных запасов, стоимость которых при приобретении определена в иностранной валюте, производится в рублях путем пересчета иностранной валюты по курсу Центрального банка Российской Федерации, действующему на дату принятия к бухгалтерскому учету организацией запасов по договору.

При отпуске производственных запасов в производство и ином выбытии их оценка производится организацией (кроме малоценных и быстроизнашивающихся предметов; товаров, учитываемых по продажной (розничной) стоимости) одним из следующих методов:

- по себестоимости каждой единицы (дорогостоящие предметы, реализация которых происходит медленно: оборудование, драгоценные металлы);
- по средней себестоимости;
- по себестоимости первых по времени приобретения производственных запасов (метод ФИФО основан на допущении, что материальные ресурсы используются в течение месяца и иного периода в последовательности их приобретения (поступления), т.е. ресурсы, первыми поступающие в производство (в торговле — в продажу), должны быть оценены по себестоимости первых по времени приобретений с учетом себестоимости запасов, числящихся на начало месяца. При применении этого метода оценка материальных ресурсов, находящихся в запасе (на складе) на конец месяца, производится по фактической себестоимости последних по времени приобретений, а в себестои-

мости продажи продукции (работ, услуг) учитывается себестоимость ранних по времени приобретений);

- по себестоимости последних по времени приобретения производственных запасов (оценка запасов методом ЛИФО основана на допущении, что ресурсы, первыми поступающие в производство (продажу), должны быть оценены по себестоимости последних в последовательности приобретения. При применении этого метода оценка материальных ресурсов, находящихся в запасе (на складе) на конец месяца, производится по фактической себестоимости ранних по времени приобретения, а в себестоимости продажи продукции (работ, услуг) учитывается себестоимость поздних по времени приобретения).

Например. Компания «Старт» произвела в течение отчетного периода пять одинаковых спальных гарнитуров. При этом затраты на сырье и материалы, рабочую силу постоянно возрастали, что привело к разным фактическим затратам на производства каждого спального гарнитура:

Номер гарнитура	1	2	3	4	5	Всего
Затраты, руб.	10 000	12 000	14 000	16 000	18 000	70 000

В течение года были проданы № 1, 3, 5. При применении метода индивидуальной оценки себестоимость реализованной продукции составит 10 000 + 14 000 + 18 000 = 42E000 руб., стоимость запасов на конец года будет равна 70 000 − 42 000 = = 28 000 руб.

При использовании метода FIFO себестоимость реализованной продукции составит 10 000 + 12 000 + 14 000 = 36 000 руб., а стоимость запасов − 70 000 − 36 000 = 34000 руб.

При применении метода LIFO себестоимость реализованной продукции составит 14 000 + 16 000 + 18 000 = 48 000 руб., а стоимость запасов − 70 000 − 48 000 = 22 000 руб.

При применении метода средневзвешенной средняя стоимость единицы запаса составит 70 000 : 5 = 14 000 руб., а себестоимость реализованной продукции − 14 000 × 3 = 42 000 руб., а стоимость запасов − 70 000 − 42 000 = 28 000 руб.

Если предположить, что выручка от реализации в целом за три комплекта составила 80 000 руб., или в среднем 26 667 руб. за

единицу, то применение четырех методов окажет следующее влияние на состояние компании:

Метод оценки	Выручка	Затраты	Прибыль	Запасы
Индивидуальная	80000	42000	38000	8000
ФИФО	80000	36000	44000	34000
ЛИФО	80000	48000	32000	22000
Средней	80000	42000	38000	28000

Денежные поступления в виде выручки от реализации не меняются в зависимости от выбранной методики оценки запасов. Остальные показатели изменяются.

При применении метода ФИФО наиболее низкая себестоимость и соответственно наиболее высокая прибыль. При этом наибольшая величина запасов, что способствует увеличению ликвидности фирмы.

Метод ЛИФО дает максимальную себестоимость, минимальную прибыль и минимальные запасы и соответственно низкую ликвидность. Если учесть необходимость налоговых выплат, то при применении метода ЛИФО наименьшее налоговое бремя, а посленалоговые денежные поступления могут быть высокими.

Однако если при данном методе списания запасов проводить их постоянное сокращение, то возникнет совершенно обратный эффект — прибыль будет увеличиваться, а налог на прибыль возрастет.

Мы рассмотрели лишь ситуацию постоянного роста затрат, в другой ситуации результаты могут оказаться другими. А при постоянных затратах выбор метода оценки не имеет значения.

Организация может применять в течение отчетного года как элемент учетной политики один метод оценки по каждому отдельному виду (группе) материально-производственных запасов.

Оценка производственных запасов на конец отчетного периода (кроме малоценных и быстроизнашивающихся предметов и товаров, учитываемых по продажной (розничной) стоимости) производится в зависимости от принятого метода оценки запасов при их выбытии, т. е. по себестоимости каждой единицы

запасов, средней себестоимости, себестоимости первых или последних по времени приобретений.

Малоценные и быстроизнашивающиеся предметы принимаются к бухгалтерскому учету в размере затрат, связанных с их приобретением, в пределах установленного в соответствии лимита за единицу на дату приобретения. Организация может в пределах одной двадцатой установленного лимита определять малоценные предметы, стоимость которых полностью списывается на издержки производства (обращения) по мере их передачи в производство или эксплуатацию.

Производственные запасы отражаются в бухгалтерском балансе по отдельным статьям в соответствии с их классификацией (распределением по видам), исходя из способа использования в производстве продукции, работ, услуг и иной деятельности организации.

На конец отчетного года производственные запасы отражаются в бухгалтерском балансе по стоимости, определяемой исходя из используемых методов оценки запасов.

Малоценные и быстроизнашивающиеся предметы организации отражаются в бухгалтерском балансе по остаточной стоимости (фактических затрат на приобретение или изготовление за минусом суммы перенесенной стоимости путем начисления амортизации на издержки производства и обращения).

Амортизация малоценных и быстроизнашивающихся предметов, переданных в производство или эксплуатацию, рассчитывается по их видам одним из следующих способов перенесения стоимости:

- линейный способ — исходя из фактической себестоимости предмета и нормы амортизации, исчисленной исходя из срока полезного использования;
- способ списания стоимости пропорционально объему продукции (работ) — исходя из количества продукции (работ), производимый (выполняемый) с использованием предмета в отчетном периоде и соотношения фактической себестоимости предмета и предполагаемого объема продукции (работ) за весь срок полезного использования;
- процентный способ — исходя из фактической себестоимости предмета и ставки в 50 или 100% при передаче предмета в производство или эксплуатацию. При этом в первом случае

оставшиеся 50% начисляются при выбытии предмета из-за невозможного использования (непригодности) из производства или эксплуатации. Применение одного из способов по виду (группе) малоценных и быстроизнашивающихся предметов производится в течение всего его срока использования.

Производственные запасы, принадлежащие организации, но находящиеся в пути, либо переданные покупателю в залог, принимаются к бухгалтерскому учету в оценке, предусмотренной в договоре, с последующим уточнением фактической себестоимости.

В составе информации об учетной политике организации в бухгалтерской отчетности подлежит раскрытию, как минимум, следующая информация:

- методы оценки материально-производственных запасов по их видам;
- последствия изменений в учетной политике методов оценки материально-производственных запасов;
- стоимость материально-производственных запасов, переданных в залог;
- разница между фактической себестоимостью материально-производственных запасов и их стоимостью возможной реализации, отнесенная на финансовые результаты организации, в случае наличия у организации на конец отчетного года запасов (кроме оборудования к установке и малоценных и быстроизнашивающихся предметов) в оценке, превышающей стоимость их возможной реализации, в случае уменьшения продажных цен, нанесения ущерба ценностям или если они полностью или частично устарели;
- способы перенесения стоимости малоценных и быстроизнашивающихся предметов.

5.5. Оптимизация управления запасами материалов

Одним из наиболее существенных факторов, определяющих уровень организации финансового менеджмента для многих промышленных и торговых компаний, является размер товарных запасов. С позиции финансиста идеальным состоянием

для ведения бизнеса должно быть отсутствие каких-либо товарных запасов при полном обеспечении производственного процесса всеми необходимыми компонентами. Сегодня, в силу ряда объективных причин, для большинства предприятий добиться полного отсутствия товарных «излишеств» не представляется возможным. И если от запасов нельзя избавиться, то ими необходимо управлять.

Под управлением понимается контроль за состоянием запасов и принятие решений, нацеленных на экономию времени и средств за счет минимизации затрат по содержанию запасов, необходимых для своевременного выполнения производственной программы.

Цель системы управления запасами — обеспечение бесперебойного производства продукции в нужном количестве и в установленные сроки и достижение на основе этого полной реализации выпуска при минимальных расходах на содержание запасов

Распространение Интернет-торговли нередко объясняется незначительным уровнем (или вообще отсутствием) у виртуальных магазинов товарных запасов. Именно данное обстоятельство позволило компаниям наподобие Amazon.com значительно сократить собственные накладные расходы и удерживать весьма конкурентоспособные цены по сравнению с традиционными формами продаж.

Финансовый менеджер определяет потребность в источниках средств для поддержания производственных запасов на необходимом уровне.

Определение оптимальной партии заказа. Целью управления запасами является определение такой их минимальной величины, которая была бы достаточной для поддержания нормальной работы предприятия. Оптимальный размер партии (*Economic Ordering Quantity*) — количество единиц конкретного ресурса, при заказе которого суммарные затраты предприятия на оформление заказа, покупку, доставку и хранение материалов будут за определенный период минимальными.

Общие затраты по поддержанию запасов состоят из *затрат на хранение запасов* и *затрат на оформление заказов.*

Затраты по хранению запасов в основном изменяются пропорционально их размеру. Величина запасов зависит от потребности и от количества поставок ресурса.

Величина среднего запаса равняется половине размера одного заказа:

$$A = S / N : 2,$$

где A — величина запаса;

S — годовая потребность в ресурсе;

N — число поставок.

Зная эту величину можно рассчитать общие годовые расходы на хранение запасов (Total Carrying Cost):

$$TCC = CPA,$$

где C — годовые затраты по хранению запасов, %;

P — цена за единицу ресурса, руб.

Затраты на оформление заказа (Total Ordering Cost). Эти затраты, как правило, не зависят от размера запасов и являются постоянными. Сюда входят почтовые и командировочные расходы, оформление документации и пр.

Поэтому они определяются произведением постоянных затрат на оформление заказа и количества партий в год.

$$TOC = FN,$$

где F — постоянные затраты на оформление заказа, руб.;

N — число размещаемых в год заказов.

Или $TOC = F\ S/2A$

Общие затраты на поддержание запасов (Total Inventory Costs)

$$TIC = CPA + F\ S/2A$$

Если Q — величина заказа, то A = Q / 2;

а $TIC = CP\ Q/2 + F\ S/Q$

Средний объем запасов зависит от частоты размещения заказов и размеров каждого из них: чем чаще обновление запасов, тем ниже средний объем запасов. Большие объемы заказов означают увеличение средних объемов запасов, следовательно, затрат по хранению. Затраты по оформлению заказов (размещение заказов, доставка, монтаж) уменьшаются при снижении частоты заказов, что в свою очередь приводит к увеличению объема хранимых запасов.

Важной функцией управления является определение оптимальной партии заказа (Economic Ordering Quantity).

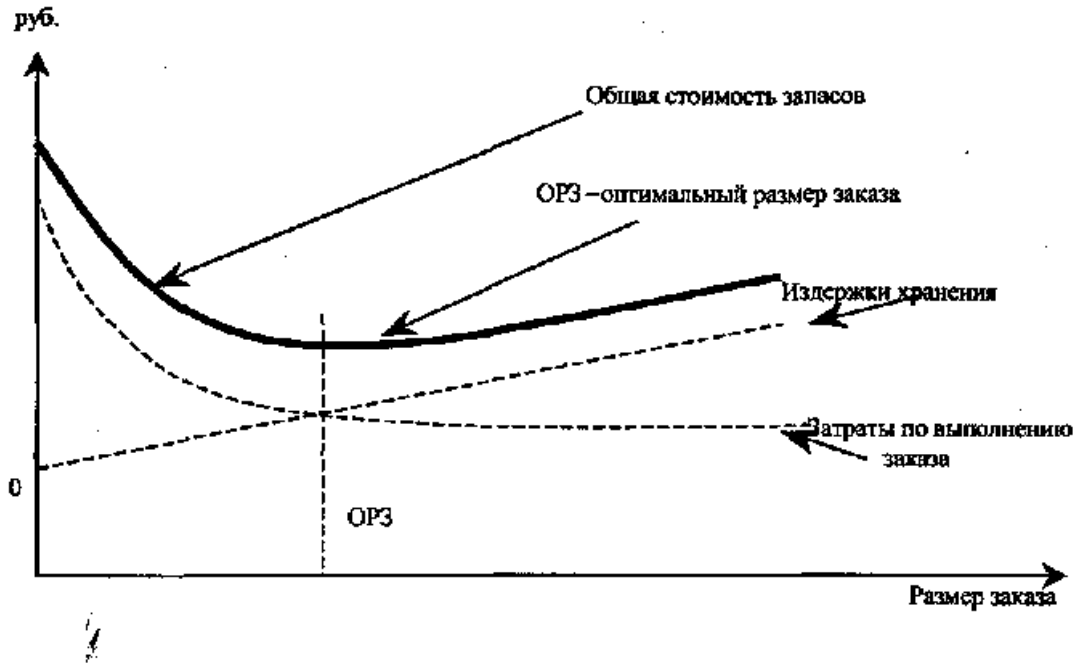


Рис. 5.4. Определение оптимальной партии заказа

Здесь наклонно возрастающая прямая это издержки хранения, т.е. переменные издержки, которые растут пропорционально величине запасов. Пунктирно вогнутая кривая показывает затраты по выполнению заказа, которые после некоей оптимальной величины заказа практически не меняются и могут быть приняты за постоянные расходы. Толстая вогнутая кривая показывает поведение суммарных затрат по хранению и выполнению одного заказа запасов. Как видим, наименьшего значения суммарные расходы соответствуют точке пересечения кри-

вых затрат хранения запасов и выполнения заказа. Эта точка и будет соответствовать оптимальному размеру заказа запаса.

Таким образом, под оптимальным понимается такой размер заказа, который минимизирует общие затраты, связанные с запасами. Оптимальный размер заказа может быть определен и по следующей формуле:

$$ОРЗ = \sqrt{\frac{2 \times З_{пост.} \times П_г}{k_{хр} \times Ц_{ед}}},$$

$З_{пост}$ — постоянные затраты на оформление одного заказа (размещение, доставка, приемка);

$П_г$ — годовая потребность в ресурсе, единиц;

$К_{хр}$ — издержки хранения запасов в % от стоимости запасов;

$Ц_{ед}$ — цена покупки единицы запаса.

Формула расчета оптимальной партии заказа может иметь вид:

$$ОРЗ = \sqrt{\frac{2 \times З_{пост.} \times П_г}{З_{хр}}},$$

где $З_{кр}$ — затраты на хранение в расчете на единицу запасов, руб.

Отсюда видно, что оптимальный размер заказа изменяется прямо пропорционально расходам на оформление одного заказа и годовой потребности в материале, и обратно пропорционально расходам на хранение запасов в расчете на единицу материала.

Для предприятий со сравнительно небольшими объемами производства затраты на выполнение заказа могут быть незначительны, а расходы на хранение не нужны, если материалы сразу поступают в производство. Эти показатели можно принять равными 1.

Тогда формула расчета оптимальной партии заказа примет вид:

$$ОПЗ = \sqrt{2 \times П_г}$$

Иначе говоря, оптимальный размер партии заказа конкретного материала пропорционален корню квадратному удвоенной годовой потребности в данном материале.

Однако, чтобы модель оптимального размера заказа работала, необходимо соблюдение следующих допущений:

- объём продаж должен быть идеально спрогнозирован;
- продажи равномерно распределяется в течение всего года;
- заказы выполняются без задержек.

Пример расчета EOQ. Объем годовой потребности 26 000 шт. Затраты по хранению 25% от стоимости единицы запасов. Цена за 1 ед. ресурса 4,92 руб. Постоянные затраты на выполнение 1 заказа 1000 руб.

$$ОРЗ = \sqrt{\frac{2 \times 1000 \times 26000}{0{,}25 \times 4{,}92}} = 6500 \, шт.$$

Запас 6500 шт. рассчитан на объем годовой потребности 26 000 шт., компания должна размещать 26 000 : 6500 = 4 заказа в год. Средняя величина запаса составит ОРЗ / 2 или 3250 шт. Таким образом, при стабильном уровне реализации средние запасы в течение года будут составлять 3250 шт. или 3250 × 4,92 = = 16 000 руб.

При увеличении объема реализации запасы также увеличиваются, но и не в такой пропорции. Если объем реализации увеличится на 100%, т.е. составит 52 000 шт., ОРЗ увеличится до 9195 шт., или всего на 41%.

Исходя из этих данных рассчитаем общие затраты на поддержание запасов:

TIC = 0,25 × 4,92 руб. × 6500 / 2 + 1000 руб. × 26000 / 6500 = = 8000 руб.

В эту сумму не входит стоимость приобретения ресурсов (4,92 × 26 000 = 127 920 руб.).

Методы оптимизации материальных потоков

Для повышения эффективности принимаемых решений необходим индивидуальный подход к определению сроков и раз-

меров заказа по каждому материалу. Поскольку такой метод связан с большими затратами времени, его целесообразно использовать только там, где он приносит наибольший эффект. Иными словами, нерационально уделять позициям, играющим незначительную роль в производстве, то же внимание, что и материалам первостепенной важности.

АВС метод управления товарно-материальными запасами — управлению дорогими элементами запасов уделяется больше внимания, чем дешевыми. При этом на первый план выдвигаются материалы более дорогие, с критическим сроком морального старения, являющиеся узким местом на производстве.

Это положение основано на принципе Парето. Суть его состоит в том, что на несколько изделий из всей совокупности производимых, продаваемых, покупаемых или хранимых изделий приходится значительная часть расходуемых или приобретаемых ресурсов. Применительно к политике материальных запасов последнее означает, что на ограниченное число поставок приходится основная масса используемых материалов.

АВС-анализ является одним из методов рационализации, который может использоваться во всех функциональных сферах деятельности предприятия. АВС-анализ позволяет:

- выделить наиболее существенные направления деятельности;
- направить деловую активность в сферу повышенной экономической значимости и одновременно снизить затраты в других сферах за счет устранения излишних функций и видов работ;
- повысить эффективность организационных и управленческих решений благодаря их целевой ориентации.

В управлении материальными потоками с помощью АВС-анализа устанавливаются и изучаются соотношения и зависимости следующих факторов:

- количество и стоимость приобретенных материалов по отдельным позициям и группам;
- количество и стоимость израсходованных материалов по отдельным позициям и группам;
- количество счетов, выставленных поставщиками, и размеры оплаты по этим счетам;
- количество поставщиков и размеры их оборота;
- количество и стоимость отдельных материалов в рамках стоимостного анализа.

При дифференцированном подходе к организации закупок и управлению складскими запасами АВС-анализ позволяет добиться существенного снижения затрат.

Согласно АВС-методу запасы сырья и материалов делятся на три категории по степени важности отдельных видов в зависимости от их удельной стоимости.

Материалы класса А — это немногочисленные, но важнейшие материалы, на которые приходится большая часть денежных средств (около 75%), вложенных в запасы. Категория А включает ограниченное количество наиболее ценных видов ресурсов, которые требуют постоянного и скрупулезного учета и контроля (возможно, даже ежедневного). Для этих ресурсов обязателен расчет оптимального размера заказа;

Материалы класса В относятся к второстепенным и требуют меньшего внимания, чем материалы класса А. С приобретением материалов класса В связано примерно 20% денежных средств. Категория В составлена из тех видов товарно-материальных запасов, которые в меньшей степени важны для предприятия и которые оцениваются и проверяются при ежемесячной инвентаризации; для ТМЗ этой категории приемлемы методики определения оптимального размера заказа;

Материалы класса С составляют значительную часть в номенклатуре используемых материалов, но недороги, на них приходится наименьшая часть вложений в запасы — 5%. Категория С включает широкий ассортимент оставшихся малоценных видов товарно-материальных запасов, закупаемых обычно в большом количестве.

Классификация АВС-метода позволяет сосредоточиться на контроле только за наиболее важными видами ТМЗ (категории А и В) и тем самым сэкономить время, ресурсы и повысить эффективность управления

Для проведения АВС-анализа необходимо:

1) установить стоимость каждого наименования материала (для покупных деталей принимаются цены поставщика);

2) расположить материалы по мере убывания издержек;

3) суммировать данные о количестве и издержках на материалы и нанести их на схему;

4) разбить материалы на группы в зависимости от их удельного веса в общих издержках. Поскольку 75% затрат приходит-

ся на 10—15% всех материалов, то наиболее тщательный контроль осуществляется в отношении именно этой группы.

На рис. 5.5 дано характерное распределение материальных запасов на отдельные классы по их удельному весу в общих издержках на материалы. Полученная кривая распределения названа по имени Лоренца, который в 1905 г. с помощью таких кривых графически интерпретировал различия в распределении доходов. Кривая Лоренца характеризует кумулятивное возрастание величин двух взаимосвязанных признаков (в % к итогу), нанесенное на график и показывает степень концентрации отдельных элементов по группам.

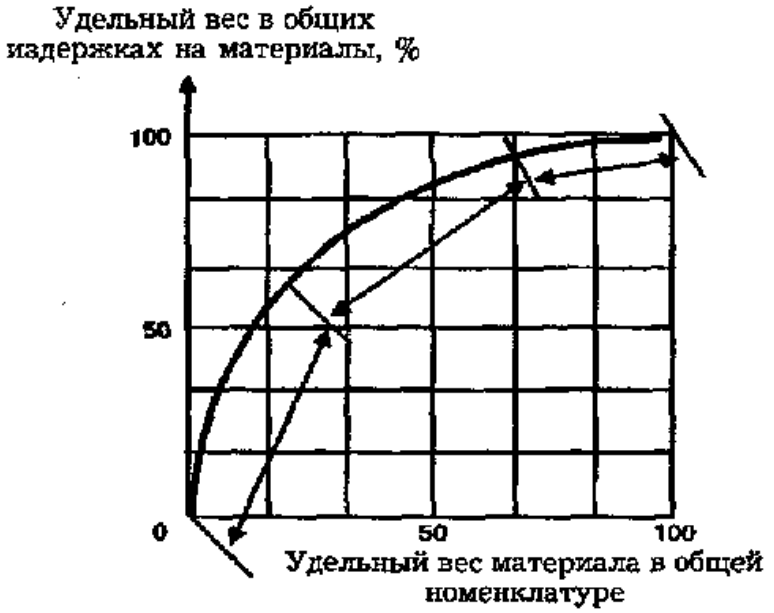


Рис. 5.5. Распределение АВС

Контроль и регулирование запасов осуществляются по-разному в зависимости от класса материала. Ниже приводится перечень операций, которые проводятся с материальными запасами.

Материалы класса А. Тщательно определяются размеры и моменты выдачи заказов. Величина затрат на выдачу и оформление заказов, хранение материалов пересматриваются каждый раз при размещении очередного заказа. Устанавливается строгий контроль и регулирование запасов, а также контроль за расчетом периода опережения.

Материалы класса В. Определяются экономичные размеры и момент выдачи повторного заказа. Осуществляется обычный контроль и сбор информации о запасах, что позволяет своевременно обнаружить основные изменения в использовании материальных запасов.

Материалы класса С. Никаких расчетов не производится. Размер повторного заказа устанавливается таким образом, чтобы поставки осуществлять в течение 1—2 лет. Пополнение запасов регистрируется, но текущий учет уровня запасов не ведется. Проверка наличных запасов проводится периодически один раз в год. Ход выполнения поставщиком обязательств по поставке материалов класса А и В контролируется путем создания непрерывной или периодической системы учета запасов.

XYZ-анализ материалов предполагает оценку их значимости в зависимости от частоты потребления. Если рассматривать потребление отдельных видов материалов в течение длительного периода, то можно установить, что в их числе есть материалы, имеющие постоянный и стабильный спрос; материалы, расход которых подвержен определенным, например сезонным, колебаниям, и, наконец, материалы, расход которых носит случайный характер. Поэтому в пределах каждого из классов А, В и С материалы могут быть распределены еще и по степени прогнозируемости их расхода. Для такой классификации используются символы X, Y, Z.

К классу X относятся материалы, спрос на которые имеет постоянный характер или подвержен случайным незначительным колебаниям, поэтому поддается прогнозированию с высокой точностью. Удельный вес таких материалов в общей номенклатуре, как правило, не превышает 50—55%.

К классу Y относятся материалы, потребление которых осуществляется периодически либо имеет характер падающей или восходящей тенденции. Их прогнозирование возможно со средней степенью точности. Их удельный вес в общей номенклатуре составляет около 30%.

К классу Z относятся материалы, для которых нельзя выявить какой-либо закономерности потребления, поэтому прогнозирование их расхода невозможно (они составляют 15% общей номенклатуры).

Для проведения XYZ–анализа необходимо:

1) установить средний расход каждого вида материала с учетом колебания потребности в них по периодам, это могут быть, например, сезонные колебания;

2) рассчитать коэффициент вариации по каждой номенклатурной позиции;

3) расположить материалы по мере убывания коэффициентов вариации;

4) суммировать данные о количестве материалов в соответствии с возрастанием коэффициентов вариации, нанести их на схему;

5) разбить материалы на группы в зависимости от вариации спроса.

В качестве показателя, характеризующего возможные колебания в потреблении материалов, может использоваться коэффициент вариации:

$$\upsilon = \frac{\sigma}{X_t} \times 100\%,$$

где υ — стандартное отклонение, определяющее степень фактического расхода материала в течение анализируемого периода относительно средней величины;

X_t — средняя величина расходования материала;

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum (X_t - \overline{X_t})^2}{T-1}},$$

где X_t — фактический расход материала в t-м периоде;

T — число наблюдаемых периодов.

При этом могут выделяться следующие границы классов.

Класс	Границы изменения коэффициента вариации, %
X	0–10
У	11–25
Z	26–∞

XYZ-анализ служит вспомогательным средством при подготовке решений по совершенствованию планирования материального обеспечения производства.

Третий способ управления производственными запасами касается *управления запасами с зависимым спросом*. Как мы

сказали выше, спрос на такие запасы полностью зависит от потребности в других видах сырья и материалов. Например, спрос на такие виды производственных запасов, как шины, аккумуляторы, фары и другие компоненты полностью зависит от того количества автомобилей, которые мы планируем произвести и продать. Существуют два метода управления запасами с зависимым спросом: планирование потребности в материалах и поставка в момент сборки (другое название «поставка точно в срок»).

Планирование потребности в материалах. Разработаны специальные компьютеризованные системы по управлению запасами с зависимым спросом. Все такие системы объединяются под общим названием «планирование потребности в материалах». Основной идеей, лежащей в основе планирования потребности в материалах, является то, что если известна потребность в запасах для производства определенного числа единиц готовой продукции, то можно определить потребность в каждом отдельном виде запасов. Отсюда можно рассчитать то количество запасов каждого вида, которое должно постоянно иметься в распоряжении. Планирование потребности в материалах особенно важно в производстве сложной продукции, требующей наличия большого количества разнородных компонентов для производства конечного продукта.

Поставка «точно в срок» (Just in time — JT) — запасы приобретаются и вводятся в производство точно в тот момент, когда возникает потребность.

Поставка в момент сборки является современной методикой управления запасами с зависимым спросом. Этот подход возник первоначально в Японии и составляет сейчас основную часть японской производственной философии.

JIT означает, что процесс производства должен быть организован таким образом, чтобы сырье и материалы были доставлены к месту производства в тот момент времени, когда в них возникает необходимость, а готовые изделия тут же отправлены заказчику или потребителю.

Основные условия для применения системы JIT:

◆ концентрация по географическому принципу (сеть малых предприятий). Одним из классических примеров претворения в жизнь метода «точно в срок» является фирма Toyota, которая построила свой бизнес таким образом, что около 90% всех по-

ставщиков этого автомобильного монстра сосредоточены в предместье Тойото. При этом подавляющее большинство комплектующих доставляются к месту сборки в течение нескольких часов или минут до того, как они будут использованы;

♦ ориентация контроля не на отсев брака, а на его предупреждение (график, стандартное отклонение). Подобная организация конвейера требует повышенных требований к качеству всех элементов производственного процесса. Наличие даже незначительного брака в комплектующих способно парализовать целую производственную линию.

Это еще раз доказывает, что управление товарно-материальными запасами по системе JIT тесно взаимосвязано с менеджментом качества TQM. Этот подход, по сути, и явился первоначальным прообразом JIT и был принят на вооружение компаниями уже сразу после Второй мировой войны. Данная концепция была основана на организации такой системы контроля на предприятии, которая исключает наличие «входящего» брака на всех этапах производства и, как результат, отсутствие дефектов на «выходе». Современные компании не могут полностью соответствовать принципам системы «точно в срок», если поставщики допускают даже незначительный процент бракованных изделий.

Комплексное (тотальное) управление качеством требует контролировать, прежде всего, не качество продукта, а качество организации производства. При таком подходе каждый сотрудник должен отвечать за повышение качества на собственном технологическом участке. При этом внедрение принципов TQM должно избавить компании от необходимости содержать огромные отделы технического контроля (ОТК);

♦ сокращение числа поставщиков и заключение с ними долгосрочных договоров. При использовании JIT заказ и получение сырья происходят часто и регулярно. Чтобы заставить работать такую систему и избежать вынужденных простоев производства из-за недостатка сырья, необходима высокая степень кооперации между поставщиками. Японские промышленные компании зачастую имеют очень ограниченный, сплоченный круг поставщиков, тесно работая с которыми они достигают необходимой степени сотрудничества. Такие поставщики являются частью крупных промышленных групп (таких как Toyota). Эти

группы иначе называются «кейрецу». Это позволяет иметь поставщиков, которые территориально расположены около основного производителя, что очень распространено в Японии.

- сокращение размера партии до 10% ежедневного расхода;
- обучение персонала, повышение его ответственности;
- минимизация операций по оформлению приемки товара.

Надо отметить, что при этом отвергается подход, что расходы на оформление заказа являются постоянными (затраты на приемку и проверку материалов, почтовые и канцелярские расходы). Принимаются меры по унификации оборудования, усилению входного контроля качества материалов, применению специальных разгрузочных технологий, экспресс-почты, прогнозирования.

Составной частью технологии JIT является так называемый «канбан», а сами системы еще называются системами «канбан». Буквальный перевод этого термина означает «карта» или «знак», но для данной ситуации канбан является сигналом поставщику, чтобы последний отгрузил еще сырья и материалов. Например, канбаном может быть бирка, прикрепленная к какой-нибудь комплектующей части. Когда рабочий получает эту комплектующую часть, он отделяет бирку и направляет обратно поставщику. Для поставщика это является сигналом к поставке новой комплектующей части. Передовая практика внедрения системы JIT показала, что понятие «точно в срок» гораздо шире, чем обыкновенное сокращение товарных запасов.

Контрольные вопросы и задания

1. Какие оборотные средства относят к нормируемым?
2. Назовите методы расчета нормативов оборотных средств.
3. Что такое норма оборотных средств?
4. Что такое норматив оборотных средств?
5. Как потребность в оборотных средствах на формирование запасов зависит от типа производства?
6. Как определяется длительность оборота запасов?
7. Что включает в себя норма производственных запасов?
8. Как рассчитываются показатели оборачиваемости запасов?

9. В каких случаях рассчитывается средневзвешенный интервал между поставками?

10. Какие виды запасов вам известны?

11. Как определяется длительность оборота капитала в незавершенном производстве?

12. Как определяется длительность оборота капитала в запасах готовой продукции?

13. Какие вам известны методы оценки производственных запасов?

14. Какой метод оценки производственных запасов способствует минимизации налоговых выплат?

15. Какой метод применяется для оценки запасов в дорогостоящих изделиях с длительными сроками реализации?

16. Как зависят затраты на выполнение заказа и на хранение запасов от размера заказа?

17. Какие условия необходимы для использования модели Уилсона?

18. Как определяется оптимальный размер заказа для предприятий с небольшими объемами производства и незначительными затратами на выполнение заказа?

19. На чем основан ABC-метод управления товарно-материальными запасами?

20. Что показывает кривая Лоренца?

21. Какие материалы относят к группе А?

22. На чем основан XYZ-анализ материалов?

23. Какие методы управления запасами с зависимым спросом вам известны?

24. Какие основные условия необходимы для применения системы «точно в срок»?

25. Какие предприятия объединяются в группы, называемые в Японии «кейрецу»?

Задание 1. Средние остатки запасов готовой продукции за отчетный год составили 1500 тыс. руб., а себестоимость отгруженной продукции за этот же период — 80 000 тыс. руб. Какова длительность оборота средств в запасах готовой продукции?

Задание 2. Потребность в материале за полгода составляет 10 000 шт., расходы на оформление и размещение заказа, дос-

тавку материалов и их приемку в расчете на одну партию составляют 30 000 руб., затраты на хранение единицы запаса составляют 100 руб. в месяц.

Определите:

1) оптимальный размер партии поставки;

2) число поставок за полгода;

3) интервал между двумя поставками;

4) если для поступления материалов после размещения заказа требуется 3 дня, чему равен запас в точке заказа?

Задание 3. Определить коэффициент нарастания затрат, если затраты за квартал составляют 96 млрд. руб., основная доля затрат поступает в производство в самом начале производственного цикла и составляет 52 млрд. руб., а остальные затраты нарастают на протяжении производственного цикла равномерно.

Задача 4. Производственная себестоимость изделия 1500 руб., длительность производственного цикла 10 дней. Затраты на производство составили в первый день 300 руб., во второй день — 400 руб., в третий день — 200 руб., в четвертый — 200, а остальные 400 руб. — это затраты, нарастающие равномерно. Определить коэффициент готовности незавершенного производства.

Задание 5. Выпуск готовой продукции за месяц должен составить 540 тыс. руб., а норма оборотных средств составляет 6 дней. Определите, чему равен норматив оборотных средств на готовую продукцию.

ГЛАВА 6
УПРАВЛЕНИЕ ДЕБИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТЬЮ

6.1. Содержание и виды дебиторской задолженности

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

Все фирмы стараются производить продажу за наличный расчет, однако часто приходиться соглашаться и на отсрочку платежей. В таких случаях возникает ситуация, когда продукция отправлена покупателю, запасы сократились, а денежные средства еще не поступили. Возникает дебиторская задолженность. После того как покупатели оплатят товар, компания получит наличные деньги, а дебиторская задолженность сократится. Таким образом, эффективной считается та политика управления дебиторской задолженностью, которая максимизирует денежные поступления за некоторый период.

Процесс управления дебиторской задолженностью начинается с вопроса о том, предоставлять или не предоставлять кредит покупателю. Дебиторскую задолженность нужно контролировать. Это делается для того, чтобы предотвратить излишнее ее увеличение, так как увеличение дебиторской задолженности приводит к снижению денежных поступлений и к возникновению безнадежных долгов.

Важной задачей в управлении дебиторской задолженностью является определение сроков кредита (предоставляемого покупателям), которые оказывают влияние на объемы продаж и получение денег. Например, предоставление более продолжительных сроков кредита, вероятно, увеличит объем продаж. Именно из-за этого часто возникают конфликты между менеджером по продажам и менеджером, занимающимся управлением дебиторской задолженностью. В интересах менеджера по продажам увеличить объем продаж, пусть даже за счет кредита, он не учитывает вероятность неплатежа со стороны клиентов.

Сроки кредита имеют прямое отношение к затратам и доходу, связанным с дебиторской задолженностью. Если сроки кредита жесткие, у компании будет меньше инвестированных денежных средств в дебиторскую задолженность и потерь от безнадежных долгов, но это может привести к снижению объемов продаж, уменьшению прибылей и негативной реакции покупателей. С другой стороны, если сроки кредита гибкие, компания может добиться увеличения объемов продаж и большего дохода.

Исключение составляет ситуация, когда поставщик имеет прочные позиции на рынке и может диктовать свои платежные условия. Наоборот, если предприятие имеет неиспользуемые мощности и его продукция легко заменима на рынке, то для достижения запланированного уровня продаж требуется скорее либерализация платежных условий.

Экономические условия и кредитная политика фирмы оказывают основное влияние на уровень дебиторской задолженности фирмы. Естественно, экономические условия в значительной степени находятся вне сферы контроля финансового менеджера. Однако, как и в случае с другими текущими активами, финансовый менеджер может изменять уровень дебиторской задолженности исходя из компромисса между доходностью и риском. Расширение продаж в кредит может стимулировать спрос, что в свою очередь должно привести к более высокой прибыли. Но при этом одновременно возрастают затраты на содержание дополнительной дебиторской задолженности и появляется риск потерь по безнадежным долгам.

Под текущей дебиторской задолженностью понимается задолженность юридических и физических лиц определенных сумм денежных средств и их эквивалентов предприятию, которая возникает в ходе нормального операционного цикла и предусмотрена к погашению в период до одного года.

В современной хозяйственной практике текущая задолженность классифицируется по следующим видам: дебиторская задолженность за товары, работы, услуги; дебиторская задолженность по расчетам (с бюджетом, по выданным авансам, по начисленным доходам, по внутренним расчетам); прочая текущая дебиторская задолженность.

Векселя к получению по существу являются разновидностью дебиторской задолженности, но отличаются формой предоставления отсрочки платежа, которая имеет вид векселя. Наиболее важными характеристиками векселя являются: 1) срок действия; 2) сумма займа и 3) процентная ставка. Срок векселя устанавливается непосредственно при выписке векселя в днях или месяцах либо оговаривается дата погашения векселя (выплаты суммы займа), и тогда срок векселя рассчитывается путем сопоставления даты выписки и даты погашения. Величина суммы займа устанавливается по взаимному соглашению сторон, участвующих в выписке векселя, и записывается на лицевой стороне векселя. Величина суммы займа определяется на основании объема товара или услуг, оказанных векселедателю. Проценты по векселю — это стоимость займа или вознаграждение за предоставление кредита.

При этом следует учитывать, что ставка процента обычно устанавливается в пересчете на год, а срок векселя указывается в днях или месяцах. Поэтому необходимо сделать соответствующий пересчет. Рассмотрим для примера вексель, выданный компании SVP. Вексель был выдан на срок три месяца, сумма займа составляет 42 800 долл., а годовая процентная ставка — 24%. Сумма процентного платежа должна составить $42{,}800 \times \times 0{,}24 \times (3/12) = 2568$ долл. Таким образом, сумма, выплачиваемая на дату окончания векселя должна составить $42\,800 + 2568 = 45\,368$ долл. Предприятие учтет эти две компоненты по-разному: основная сумма займа будет непосредственно добавлена к денежному счету; сумма процента должна быть учтена в отчете

о прибыли как дополнительный доход предприятия (в целях правильного налогообложения), а затем уже добавлена к денежному счету.

Существуют также так называемые дисконтные векселя. При выписке дисконтного векселя не указываются проценты, а указывается лишь сумма, которая будет выписана векселедержателю. Соответственно, стоимость товаров или услуг (или сумма, которую получает лицо, выписывающее вексель) меньше той суммы, которая будет предоставлена векселедержателю.

В западных странах широко распространена практика учета, или дисконтирования, векселей. Согласно этой практике, банк может выкупить вексель еще до момента его погашения, чтобы самому стать векселедержателем. При этом банк выкупает вексель со скидкой (дисконтом), а получает по векселю полную сумму в момент его погашения. Пусть, к примеру, рассмотренный выше вексель к получению компании SVP, учитывается банком по ставке 30%, когда осталось 60 дней до окончания срока векселя. Сумма дисконта по векселю составит $45\,368 \times 0{,}30 \times (60/365) = 2237$ долл. Следовательно, предприятие получит не 45 368 долл., а $45{,}368 - 2237 = 43\,131$ долл.

Среди перечисленных видов наибольший объем текущей дебиторской задолженности предприятий приходится на задолженность покупателей за товары, работы, услуги. В общей сумме текущей дебиторской задолженности предприятий на задолженность покупателей приходится в настоящее время более 80%.

В силу специфики форм, скорости движения, закономерности возникновения эти виды оборотных средств не могут быть заранее рассчитаны и учтены подобно нормируемым оборотным средствам. Предприятия имеют возможность управлять этими средствами и воздействовать на их величину с помощью действующей системы кредитования и расчетов.

Финансовый менеджер должен осуществлять постоянный мониторинг величины дебиторской задолженности, так как ее чрезмерное увеличение приводит к падению платежеспособности предприятия.

Политику управления дебиторской задолженностью называют еще кредитной политикой предприятия, хотя это не совсем верно. Кредитная политика — это принятие решения о

том, кому из покупателей предоставлять платежный кредит за отгруженную продукцию, а кому нет.

Управление дебиторской задолженностью намного шире и включает в себя систему методов проведения расчетов за отгруженную продукцию и услуги, взыскание просроченных долгов, политику взаимоотношений с факторинговыми компаниями и коммерческими банками, с товарными и валютными биржами.

Управление движением дебиторской задолженности — установление с покупателями таких договорных отношений, которые обеспечивают своевременное и достаточное поступление средств для осуществления платежей кредиторам.

Ключевым моментом при управлении дебиторской задолженностью является понимание, что, с одной стороны, увеличение дебиторской задолженности приводит к увеличению объемов продаж. Это способствует отвлечению собственных средств, из-за чего может возникнуть необходимость привлечения кредита для авансирования оборотного капитала и это приведет к увеличению издержек (за счет платы за кредит).

С другой стороны, при уменьшении сроков коммерческого кредита снизится дебиторская задолженность, но одновременно уменьшатся объемы продаж, и это может привести к повышению затрат на хранение готовой продукции, потере покупателей. При необходимости пополнить денежные средства целесообразнее прибегнуть к скидкам. Скидки различают по срокам, когда при оплате в определенный срок происходит уменьшение цены покупки на несколько процентов, а также по объемам: при приобретении указанного объема покупатель получает товар по более низкой цене.

Такие условия оплаты предлагаются покупателям при следующих условиях:

- наличие на складе устаревающей продукции;
- спад покупательского спроса;
- продукция в процессе научно-технического прогресса быстро обновляется (например, персональные компьютеры);
- продукция имеет сезонный спрос или является скоропортящейся.

Наличие дебиторской задолженности характеризуется тремя параметрами:

- объем реализованной продукции в кредит;

◆ период времени между реализацией товара и получением выручки;

◆ необходимость финансирования увеличения дебиторской задолженности (банковский кредит, ценные бумаги).

Размер дебиторской задолженности рассчитывается как произведение однодневного оборота дебиторской задолженности на ее оборачиваемость в днях.

Пример. Объем реализации 100 000 шт. по цене 200 руб. за 1 шт. Реализация в кредит на условиях 3/10, брутто 30. При этом 60% реализуется со скидкой на 10-й день, а 40% без скидки.

Оборачиваемость дебиторской задолженности в днях составит:

$$0{,}6 \times 10 + 0{,}4 \times 30 = 18 \text{ дней}$$

Однодневный оборот:

$$\frac{100\,000 \times 200}{360} = 55\,555{,}6 \text{ руб.}$$

Если оплата регулярно производится на тех же условиях в течение года, то среднегодовая дебиторская задолженность составит:

$$55\,555 \text{ руб.} \times 18 \text{ дней} = 999\,990 \text{ руб.}$$

Оборачиваемость дебиторской задолженности можно сравнить с отраслевым значением. Если отраслевое значение — 27 дней, а по компании — 18 дней, то это означает, что у компании в полтора раза больше клиентов, имеющих скидку.

Оборачиваемость дебиторской задолженности можно сравнить с условиями реализации. Если оборачиваемость возросла до 30 дней, то это означает, что в среднем клиенты компании оплачивают в срок 32 дня и теряют при этом скидку. Хотя, может быть, часть из них оплачивают за10 дней, а остальные — за 38 дней.

Управление текущей дебиторской задолженностью осуществляется по следующим основным этапам.

1. Анализ текущей дебиторской задолженности предприятия.

2. Выбор типа кредитной политики предприятия по отношению к покупателям продукции.

3. Определение возможной суммы оборотного капитала, направляемого в дебиторскую задолженность по товарному (коммерческому) и потребительскому кредиту.

4. Формирование системы кредитных условий.

5. Формирование стандартов оценки покупателей и дифференциация условий предоставления кредита.

6. Политика и методика инкассации текущей дебиторской задолженности.

7. Обеспечение использования на предприятии современных форм рефинансирования текущей дебиторской задолженности.

8. Построение эффективных систем контроля за движением и своевременной инкассацией текущей дебиторской задолженности.

6.2. Анализ текущей дебиторской задолженности компании

Анализ дебиторской задолженности по расчетам с покупателями проводится в разрезе товарного (коммерческого) и потребительского кредита.

На первой стадии анализа с целью отражения реального состояния текущей дебиторской задолженности с позиций возможной ее инкассации в общей ее сумме выделяется ее чистая реализационная стоимость. *Чистая реализационная стоимость дебиторской задолженности* представляет собой сумму текущей дебиторской задолженности за товары, работы и услуги, уменьшенную на сумму резерва сомнительных долгов (под сомнительным долгом понимается та часть дебиторской задолженности, относительно которой существует неуверенность ее погашения покупателем-должником).

Величина резерва сомнительных долгов определяется исходя из уровня фактической платежеспособности отдельных покупателей-дебиторов (прямой метод) или на основе соответствующей классификации дебиторской задолженности этого вида

по срокам ее непогашения с установлением коэффициента сомнительности ее погашения по каждой группе (косвенный метод). Величина резерва сомнительных долгов при косвенном методе ее расчета определяется как сумма произведений текущей дебиторской задолженности соответствующей группы и коэффициента сомнительности ее погашения по данной группе.

На второй стадии анализа оценивается уровень дебиторской задолженности покупателей продукции и его динамика в предшествующем периоде. Оценку этого уровня рекомендуется осуществлять на основе следующих показателей:

а) *коэффициента отвлечения оборотных активов в текущую дебиторскую задолженность за товары, работы и услуги.* Он рассчитывается по следующей формуле:

$$Кот = \frac{ДЗтек + ДЗчис + ДЗсом}{ОАсум},$$

где Кот — коэффициент отвлечения оборотных активов в текущую дебиторскую задолженность за товары, работы и услуги;

ДЗтек — сумма текущей дебиторской задолженности покупателей;

ДЗчис — сумма чистой реализационной стоимости дебиторской задолженности;

ДЗсом — сумма резерва сомнительных долгов;

ОА — общая сумма оборотных активов предприятия.

б) *коэффициент возможной инкассации текущей дебиторской задолженности за товары, работы и услуги.* Он определяется по следующей формуле:

$$КВИдз = (ДЗв + ЧРСдз) / (ДЗв + ЧРСдз + РСД),$$

где КВИдз — коэффициент возможной инкассации текущей дебиторской задолженности за товары;

ДЗв — сумма текущей дебиторской задолженности покупателей, оформленной векселем;

ЧРСдз — сумма чистой реализационной стоимости дебиторской задолженности;

РСД — сумма резерва сомнительных долгов.

На третьей стадии анализа определяется средний период инкассации текущей дебиторской задолженности за товары, работы и услуги. Он характеризует роль этого вида дебиторской задолженности в фактической продолжительности финансового и общего операционного цикла предприятия. Расчет этого показателя производится по следующей формуле:

$$ПИдз = (ДЗв + ЧРСдз)/Оо,$$

где ПИдз — средний период инкассации текущей дебиторской задолженности за товары, работы и услуги (в днях);

ДЗв — средняя сумма текущей дебиторской задолженности покупателей, оформленной векселем, в рассматриваемом периоде (*рассчитанная как средняя хронологическая*);

ЧРСдз — средняя сумма чистой реализационной стоимости дебиторской задолженности в рассматриваемом периоде (рассчитанная как средняя хронологическая);

Оо — сумма дневного оборота по реализации продукции в рассматриваемом периоде.

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

На пятой стадии анализа определяют коэффициент эффективности инвестирования средств в текущую дебиторскую задолженность. Расчет этого коэффициента эффективности осуществляется по следующей формуле:

$$Эдз = \frac{ПРдз - ТЗдз - ПОТдз}{ДЗс},$$

где Эдз — сумма эффекта полученного от инвестирования средств в дебиторскую задолженность по расчетам с покупателями;

ПРдз — *дополнительная прибыль предприятия, полученная* от увеличения объема реализации продукцией долга;

ТЗдз — текущие затраты предприятия, связанные с организацией кредитования покупателей и инкассацией долга;

ПОТдз — сумма прямых финансовых потерь от невозврата долга покупателями;

ДЗс — средний остаток дебиторской задолженности за анализируемый период.

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

6.3. Кредитная политика компании

В современной коммерческой и финансовой практике реализация продукции в кредит (с отсрочкой платежа за нее) получила широкое распространение. Формирование принципов кредитной политики отражает условия этой практики и направлено на повышение эффективности операционной и финансовой деятельности предприятия.

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

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

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

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

Выбор форм реализации продукции в кредит определяется отраслевой принадлежностью предприятия и характером реализуемой продукции. Устанавливая стоимость товарного (коммерческого) или потребительского кредита, необходимо иметь в виду, что его размер не должен превышать уровень про-

центной ставки по краткосрочному банковскому кредиту. В противном случае он не будет стимулировать реализацию продукции в кредит, так как покупателю будет выгодней взять краткосрочный кредит в банке (на срок, равный кредитному периоду, установленному продавцом) и рассчитаться за приобретенную продукцию при ее покупке.

Одной из основных задач кредитной политики является распределение покупателей по группам риска. Кредитный рейтинг клиентов может быть основан на формальных и неформальных критериях. К числу формальных инструментов для решения этой задачи можно отнести оценку кредитной истории (credit scoring). Она основана на ранжировании покупателей по ряду выбранных показателей и применении критериев для принятия решений о предоставлении кредита.

Для оценки кредитной истории клиентов могут быть использованы следующие показатели:

- общее время работы с данным покупателем;
- среднемесячный объем продаж на данного покупателя (ABC-анализ);
- оборачиваемость дебиторской задолженности по данному покупателю;
- объемы и сроки просроченной дебиторской задолженности;
- оценка значимости клиента работающим с ним менеджером.

Тип кредитной политики характеризует принципиальные подходы к ее осуществлению с позиции соотношения уровней доходности и риска кредитной деятельности предприятия. Различают три принципиальных типа кредитной политики предприятия по отношению к покупателям продукции — консервативный, умеренный и агрессивный.

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

Существуют несколько условий, которые могут налагать жесткие ограничения на кредитование:

- нестабильное финансовое положение компании, не позволяющее идти на риски кредитования; отсюда следует необходимость вести торговлю только с наиболее крупными и надежными в финансовом отношении клиентами;
- создание товарно-материальных запасов невозможно из-за нехватки сырья;
- при имеющихся мощностях невозможно выполнить все заказы в течение короткого периода времени, хотя спрос на продукцию может быть значителен;
- вероятность значительных потерь по займам является высокой;
- производство продукции «на заказ», т. е. для конкретного потребителя; такая продукция не может быть продана другим клиентам;
- если производимая продукция характеризуется длительным производственным циклом;
- если компания производит дорогостоящие машины и оборудование.

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

Необходимые условия проведения умеренной кредитной политики:

- предприятие находится в удовлетворительном финансовом положении;
- имеет запасы, находящиеся в должном соотношении с общим объемом капиталовложений;
- продает продукцию по конкурентоспособной цене, в которую заложена разумная норма прибыли;
- предполагает в будущем достичь тех или иных успехов в своей деятельности.

Агрессивный (или мягкий) тип кредитной политики предприятия приоритетной целью кредитной деятельности ставит максимизацию дополнительной прибыли за счет расширения объема реализации продукции в кредит, не считаясь с высоким

уровнем кредитного риска, который сопровождает эти операции. Механизмом реализации политики такого типа является распространение кредита на более рискованные группы покупателей продукции; увеличение периода предоставления кредита и его размера; снижение стоимости кредита до минимально допустимых размеров; предоставление покупателям возможности пролонгирования кредита.

Условия проведения агрессивной кредитной политики:

- чрезмерно большие товарные запасы;
- падение спроса на рынке на продукт компании;
- компания пытается создать рынок для новой продукции;
- валовая прибыль по каждому типу продаваемого товара является значительной;
- для продвижения продукции требуются большие затраты на рекламу и торговые издержки;
- компания может понести существенные потери, связанные с сезонными колебаниями или изменениями моды;
- технические достижения или новые товары угрожают превратить продукцию компании в устаревшую;
- к концу сезона продаж товарные запасы переносятся на следующий год;
- привлечение потребителей в относительно новую отрасль.

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

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

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

Оптимальная кредитная политика будет заключаться в более свободном расширении коммерческого кредита до тех пор, пока дополнительная прибыль от увеличившегося объема продаж не станет равна прибыли, требуемой для покрытия издержек по дополнительной дебиторской задолженности, необходимой для достижения такого объема продаж. Однако, поскольку мы берем на себя риск для фирмы, что выражается в изменениях ожидаемых потоков наличности. Это увеличение риска выражается преимущественно в дополнительных потерях по безнадежным долгам.

Кредитная политика оказывает значительное влияние на реализацию. Степень влияния кредита на увеличение спроса зависит от того, какие еще факторы оказывают на него влияние. Теоретически фирме следует снижать нормативы кредитоспособности для акцептуемых счетов до тех пор, пока полученная в результате этого прибыль от реализации не превысит дополнительные затраты по дебиторской задолженности. Некоторые дополнительные затраты происходят из-за расширения кредитного отдела, необходимости проверки дополнительных счетов и обслуживания дополнительного объема дебиторской задолженности. Другие затраты влечет за собой увеличение вероятности потерь по безнадежным долгам.

Наконец, существует возможность возникновения затрат, связанных с дополнительной дебиторской задолженностью, в результате: 1) увеличившегося объема продаж и 2) увеличившегося среднего периода инкассации. Кроме того, расширение кредита может побудить нынешних покупателей быть менее добросовестными в отношении своевременности оплаты своих векселей.

В состав системы кредитных условий входят следующие элементы:

Срок предоставления кредита (кредитный период) характеризует предельный период, на который покупателю предоставляется отсрочку платежа за реализованную продукцию. Увеличение срока предоставления кредита стимулирует объем реализации продукции (при прочих равных условиях), однако приводит в то же время к увеличению суммы финансовых ресурсов, инвестируемых в дебиторскую задолженность, и увеличению продолжительности финансового и всего операционного цикла предприятия. Расчет оптимального срока предоставления кредита сводится к сопоставлению дополнительных доходов, полученных в результате роста продаж, и затрат на финансирование возросшей дебиторской задолженности. Поэтому, устанавливая размер кредитного периода, необходимо оценивать его влияние на результаты хозяйственной деятельности предприятия в комплексе.

Размер предоставляемого кредита (кредитный лимит) характеризует максимальный предел суммы задолженности покупателя по предоставляемому ему товарному (коммерческому) или потребительскому кредиту. Его размер устанавливается с учетом типа осуществляемой кредитной политики (уровня приемлемого риска), планируемого объема реализации продукции на условиях отсрочку платежей, среднего объема сделок по реализации готовой продукции (при потребительском кредите — средней стоимости реализуемых в кредит товаров), финансового состояния предприятия-кредитора и других факторов. Кредитный лимит дифференцируется по формам предоставляемого кредита и видам реализуемой продукции. Если хозяйственные взаимоотношения предприятия с покупателем его продукции (юридическим лицом) носят стабильный долгосрочный характер, на расчетную сумму кредитного лимита ему может быть открыта кредитная линия.

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

$$ПСгод = \frac{ЦС \times 360}{СПк},$$

где ПСгод — годовая норма процентной ставки за предоставляемый кредит;

ЦС — ценовая скидка, предоставляемая покупателю при осуществлении немедленного расчета за приобретенную продукцию, %.

СПк — срок предоставления кредита (кредитный период), в днях.

Одним из способов управления дебиторской задолженностью является изменение ценовых скидок.

Изменение скидок — это попытка ускорить выплату дебиторской задолженности. Здесь мы должны определить, будет ли прибыль от ускорения инкассации больше, чем возмещение потерь от роста скидки. Если это так, то действующая политика скидок должна быть изменена.

Предположим, что годовой объем продаж фирмы – 3 млн. долл., средний период инкассации – 2 месяца, условия продажи — чистых 45 дней без предоставления скидки. Следовательно, средние остатки дебиторской задолженности составляют 500 000 долл. При условии 2/10, чистых 45 дней средний период инкассации может быть уменьшен до 1 месяца, так как 60% покупателей (в долларовом выражении) воспользуются 2%-ной скидкой. Альтернативные издержки в связи со скидкой для фирмы равны 0,20 × 0,6 × 3 млн. долл., или 36 000 долл. ежегодно. Оборачиваемость дебиторской задолженности ускорится до 12 раз в год, следовательно, в среднем дебиторская задолженность сократится с 500 000 долл. до 250 000 дол. (т. е. 3 000 000 долл. / 12 = 250 000 долл.).

Таким образом, в результате ускоренной инкассации фирма дополнительно получает 250 000 долл. Стоимость высвобождаемых денежных средств равна альтернативным издержкам их хранения. Если мы предположим, что норма прибыли равна 20%, то экономия на альтернативных издержках составит 50 000 долл. Экономия здесь возникает из-за того, что эффект от ускорения инкассации превышает затраты по предоставлению скидки. Фирме следует ввести 2%-ную скидку. Если в результате ускорения инкассации экономии на альтернативных издержках не-

достаточно, чтобы компенсировать затраты на предоставление скидки, то стратегию фирмы в отношении скидок изменять не следует. Конечно, возможно, что в результате применения другой величины скидки, не равной 2%, различие между экономией на альтернативных издержках и затратами на предоставление скидки может оказаться даже большим.

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

Надо также обязательно учитывать и такой фактор, как *риск невозвращения кредита*. При любой политике относительно нормативов кредитоспособности будет учитываться то, что часть счетов дебиторов не оплачивается.

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

Формирование системы стандартов оценки покупателей включает следующие основные элементы.

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

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

- объем хозяйственных операций с покупателем и стабильность их осуществления;
- репутация покупателя в деловом мире;
- платежеспособность покупателя;
- результативность хозяйственной деятельности покупателя;

♦ состояние конъюнктуры товарного рынка, на котором покупатель осуществляет свою операционную деятельность;

♦ объем и состав чистых активов, которые могут составлять обеспечение кредита при неплатежеспособности покупателя и возбуждении дела о его банкротстве.

По потребительскому кредиту оценка осуществляется обычно по таким критериям:

♦ дееспособность покупателя;

♦ уровень доходов покупателя и регулярность их формирования;

♦ состав личного имущества покупателя, которое может составлять обеспечение кредита при взыскании суммы долга в судебном порядке.

Формирование и экспертиза информационной базы проведения оценки кредитоспособности покупателей имеет целью обеспечить достоверность проведения такой оценки. Информационная база, используемая для этих целей, состоит из сведений, предоставляемых непосредственно покупателем; данных, формируемых из внутренних источников; информации, формируемой из внешних источников (коммерческого банка, обслуживающего покупателя; других его партнеров по сделкам и т.п.).

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

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

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

♦ покупатели, которым кредит может быть предоставлен в максимальном объеме, т.е. на уровне установленного кредитного лимита (группа «первоклассных заемщиков»);

◆ покупатели, которым кредит может быть предоставлен в ограниченном объеме, определяемом уровнем допустимого риска невозврата долга;

◆ покупатели, которым кредит не предоставляется (при недопустимом уровне риска невозврата долга, определяемом типом избранной кредитной политики).

Дифференциация кредитных условий в соответствии с уровнем кредитоспособности покупателей, наряду с размером кредитного лимита, может осуществляться по таким параметрам, как срок предоставления кредита; необходимость страхования кредита за счет покупателей; формы *штрафных санкций* и т.п.

6.4. Контроль дебиторской задолженности

Для контроля дебиторской задолженности используются *классификация дебиторской задолженности по срокам возникновения, оценка платежной дисциплины, учет непогашенных остатков.*

Классификация дебиторской задолженности по срокам возникновения не может быть составлена по данным финансовой отчетности. Для этого используются данные текущего учета дебиторов.

Таблица 6.1

Структура дебиторской задолженности по срокам возникновения

Сроки возникновения, дней	Величина дебиторской задолженности компании 1		Величина дебиторской задолженности компании 2	
	руб.	%	руб.	%
0 – 10	450 000	75	300 000	50
11 – 20	150 000	25	–	–
21 – 30	–	–	150 000	25
Свыше 30	–	–	150 000	25
Всего	600 000	100	600 000	100

С учетом равных условий оплаты, равного объема дебиторской задолженности, тех же условий кредита у компании 2— 25% просроченной задолженности.

Реальное представление о погашении счетов дебиторов дает взвешенное старение дебиторской задолженности. Предприятие реализует свою продукцию, предоставляя отсрочку покупателям не более 30 дней. На практике нередки задержки платежей сверх этого срока.

Таблица 6.2

Расчет взвешенного старения дебиторской задолженности

Классификация дебиторов по срокам возникновения	Сумма дебиторской задолженности, млн. руб.	Удельный вес	Взвешенное старение счетов, дни
0–30	800	0,8	
31–60	100	0,1	3
61–90	40	0,04	2
91–120	30	0,03	3
121–150	20	0,02	2
151–180	10	0,01	2
Итого	1000	1,0	12

Из-за просроченной дебиторской задолженности средний реальный срок оплаты счетов дебиторами больше установленного на 12 дней

Однако на эти данные оказывает влияние изменение объема реализации в связи с сезонными или циклическими колебаниями, даже при неизменной платежной дисциплине клиентов.

Поэтому используется *метод оценки дебиторской задолженности с позиции платежной дисциплины*, независимо от объема реализации. Его преимущество в оценке платежной дисциплины независимо от объема реализации.

Например, в январе реализация 120 тыс. руб. Январская дебиторская задолженность составит:

$$120 - 0{,}1 \times 120 = 108 \text{ тыс. руб.}$$

На конец февраля оплачено 10%+30% январских продаж, 10% февральских продаж. Итого остаток дебиторской задолженности к концу февраля составит:

$$0{,}6 \times 120 + 0{,}9 \times 120 = 180 \text{ тыс. руб.}$$

Таблица 6.3

Оценка дебиторской задолженности с позиции платежной дисциплины

Месяцы	Выручка от реализации в кредит, тыс. руб.	Дебиторская задолженность, тыс. руб.	Квартальные данные		Кумулятивные	
			однодневный оборот, тыс. руб.	средняя оборачиваемость, дней	однодневный оборот, тыс. руб.	средняя оборачиваемость, дней
Январь	*120*	*108*	4,0	51	4,0	51
Февраль	120	180				
Март	120	204				
Апрель	120	204	6,0	58	5,0	69,6
Май	180	258				
Июнь	240	348				
Июль	240	396	6,0	44	5,3	49,8
Август	180	354				
Сентябрь	120	264				
Октябрь	120	216	4,0	51	5,0	40,8
Ноябрь	*120*	*204*				
Декабрь	120	204				
Всего	1800					

Пояснения к таблице. Допустим,
10% клиентов оплачивают продукцию в месяц реализации,
30% клиентов — в следующий месяц после реализации,
40% клиентов — во второй месяц после реализации,
20% клиентов — в третий месяц после реализации.

На конец марта оплачено 80% январских продаж, 40% февральских продаж, 10% мартовских продаж. Итого остаток дебиторской задолженности на конец марта составит:

$$0{,}2 \times 120 + 0{,}6 \times 120 + 0{,}9 \times^{*} 120 = 204 \text{ тыс. руб.}$$

Однодневный товарооборот в днях за I квартал:

$$\frac{120+120+120}{90} = 4 \text{ тыс. руб.}$$

Однодневный товарооборот в днях за II квартал:

$$\frac{120+180+240}{90} = 6 \text{ тыс. руб.}$$

Оборачиваемость в днях за I квартал:

$$\frac{204}{4} = 51 \text{ день.}$$

Оборачиваемость в днях за II квартал:

$$\frac{348}{6} = 58 \text{ дней.}$$

Кумулятивные данные составляются на базе накопленных в течение года объемов реализации. В первом квартале они совпадают с квартальными, а во втором квартале составят:

по однодневному обороту

$$\frac{120+120+120+120+180+240}{180} = 5{,}0 \text{ тыс. руб.}$$

по оборачиваемости

$$\frac{348}{5{,}0} = 69{,}6 \text{ дней.}$$

Изменение объема реализации ведет к изменению оборачиваемости дебиторской задолженности, хотя порядок платежей при этом мог и не измениться. Создается иллюзия ускорения или замедления выплат, хотя этого могло и не быть.

Увеличение ежемесячной реализации ведет к завышению оборачиваемости, а уменьшение реализации — к занижению оборачиваемости. Сезонные и циклические колебания искажают динамику оборачиваемости.

Третий метод контроля дебиторской задолженности — составление ведомости непогашенных остатков.

Суть его заключается в том, что из общей суммы дебиторской задолженности на конец квартала выделяют ее часть, относящуюся к реализации каждого месяца. Далее помесячно рассчитывается доля непогашенной дебиторской задолженности в объеме реализации каждого месяца.

Таблица 6.4

Ведомость непогашенных остатков

Месяц, квартал	Выручка от реализации, тыс. руб.	Дебиторская задолженность, возникшая в данном месяце	
		тыс. руб.	%
Январь	120	24	20
Февраль	120	72	60
Март	120	108	90
I квартал	–	204	170
Апрель	120	24	20
Май	*180*	*108*	*60*
Июнь	240	216	90
II квартал	–	348	170
Июль	240	48	20
Август	180	108	60
Сентябрь	120	108	90
III квартал	–	264	170
Октябрь	120	24	20
Ноябрь	120	72	60
Декабрь	120	108	90
IV квартал	–	204	170

В объеме дебиторской задолженности за I квартал остается невыплачено:

20% — от январских продаж,

60% — от февральских продаж,

90% — от мартовских продаж.

Здесь мы исходим из того, что платежная дисциплина клиентов не менялась.

Допустим, что во втором квартале клиенты стали платить медленнее. Тогда общая сумма дебиторской задолженности увеличится (табл. 6.5).

Отношение объема дебиторской задолженности к объему реализации каждого месяца стало выше, чем в I квартале. Общая сумма непогашенных остатков увеличилась со 170% до 197% от объема продаж квартала.

Эти результаты могут быть использованы как средство контроля или для прогнозирования денежных потоков. Если пред-

Таблица 6.5

Месяц	Объем реализации, тыс. руб.	Дебиторская задолженность, возникшая в данном месяце, тыс. руб.	Отношение дебиторской задолженности к объему реализации за квартал, %
Январь	120	32	27
Февраль	180	140	78
Март	240	220	92
Итого за квартал		392	197

положить, что поведение клиентов не изменится, то можно прогнозировать дебиторскую задолженность на II квартал следующего года.

Таблица 6.6

Прогнозирование дебиторской задолженности

Месяц	Прогнозируемый объем реализации, тыс. руб.	Отношение дебиторской задолженности к объему реализации, %	Прогнозируемая дебиторская задолженность, тыс. руб.
Январь	140	20	28
Февраль	200	60	120
Март	280	90	252
Итого			400

6.5. Инкассация текущей дебиторской задолженности

Общая инкассационная политика фирмы — комбинация методов инкассации, которые она применяет. Это, в частности, письма, телефонные разговоры, личные визиты и юридические действия. Чем больше относительное количество задействованных методов, тем меньше доля потерь по безнадежным долгам и короче средний период инкассации.

Дебиторская задолженность имеет смысл лишь постольку, поскольку существует вероятность ее уплаты. Поэтому фирма не может позволить себе ждать слишком долго, прежде чем начать инкассационные мероприятия. Вместе с тем, если на-

чать принимать меры слишком рано, это может отпугнуть добросовестных клиентов, которые по каким-либо причинам не смогли погасить задолженность к определенной дате.

Сначала, как правило, посылается письмо, за которым следуют другие письма, все более серьезные по тону. Следующим шагом может стать телефонный звонок от начальника кредитного отдела и затем, возможно, звонок от уполномоченного лица фирмы. В некоторых компаниях есть работники, которые лично обзванивают клиентов по вопросам оплаты счетов.

Причины невозврата. Какими бы ни были меры предосторожности (если, конечно, вы еще не перешли на 100%-ную предоплату по всем контрактам), все равно однажды возникают долги, которые не погашаются вовремя. При значительных объемах реализации и достаточно широком круге покупателей невозврат какой-то части задолженности, как правило, планируется и «закладывается» как часть накладных расходов в бюджет компании.

Размеры таких невозвратов могут быть известны из собственного опыта прошлых периодов либо как среднестатистический показатель по отрасли. Американские финансисты, например, считают безнадежную задолженность на уровне 2—10% (в зависимости от рискованности бизнеса и процента рентабельности) вполне допустимой. Но это совсем не означает, что возврату долгов не стоит уделять внимание.

Первым шагом в этом направлении должно быть выяснение тех причин, по которым покупатель не платит. Знание этих обстоятельств позволяет правильно определить дальнейшие действия. Среди основных факторов, определяющих, почему покупатели не платят по своим долгам, можно выделить следующие группы.

Причины экономического характера. Покупатель является добросовестным, но временно испытывает дефицит оборотных средств. Это может быть связано с тем, что его «подвели» его покупатели или с тем, что его ценовая политика не оправдала уровень первоначальных затрат, и т. д.

Причины тактического характера. Должник имеет средства, не отказывается платить, но не платит вовремя. Задержка в оплате может быть «нормальной» для данной компании, например, в силу монопольного положения на рынке или в силу

значительного перевеса в экономическом потенциале, который позволяет компании навязывать свой «стиль» работы. Это также может быть связано с особенностью финансовой стратегии должника, который предпочитает постоянно «жить в долг» и за счет этого расширять свой бизнес.

Форсмажорные обстоятельства. Действие непреодолимых сил. В качестве таких факторов могут выступать природные катаклизмы и стихийные бедствия, аварии и другие техногенные катастрофы.

Причины недобросовестного характера. Например, должник изначально не собирался рассчитываться. С дебиторами такого сорта чаще всего приходится иметь дело тем компаниям, которые в силу особенностей своей продукции вынуждены работать с мелкими заказчиками или физическими лицами. Такие проблемы могут возникать также в процессе развития взаимных отношений в связи с обнаружением просчетов в подписанном соглашении, наличием законодательных «ловушек», отсутствием достаточного контроля за расчетами со стороны поставщика, попытками недобросовестной конкуренции, в силу «беззащитности» кредитора и т. д.

Банкротство может возникнуть по экономическим причинам, но может быть вызвано форсмажорными обстоятельствами и другими неэкономическими причинами, а также может носить и недобросовестный характер (фиктивное банкротство).

Методы воздействия на должников наиболее обобщенно можно классифицировать следующим образом.

1. **Правовые методы.** Претензионная работа, досудебная переписка и, наконец, подача иска. В том случае, если ваш должник оказался недобросовестным: занимался фиктивным предпринимательством, подделкой документов и прочими уголовно-наказуемыми деяниями (четвертая группа), то судебное разбирательство будет решено в вашу пользу в самые кратчайшие сроки и вы, скорее всего, получите не ваши деньги, а только лишь еще одно подтверждение законности ваших претензий в виде постановления суда. Если же должник относится к первой или второй группе («добросовестный» неплательщик), любые юридические разбирательства также могут оказаться достаточно эффективными в плане возврата денежных средств, однако, скорее всего, после такого воздействия вы можете

навсегда вычеркнуть эту компанию из числа своих клиентов. Все это, конечно, не значит, что о юристах можно позабыть. «Универсальным» обстоятельством является возбуждение против должника дела о банкротстве. В данном случае юридические действия необходимы всегда, хотя бы для того, чтобы получить законное место в очереди должников.

2. **Экономические методы.** К экономическим методам воздействия следует отнести финансовые санкции (штраф, пеня, неустойка) и залоговые отношения. Залог является наиболее действенным рычагом влияния на должника, так как может быть продан по заниженной цене. Если ваш постоянный покупатель нарушает условия оплаты, первой экономической санкцией против него может стать приостановка дальнейших поставок или последующее его бойкотирование со стороны других поставщиков. Следует учитывать и тот факт, что приостановка поставок может привести к дальнейшему усугублению финансового состояния должника или к его банкротству. Поэтому правильное применение экономических санкций должно основываться на знании тех причин, по которым должник не платит, если он является достаточно крупным заказчиком, то, может быть, следует попытаться «зарабатывать» на нем немного меньше сегодня, чтобы получать дополнительный доход в будущем.

3. **Психологические методы.** Простейший — постоянные напоминания по телефону (факсу, почте и т. п.) различной эмоциональной окраски (в зависимости от ситуации). Ваш дебитор должен знать о том, что вы обеспокоены задержкой платежа. Более сложный — использование различных СМИ или распространение информации о задержках платежей среди смежных поставщиков и других заинтересованных лиц.

Многие фирмы понимают, что имиджевые потери иногда дороже денежных. При этом психологическое влияние оказывается очень эффективным для добросовестных дебиторов. В том случае, если вы заработали себе репутацию «неудобного» и надоедливого кредитора, можете быть уверены, что при прочих равных условиях вы окажетесь первым в очереди кредиторов, с которыми рассчитываются. В том случае, когда ваш партнер испытывает временные затруднения, связанные с дефицитом денежных средств, то необходимо договориться с ним об оплате хотя бы процентов за предоставленный кредит, так как

возврат основного долга в дальнейшем, как правило, «морально» освобождает должника от оплаты процентных обязательств.

Для обеспечения возврата просроченной задолженности могут быть выбраны сотрудники соответствующих служб компании. Лучше всех о размерах и сроках задолженности информирована финансовая служба. При этом финансовый работник обычно лично не знаком с клиентом и в процессе телефонных переговоров или переписки не сможет использовать дифференцированные аргументы.

Наиболее грамотно смогут вести переписку с должниками и предъявлять им обоснованные претензии юристы компании, но при этом также теряется индивидуальный подход.

Работники отдела продаж не только лично знают своих покупателей, но имеют представление об их потенциальных возможностях и истории их отношений с компанией. В то же время менеджер по продажам — это сотрудник, который в известной мере ответственен за образование задолженности и может оказаться заинтересованным лицом.

Для возврата задолженности, которая считается безнадежной, как правило, используют специализированные агентства. При решении этого вопроса необходимо учитывать не только размер расценок на такие услуги, но и формы оплаты. В одних случаях такие агентства берут аванс или даже почасовую оплату и нередко считают свою работу выполненной после соответствующего решения суда. Однако это не всегда гарантирует кредитору получение задолженности. В других случаях агентства взимают определенный процент от суммы фактически возвращенного долга, но такие комиссионные обычно достаточно высоки и могут достигать 50%. Надо отметить при этом, что сам возврат происходит гораздо быстрее, чем в результате официальных судебных процедур.

Развитие рыночных отношений и инфраструктуры финансового рынка позволяют использовать в практике финансового менеджмента ряд *новых форм управления* дебиторской задолженностью — ее рефинансирование, т.е. ускоренный перевод в другие формы оборотных активов предприятия: денежные средства и высоколиквидные краткосрочные ценные бумаги.

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

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

Факторинг представляет собой финансовую операцию, заключающуюся в уступке предприятием-продавцом права получения денежных средств по платежным документам за поставленную продукцию в пользу банка или специализированной факторинговой компании, которая принимает на себя все кредитные риски по инкассации долга. За осуществление такой операции банк (факторинговая компания) взимает с предприятия-продавца определенную комиссионную плату в процентах к сумме платежа. Ставки комиссионной платы дифференцируются с учетом уровня платежеспособности покупателя продукции и предусмотренных сроков ее оплаты. Кроме того, при проведении такой операции в срок до трех дней осуществляется кредитование предприятия-продавца в форме предварительной оплаты долговых требований по платежным документам (обычно в размере от 70 до 90% суммы долга в зависимости от фактора риска). Остальные 10—30% суммы долга временно депонируются банком в форме страхового резерва при его непогашении покупателем (эта депонированная часть долга возвращается предприятию-продавцу после полного погашения суммы долга покупателем).

Факторинговая операция позволяет предприятию-продавцу рефинансировать преимущественную часть дебиторской задолженности по предоставленному покупателю кредиту в короткие сроки, сократив тем самым период финансового и операционного цикла.

К недостаткам факторинговой операции можно отнести лишь дополнительные расходы продавца, связанные с продажей продукции, а также утрату прямых контактов (и соответствующей информации) с покупателем в процессе осуществления им платежей.

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

Учет векселей, выданных покупателями продукции, представляет собой финансовую операцию по их продаже банку (или

другому хозяйствующему субъекту) по определенной (дисконтной) цене, устанавливаемой в зависимости от их номинала, срока погашения и учетной вексельной ставки. Учетная вексельная ставка состоит из средней депозитной ставки, ставки комиссионного вознаграждения, а также уровня премии за риск при сомнительной платежеспособности векселедателя. Указанная операция может быть осуществлена только с переводным векселем.

Учетная (дисконтная) цена векселя определяется по следующей формуле:

$$УЦв = НС - (НС \times Д \times УСв) /(360 \times 100),$$

где УЦв — учетная (дисконтная) цена векселя на момент его продажи (учета банком);

НС — номинальная сумма векселя, подлежащая погашению векселедателем в предусмотренный в нем срок;

Д — количество дней от момента продажи (учета) векселя до момента его погашения векселедателем;

УСв — годовая счетная вексельная ставка, по которой осуществляется дисконтирование суммы векселя, %.

Форфейтинг представляет собой финансовую операцию по рефинансированию дебиторской задолженности по экспортному товарному (коммерческому) кредиту путем передачи (индоссамента) переводного векселя в пользу банка (факторинговой компании) с уплатой последнему комиссионного вознаграждения. Банк (факторинговая компания) берет на себя обязательство по финансированию экспортной операции путем выплаты по учтенному векселю, который гарантируется предоставлением аваля банка страны импортера.

В результате форфейтирования задолженность покупателя по товарному (коммерческому) кредиту трансформируется в задолженность финансовую (в пользу банка). По своей сути форфейтинг соединяет в себе элементы факторинга (к которому предприятия-экспортеры прибегают в случае высокого кредитного риска) и учета векселей (с их индоссаментом только в пользу банка). Форфейтинг используется при осуществлении долгосрочных (многолетних) экспортных поставок и позволяет

экспортеру немедленно получать денежные средства путем учета векселей. Однако его недостатком является высокая стоимость, поэтому предприятию-экспортеру следует проконсультироваться с банком (факторинговой компанией) еще до начала переговоров с иностранным импортером продукции, чтобы иметь возможность включить расходы по форфейтинговой операции в стоимость контракта.

Критерием оптимальности осуществляемой компанией кредитной политики служит оптимальный размер текущей дебиторской задолженности, удовлетворяющий следующему условию:

$$ДЗо \rightarrow ОПдр \geq ОЗдз + ПКдз,$$

где ДЗо — оптимальный размер текущей дебиторской задолженности предприятия при нормальном его финансовом состоянии;

ОПдр — дополнительная операционная прибыль, получаемая предприятием от увеличения продажи продукции в кредит;

ОЗдз — дополнительные операционные затраты предприятия по обслуживанию текущей дебиторской задолженности;

ПКдз — размер потерь капитала, инвестированного в текущую дебиторскую задолженность, из-за недобросовестности (неплатежеспособности) покупателей.

Контрольные вопросы и задания

1. Что такое текущая дебиторская задолженность?
2. При каких условиях целесообразно предоставление коммерческого (товарного) кредита?
3. Каковы основные этапы управления текущей дебиторской задолженностью?
4. Каковы основные задачи кредитной политики?
5. Дайте сравнительную характеристику различных типов кредитной политики?
6. При каких условиях могут быть наложены жесткие ограничения на кредитование?

7. Каковы причины появления дополнительных затрат в связи с наличием дебиторской задолженности?

8. Как определяется величина затрат на предоставление коммерческого (товарного) кредита?

9. Какими показателями оценивается кредитоспособность отдельных групп покупателей?

10. Какие известны способы контроля дебиторской задолженности?

11. Какие вам известны методы инкассации дебиторской задолженности?

ГЛАВА 7
УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ СРЕДСТВАМИ

7.1. Операционный, производственный и финансовый циклы компании

Денежные средства представляют собой специфический вид активов предприятия, которые являются универсальным платежным средством для привлечения на предприятие любых ресурсов. По своему наполнению статья «денежные средства» представляет собой сумму денег, оставшихся на расчетном счету банка (депозите до востребования) в местной и иностранной валюте, а также некоторая сумма наличных денег, хранящихся в кассе компании на дату составления баланса.

Остатков денежных средств на расчетном банковском счету предприятия должно хватить для проведения очередных денежных выплат, обусловленных текущей деятельностью компании. Если предприятие готовится к очередной крупной выплате денег, оно постепенно накапливает деньги на своем расчетном счету и совершает эту выплату к назначенному сроку, обеспечивая тем самым свою текущую платежеспособность. Держать постоянно большую сумму денег на расчетном счету представляется неразумным. Деньги должны работать, т.е. деньги следует использовать для приобретения каких-либо более производительных активов, которые в состоянии приносить прибыль.

Управление денежными потоками является одним из важнейших направлений деятельности финансового менеджера. Оно включает в себя: расчет времени обращения денежных средств

(длительность финансового цикла), анализ денежного потока, его прогнозирование, определение оптимального остатка денежных средств, составление бюджета денежных средств.

Денежные средства необходимы для инвестирования и погашения краткосрочных обязательств. Поэтому финансовому менеджеру необходимо соблюдать два условия: необходимость поддерживать текущую платежеспособность предприятия и получение дополнительной прибыли от инвестирования свободных денежных средств. Таким образом, наиболее важной задачей управления денежными средствами является оптимизация величины их текущего остатка.

Следует отметить, что наличие у предприятия денежных средств зависит не только от его прибыльности, но и от условий платежей за отгруженную продукцию. Так, предприятие может иметь прибыль по данным бухгалтерского учета и одновременно испытывать нехватку оборотных средств.

Например. Предприятие ежедневно закупает материалы в объеме дневной потребности. Длительность производственного цикла 1 день. Затраты на производство единицы продукции составляют 1000 руб., цена за единицу продукции 1100 руб. Деньги за реализованную продукцию поступают на расчетный счет предприятия на следующий день. В связи с устойчивым спросом на продукцию объем производства растет.

Таблица 7.1

Динамика прибыли и денежных средств

День	Объем произведенной продукции, ед.	Затраты на производство продукции, тыс. руб.	Выручка от реализации продукции, тыс. руб.	Кумулятивная прибыль, тыс. руб.	Денежные средства на расчетном счете, тыс. руб.
					2000
1	1000	1000	1100	100	1000
2	1500	1500	1650	250	600
3	2000	2000	2200	450	250
4	2400	2400	2640	690	50

Данные приведенной выше таблицы показывают ситуацию, когда предприятие получает прибыль, но не имеет денежных средств для продолжения производственной деятельности. Это-

го можно было бы избежать, если использовать метод определения выручки от реализации по мере оплаты продукции, а не по мере отгрузки товаров и предъявления покупателю расчетных документов. Анализ движения денежных средств позволяет объяснить расхождение между величиной денежного потока и полученной за этот же период прибылью.

Для определения величины денежных средств и влияния на нее финансовых решений компании можно составить балансовое уравнение:

Чистый оборотный капитал + основные средства = Долгосрочная задолженность + собственный капитал

Затем:

Чистый оборотный капитал = Денежные средства + другие текущие активы − текущие обязательства

Затем:

Денежные средства = долгосрочная задолженность + собственный капитал + текущие обязательства — текущие активы (кроме денежных средств) − основные средства

Таким образом, к увеличению денежных средств ведут следующие операции:

- рост долгосрочной задолженности;
- увеличение собственного капитала;
- рост текущей задолженности;
- уменьшение текущих активов (кроме денежных средств, продажа части запасов);
- уменьшение основных средств (продажа оборудования).

Таким образом, к уменьшению денежных средств ведут следующие операции:

- уменьшение долгосрочной задолженности;
- уменьшение собственного капитала (выкуп собственных акций);
- уменьшение текущих обязательств (выплата займа);
- увеличение текущих активов (кроме денежных средств, покупка запасов);
- увеличение основных средств (приобретение оборудования).

Потребность в денежных средствах особенно обостряется на предприятии в условиях финансовой несостоятельности. В этом случае необходимо добиться как увеличения поступления денежных средств, так и уменьшения текущей потребности в оборотных средствах. Рассмотрим мероприятия стабилизационной программы, обеспечивающие решение этой задачи.

Увеличение денежных средств основано на переводе активов предприятия в денежную форму. Это требует решительных и нередко шокирующих обычного руководителя предприятия шагов, так как связано со значительными потерями. Методы определения приемлемого уровня потерь (дисконта) представляют собой отдельную задачу и в данном случае не рассматриваются, однако отметим, что потери неизбежны.

Продажа краткосрочных финансовых вложений — наиболее простой и сам собой напрашивающийся шаг для мобилизации денежных средств. Как правило, на кризисных предприятиях он уже совершен.

Продажа дебиторской задолженности также очевидна и предпринимается при необходимости многими предприятиями. Специфика этой меры в рамках стабилизационной программы заключается в том, что дисконты здесь могут быть гораздо больше, чем представляется руководству кризисного предприятия. В некоторых случаях расчетный дисконт может составлять 100%, что, как и в случае с краткосрочными финансовыми вложениями, означает продажу по любой предлагаемой цене.

Продажа запасов готовой продукции сложнее, так как, во-первых, предполагает продажу с убытками, а во-вторых, ведет к осложнениям с налоговыми органами. Однако, как уже отмечалось, суть стабилизационной программы заключается в маневре денежными средствами. Убытки в данном случае представляют собой жертвование частью полученных в прошлом денежных средств, а проблемы с уплатой налогов при такой реализации закрываются уменьшением возможных будущих поступлений.

Продажа избыточных производственных запасов. Наличие на складе сырья А на месяц является избыточным запасом, если сырья Б осталось на одну неделю, а денег для его закупки нет. Поэтому для обеспечения производства необходимо реализовать часть запасов сырья А, даже по цене ниже покупной и

несмотря на то, что через некоторое время его опять придется закупать, вероятно, по более высокой цене. Это еще один пример маневра прошлыми и будущими денежными средствами.

Продажа инвестиций (деинвестирование) может выступать как остановка ведущихся инвестиционных проектов с продажей объектов незавершенного строительства и неустановленного оборудования или как ликвидация участия в других предприятиях (продажа долей). Решение о деинвестировании принимается на основании анализа сроков и объемов возврата средств на вложенный капитал. При этом стратегические соображения не играют определяющей роли — если конкретный инвестиционный проект начнет давать отдачу за пределами горизонта антикризисного управления, он может быть ликвидирован. Сохранение долгосрочных инвестиционных проектов в условиях кризиса — верный путь к банкротству.

В управлении оборотными активами важная роль отводится их эффективному использованию в операционной деятельности компании. *Операционная деятельность* — получение выручки от реализации, авансы, уплата по счетам поставщиков, выплата заработной платы, расчеты с бюджетом, получение краткосрочных кредитов, выплаченные проценты по кредитам. Операционная деятельность — это основная деятельность предприятия. Обычно под ней подразумевают производственную или торговую деятельность, которая дополняется инвестиционной и финансовой. Хотя для инвестиционной компании основной (операционной) деятельностью является инвестиционная, а для банков основной является финансовая.

Инвестиционная деятельность — движение денежных средств, связанных с приобретением или реализацией основных средств и нематериальных активов.

Финансовая деятельность — получение долгосрочных кредитов, долгосрочные финансовые вложения, погашение задолженности по полученным ранее кредитам, выплата дивидендов акционерам.

Операционный цикл представляет собой период полного оборота всей суммы оборотных средств, в процессе которых происходит смена отдельных их видов.

Движение оборотных средств проходит четыре основных стадии, последовательно меняя свои формы. На первой стадии

денежные средства используются для приобретения сырья и материалов и полуфабрикатов. На второй стадии входящие запасы материальных оборотных активов в результате непосредственной производственной деятельности превращаются в запасы готовой продукции. На третьей стадии запасы готовой продукции реализуются потребителям и до наступления их оплаты преобразуются в дебиторскую задолженность. На четвертой стадии инкассированная (т.е. оплаченная) дебиторская задолженность вновь преобразуется в денежные активы, часть которых до их востребования в производственном процессе может храниться в форме высоколиквидных краткосрочных финансовых вложений.

Важнейшей характеристикой операционного цикла существенно влияющей на объем, структуру и эффективность использования оборотных активов, является его длительность. Она включает в себя период времени от расходования компанией денежных средств на приобретение материальных оборотных ресурсов до поступления денег от дебиторов за реализованную продукцию.

Длительность операционного цикла рассчитывается по формуле:

$$T_{оц} = T_{да} + T_{ма} + T_{гп} + T_{дз},$$

где $T_{оц}$ — длительность операционного цикла в днях,

$T_{да}$ — период оборота среднего остатка денежных активов в днях,

$T_{ма}$ — длительность оборота сырья, материалов и др. материальных активов в днях,

$T_{гп}$ — длительность оборота запасов готовой продукции в днях,

$T_{дз}$ — длительность инкассации дебиторской задолженности в днях.

Производственный цикл включает в себя период полного оборота материальных элементов оборотных активов с момента поступления сырья, материалов и полуфабрикатов на предприятие до момента отгрузки изготовленной из них готовой продукции потребителям.

Длительность производственного цикла определяется по формуле:

$$T_{пц} = T_{см} + T_{снп} + T_{сгпп},$$

где $T_{пг}$ — длительность производственного цикла в днях;

$T_{см}$ — длительность оборота среднего запаса сырья, материалов и полуфабрикатов в днях;

$T_{ск}$ — длительность оборота среднего объема незавершенного производства в днях;

$T_{сг}$ — длительность оборота среднего запаса готовой продукции в днях.

Существует прямая связь между длительностью производственного цикла компании и ее потребностью в оборотном капитале. При этом необходимо иметь в виду, что время нахождения средств на каждой стадии производственного цикла неодинаково и зависит от свойств продукции и особенностей ее производства и реализации. Например, в судостроении велик объем незавершенного производства и соответственно средства длительное время задерживаются на производственной стадии. В плодоовощной промышленности неравномерность реализации продукции приводит к отвлечению средств на завершающей стадии оборота.

Финансовый цикл (цикл денежного оборота) представляет собой период полного оборота денежных средств, инвестированных в оборотные активы (собственные), с момента погашения кредиторской задолженности за полученные сырье, материалы и полуфабрикаты до момента инкассации дебиторской задолженности за поставленную готовую продукцию. Поскольку предприятие обычно оплачивает счета поставщиков с задержкой во времени, *финансовый* цикл меньше *операционного* на средний период оборота *кредиторской задолженности*

Длительность финансового цикла определяется по формуле:

$$T_{фц} = T_{пц} + T_{дз} - T_{кз},$$

где $T_{ф}$ — длительность финансового цикла в днях;

$T_{пц}$ — длительность производственного цикла в днях;

$T_{дз}$ — средний период оборота дебиторской задолженности в днях;

$T_{кз}$ — средний период оборота кредиторской задолженности в днях.

$$T_{дз} = \frac{ДЗ_{сред}}{В_{рп}} \times Ч_{дн},$$

где $ДЗ_{сред}$ — средняя дебиторская задолженность;

$Ч_{дн}$ — число дней в анализируемом периоде.

$$T_{кз} = \frac{КЗ_{сред}}{З_{п}} \times Ч_{дн},$$

где $КЗ_{сред}$ — средняя кредиторская задолженность;

$З_{п}$ — затраты на производство продукции за период.

Пути сокращения финансового цикла:

- уменьшение периода оборота запасов;
- *уменьшение периода оборота незавершенного производства;*
- уменьшение периода оборота готовой продукции;
- уменьшение периода оборота дебиторской задолженности;
- увеличение периода оборота кредиторской задолженности.

Анализ цикла обращения денежных средств может дать финансовому менеджеру представления об определенных направлениях его сокращения.

Во-первых, финансовый цикл можно уменьшить за счет сокращения периода обращения запасов. Это сокращение можно обеспечить за счет снижения запасов сырья на складе, ускорения производства продукции и продажи готовой продукции. Во-вторых, финансовый цикл уменьшается за счет сокращения периода обращения дебиторской задолженности. Для этого необходимо ускорить время взимания покупательской задолженности. И наконец, третье направление — это удлинение периода отсрочки кредиторской задолженности за счет замедления собственных платежей за сырье и материалы.

Отсюда становится понятной и задача финансового менеджера в области управления оборотным капиталом — это максимальное сокращение цикла обращения денежных средств без снижения качества продукции и без ущерба для компании. Ущерб может возникнуть вследствие неразумного замедления собственных платежей по кредиторской задолженности. Замедление платежей может привести к потере доверия со стороны партне-

ров — поставщиков сырья и материалов и, как следствие, отказа с их стороны сотрудничать с компанией.

7.2. Основные виды денежных активов компании в составе оборотных средств

Денежные средства и краткосрочные ценные бумаги являются наиболее ликвидными активами предприятия. Финансовые обязательства оплачиваются наличными деньгами, поэтому финансистам предприятий необходимо обеспечить достаточный объем наличных денег для покрытия краткосрочных обязательств. Управление денежными средствами состоит в определении оптимальной суммы денежной наличности. Это одна из важнейших задач финансового менеджмента.

Основной целью финансового менеджмента в процессе управления денежными активами является обеспечение постоянной платежеспособности предприятия. В этом получает свою реализацию функция денежных активов как средства платежа, обеспечивающая реализацию целей формирования их операционного, страхового и компенсационного остатков. Приоритетность этой цели определяется тем, что ни большой размер оборотных активов и собственного капитала, ни высокий уровень рентабельности хозяйственной деятельности не могут застраховать предприятие от возбуждения против него иска о банкротстве, если в предусмотренные сроки из-за нехватки денежных активов оно не может рассчитаться по своим неотложным финансовым обязательствам. Поэтому в практике финансового менеджмента управление денежными активами часто отождествляется с управлением платежеспособностью.

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

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

1. Денежные средства в национальной валюте:

- денежные средства в кассе;
- денежные средства на расчетном счете;
- денежные средства на специальных счетах;
- денежные средства в пути.

2. Денежные средства в иностранной валюте:

- валютные средства в кассе;
- средства на валютном счете;
- валютные средства на специальных счетах;
- валютные средства в пути.

3. Эквиваленты денежных средств в форме краткосрочных финансовых инвестиций:

- эквиваленты денежных средств в форме краткосрочных денежных инструментов;
- эквиваленты денежных средств в форме краткосрочных фондовых инструментов.

С учетом роли денежных активов в обеспечении платежеспособности предприятия организуется процесс управления ими. При осуществлении этого управления следует учесть, что требования обеспечения постоянной платежеспособности предприятия определяют необходимость создания высокого размера денежных активов, т.е. преследуют цели *максимизации их среднего остатка* в рамках финансовых возможностей предприятия. С другой стороны, следует учесть, что денежные активы предприятия в национальной валюте при их хранении в значительной степени подвержены потере реальной стоимости от инфляции; кроме того, денежные активы в национальной и иностранной валюте при хранении теряют свою стоимость во времени, что определяет необходимость *минимизации их среднего остатка*. Эти противоречивые требования должны быть учтены при осуществлении управления денежными активами, которое в связи с этим приобретает оптимизационный характер.

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

тельствам), влияет на размер капитала, инвестируемого в оборотные активы, а также характеризует в определенной мере его инвестиционные возможности (инвестиционный потенциал осуществления предприятием краткосрочных финансовых инвестиций).

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

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

Инвестиционный (или спекулятивный) остаток денежных активов формируется с целью осуществления эффективных краткосрочных финансовых инвестиций при благоприятной конъюнктуре в отдельных сегментах рынка денег. Этот вид остатка может целенаправленно формироваться только в том случае, если полностью удовлетворена потребность в формировании денежных авуаров других видов. На современном этапе экономического развития страны подавляющее число предприятий не имеет возможности формировать этот вид денежных активов.

Компенсационный остаток денежных активов формируется в основном по требованию банка, осуществляющего расчетное обслуживание предприятия и оказывающего ему другие виды финансовых услуг. Он представляет собой неснижаемую сумму денежных активов, которую предприятие в соответствии с условиями соглашения о банковском обслуживании должно постоянно хранить на своем расчетном счете. Формирование такого остатка денежных активов является одним из условий вы-

дачи предприятию бланкового (необеспеченного) кредита и предоставления ему широкого спектра банковских услуг.

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

7.3. Основные этапы управления денежными средствами

Управление денежными активами предприятия осуществляется по следующим основным этапам.

1. Анализ денежных активов предприятия в предшествующем периоде.

2. Оптимизация среднего остатка денежных активов предприятия.

3. Дифференциация среднего остатка денежных активов в разрезе национальной и иностранной валюты.

4. Выбор эффективных форм регулирования среднего остатка денежных активов.

5. Обеспечение рентабельного использования временно свободного остатка денежных активов.

6. Построение эффективных систем контроля за денежными активами предприятия.

7.3.1. Анализ денежных активов компании в предшествующем периоде

Основной целью этого анализа является оценка суммы и уровня среднего остатка денежных активов с позиций обеспе-

чения платежеспособности предприятия, а также определение эффективности их использования. Основными задачами анализа денежных средств являются:

- оперативный, повседневный контроль за сохранностью наличных денежных средств и ценных бумаг в кассе предприятия;
- контроль за использованием денежных средств строго по целевому назначению;
- контроль за правильными и своевременными расчетами с бюджетом, банками, персоналом;
- контроль за соблюдением форм расчетов, установленных в договорах с покупателями и поставщиками;
- своевременная выверка расчетов с дебиторами и кредиторами для исключения просроченной задолженности;
- диагностика состояния абсолютной ликвидности предприятия;
- прогнозирование способности предприятия погасить возникшие обязательства в установленные сроки;
- способствование грамотному управлению денежными потоками предприятия.

На первой стадии анализа оценивается степень участия денежных активов в совокупных оборотных активах предприятия и его динамика в предшествующем периоде. Оценка осуществляется на основе определения коэффициента участия денежных активов в совокупных оборотных активах предприятия, который рассчитывается по следующей формуле:

$$КУ_{да} = \frac{\overline{ДА}}{ОА},$$

где $КУ_{да}$ — коэффициент участия денежных активов в совокупных оборотных активах предприятия;

$\overline{ДА}$ — средний остаток совокупных денежных активов предприятия в рассматриваемом периоде;

ОА — средняя сумма оборотных активов предприятия в рассматриваемом периоде.

На второй стадии анализа определяется средний период оборота и количество оборотов денежных активов в рассматриваемом периоде. Такой анализ проводится для соотнесения сред-

ней суммы денежных активов с объемом денежных платежей (отрицательным денежным потоком предприятия).

Средний период оборота денежных активов рассчитывается по следующей формуле:

$$ПО_{да} = \frac{\overline{ДА}}{ПРДА_{о}},$$

где $ПО_{да}$ — средний период оборота денежных активов, в днях;

$\overline{ДА}$ — средний остаток совокупных денежных активов предприятия в рассматриваемом периоде;

$ПРДА_{0}$ — однодневный объем расходования денежных средств в рассматриваемом периоде.

Аналогичным образом осуществляется и расчет обратного показателя — количества оборотов среднего остатка денежных активов в рассматриваемом периоде:

$$КО_{да} = \frac{ПРДА}{\overline{ДА}},$$

где $КО_{да}$ — количество оборотов среднего остатка денежных активов в рассматриваемом периоде;

ПРДА — общий объем расходования денежных средств в рассматриваемом периоде;

$\overline{ДА}$ — средний остаток совокупных денежных активов предприятия в рассматриваемом периоде.

На третьей стадии анализа определяется уровень абсолютной платежеспособности предприятия по отдельным месяцам предшествующего периода. В этих целях рассчитывается коэффициент абсолютной платежеспособности, или «кислотный тест», который рассчитывается как отношение денежных средств и их эквивалентов к краткосрочным пассивам.

На четвертой стадии анализа определяется уровень отвлечения свободного остатка денежных активов в краткосрочные финансовые инвестиции (эквиваленты денежных средств) и коэффициент рентабельности краткосрочных финансовых инвестиций.

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

$$УО_{кфи} = \frac{\overline{КФИ} \times 100}{\overline{ДА}},$$

где $УО_{кфи}$ — уровень отвлечения свободного остатка денежных активов в краткосрочные финансовые инвестиции, %;

КФИ — средний остаток денежных эквивалентов в форме краткосрочных финансовых инвестиций в рассматриваемом периоде;

$\overline{ДА}$ — средний остаток совокупных денежных активов предприятия в рассматриваемом периоде.

Коэффициент рентабельности краткосрочных финансовых инвестиций — эквивалентов денежных средств рассчитывается по следующей формуле:

$$КР_{кфи} = \frac{П}{КФИ},$$

где $КР_{кфи}$ — коэффициент рентабельности краткосрочных финансовых инвестиций;

П — сумма прибыли, полученная предприятием от краткосрочного инвестирования свободных денежных активов в рассматриваемом периоде;

КФИ — средний остаток денежных эквивалентов в форме краткосрочных финансовых инвестиций в рассматриваемом периоде.

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

7.3.2. Оптимизация среднего остатка денежных активов компании

Оптимизация, обеспечиваемая путем расчетов необходимого размера отдельных видов этого остатка в предстоящем периоде.

А. Потребность в операционном (трансакционном) остатке денежных активов характеризует минимально необходимую их сумму, необходимую для осуществления текущей

хозяйственной деятельности. Расчет этой суммы основывается на планируемом объеме отрицательного денежного потока по операционной деятельности (соответствующем разделе плана поступления и расходования денежных средств) и количестве оборотов денежных активов. Для расчета планируемой суммы операционного остатка денежных активов используется следующая формула:

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

где $\overline{ДА_о}$ — планируемая сумма операционного остатка денежных активов предприятия;

$ПО_{од}$ — планируемый объем отрицательного денежного потока (суммы расходования денежных средств) по операционной деятельности предприятия;

$КО_{да}$ — количество оборотов среднего остатка денежных активов в плановом периоде.

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

$$\overline{ДА_о} = \overline{ДА_ф} + \frac{ПО_{од} - ФО_{од}}{КО_{да}},$$

где $\overline{ДА_0}$ — планируемая сумма операционного остатка денежных активов предприятия;

$\overline{ДА_ф}$ — фактическая средняя сумма операционного остатка денежных активов предприятия в предшествующем аналогичном периоде;

$ПО_{од}$ — планируемый объем отрицательного денежного потока (суммы расходования денежных средств) по операционной деятельности предприятия;

$ФО_{од}$ — фактический объем отрицательного денежного потока (суммы расходования денежных средств) по операционной деятельности предприятия в предшествующем аналогичном периоде;

$КО_{да}$ — количество оборотов среднего остатка денежных активов в плановом периоде.

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

$$ДА_с = ДА_о \times КВ_{пдс}$$

где $ДА_с$ — планируемая сумма страхового остатка денежных активов предприятия;

$ДА_о$ — плановая сумма операционного остатка денежных активов предприятия;

$КВ_{пдс}$ — коэффициент вариации поступления денежных средств на предприятие в отчетном периоде.

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

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

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

$$\overline{ДА} = ДА_о + ДА_с + ДА_к + ДА_и,$$

где $\overline{ДА}$ — средняя сумма денежных активов в составе оборотного капитала предприятия в плановом периоде;

$ДА_о$ — средняя сумма операционного остатка денежных активов в плановом периоде;

$ДА_с$ — средняя сумма страхового остатка денежных активов в плановом периоде;

$ДА_к$ — средняя сумма компенсационного остатка денежных активов в плановом периоде;

$ДА_и$ — средняя сумма инвестиционного остатка денежных активов в плановом периоде.

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

С позиции теории инвестирования денежные средства представляют собой один из частных случаев инвестирования в товарно-материальные ценности. Поэтому к ним применимы общие требования. Во-первых, необходим базовый запас денежных средств для выполнения текущих расчетов. Во-вторых, необходимы определенные денежные средства для покрытия непредвиденных расходов. В-третьих, 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. Речь идет о том, чтобы оценить:

а) общий объем денежных средств и их эквивалентов;

б) какую их долю следует держать на расчетном счете, а какую — в виде быстрореализуемых ценных бумаг;

в) когда и в каком объеме осуществлять взаимную трансформацию денежных средств и быстрореализуемых активов.

В западной практике наибольшее распространение получили модель Баумола и модель Миллера — Орра. Первая была разработана В. Баумолем в 1952 г., вторая — М. Миллером и

Д. Орром в 1966 г. Наиболее широко используемой в этих целях является модель Баумоля. Исходными положениями этой модели является постоянство потока расходования денежных средств, хранение всех резервов денежных активов в форме краткосрочных финансовых инвестиций и изменение остатка денежных активов от их максимума до минимума, равного нулю (рис. 7.1).

Наиболее простой считается модель Баумоля[1]. Обладая значительными денежными средствами, компания, как правило, не держит их в кассе, а вкладывает в банк. Но в то же время фирма каждый день сталкивается с потребностью в наличности. И потому перед каждым предприятием встает вопрос о том, какую долю денежных средств нужно держать в кассе, а какую — оставлять в банке.

Пусть предприятие для обеспечения поддержания текущих операций в течение всего периода (обычно, года) имеет T рублей. Эти T рублей нужно в течение периода использовать таким образом, чтобы компания получила бы максимальный доход от их использования. Как я уже говорил, у наличных средств есть альтернативные издержки в виде недополученного дохода. Например, их можно было бы держать в банке и получить проценты. Обозначим альтернативную норму прибыли как r. Это альтернативная норма прибыли, но она не обязательно должна быть равна банковской годовой ставке (ставка за период, в общем случае). Если, например, текущая банковская ставка по депозитам составляет 15%, а некая компания предлагает взять денежные средства под 17% годовых, то в этом случае $r = 17\%$. Разумеется, надо отметить, что любое предложение не всегда означает наилучшую альтернативу. Рассматриваются только реальные предложения, т. е. только те, по которым действительно будет получен процент и возвращена первоначальная сумма депозита. Но компании для дисконтирования принимают ставку WACC, т. е. эта средневзвешенную ставку компании.

В то же время фирма сталкивается и с трансакционными затратами. Иными словами, чем чаще она обналичивает свои денежные средства, хранящиеся в банке, тем больше затрат

[1] Хотя ее называют моделью Баумоля, на самом деле она имеет трех авторов — Баумоля, Алаиса, Тобина, и поэтому иногда называется как модель BAT (по первым буквам фамилий авторов).

она будет нести в виде затрат на совершение сделки. В эти затраты включается все, за что надо заплатить для перевода денег с банковского счета в кассу. Это могут быть затраты на посещение банка или услуги инкассатора и прочие действия. У каждой компании трансакционные затраты различные. Не углубляясь в содержание этого типа издержек, обозначим их в модели Баумоля через F. Эти затраты в модели считаются постоянными, т. е. не меняющимися в течение периода.

Для расчета альтернативных затрат нужно знать, сколько в среднем компания держит в кассе наличных средств. Предположим, что между снятиями средств с банковского счета предприятие тратит их равномерно, т. е. зависимость количества наличности от времени в рассматриваемом промежутке является линейной.

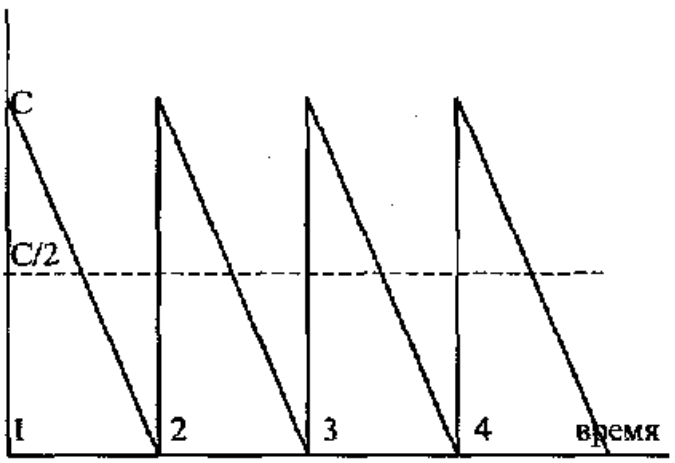


Рис. 7.1. Движение кассовой наличности

На рис. 7.1 буквой C обозначено оптимальное количество наличности, которое компания должна снимать с банковского счета. Он еще называется максимальным остатком. Цифрами обозначен момент времени, когда нужно снимать деньги. Так вот между любыми двумя такими моментами времени денежные средства, находящиеся в наличности компании, тратятся равномерно. Об этом свидетельствует нисходящая прямая. Затем уровень кассовой наличности резко поднимается вверх — это происходит из-за того, что фирма пополнила свою кассу за

счет перечисления денег из банка. Максимальная сумма кассовой наличности, что имеет фирма составляет C, а минимальная составляет 0, т. е. она тратит все полностью. Так как расход средств происходит равномерно, то средний остаток кассовой наличности будет равен:

$$C_{avg} = \frac{C+0}{2} = \frac{C}{2}\ C_{avg} = \frac{C+0}{2} = \frac{C}{2}$$ — средний остаток кассовой наличности в течение периода.

Умножая среднюю величину кассовой наличности на альтернативную норму прибыльности, получим альтернативные издержки держания денег в кассе. Иными словами:

$$T_{alt} = \frac{C}{2} \times r$$ — альтернативные издержки использования наличности.

Если деньги часто снимаются с банковского счета небольшими порциями, тогда средний остаток и альтернативные издержки будут меньше. Однако, с другой стороны, возрастают затраты, связанные с трансформацией денежных средств в наличность. Такие затраты возникают каждый раз, когда пополняется касса. На рис. 7.1 такие затраты возникают в точках 1, 2, 3 и 4, т. е. компания четыре раза снимает деньги с банковского счета. В общем же случае количество таких операций будет T/C, т. е. общей суммы денежных средств, поделенной на оптимальный размер кассового остатка. Таким образом, в течение всего периода у компании будут трансакционные издержки в размере $\frac{T}{C} \times F$. Иными словами, тогда общие издержки будут равны $TC = \frac{C}{2} \times r + \frac{T}{C} \times F$.

Эти издержки, естественно, нужно минимизировать, т. е. нужно найти такое значение C, при котором значение TC будет минимальным. Для этого обратимся к графику на рис. 7.2.

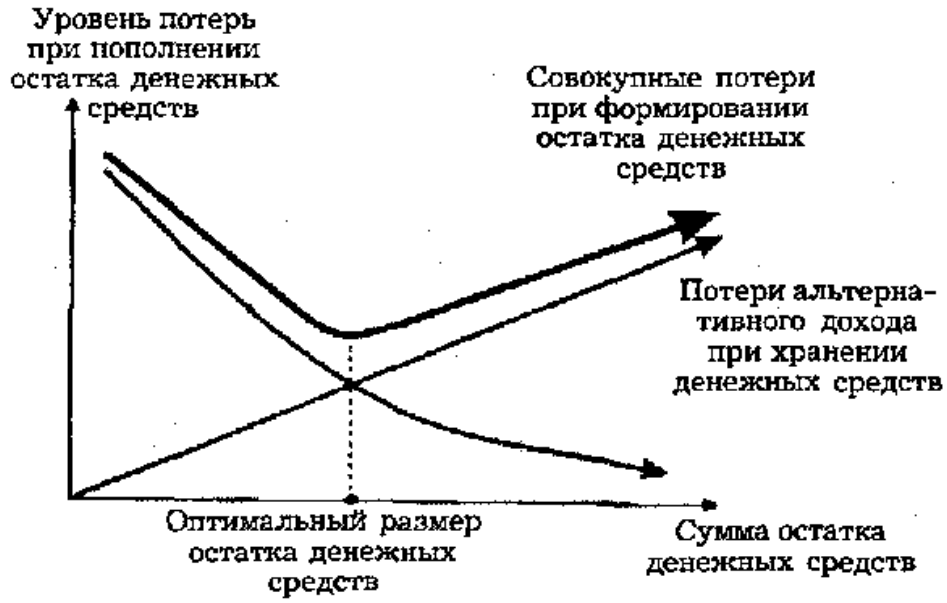


Рис. 7.2. Формирование оптимального остатка денежных средств

Альтернативные издержки зависят от кассового остатка положительно, так как норма прибыльности и C являются постоянными. Трансакционные издержки тем меньше, чем больше средств снимается с банковского счета, а потому их динамика описывается гиперболической зависимостью и на графике изображается гиперболой. Нужно иметь кассовую наличность на уровне, при котором минимизируются все затраты. Для поиска этой точки аналитическим путем продифференцируем функцию общих издержек по переменной C:

$$\frac{\partial TC}{\partial C} = \frac{r}{2} - \frac{T \times F}{C^2} = 0 \Rightarrow \frac{r}{2} = \frac{F \times T}{C^2} \Rightarrow C^* = \sqrt{\frac{2 \times F \times T}{r}}.$$

Минимальный остаток кассовой наличности обозначен как C^*. Модель Баумоля довольно проста, хотя у нее есть очевидные недостатки. Как известно, модель предполагает устойчивость и предсказуемость денежных средств, а также не учитывает наличие сезонности и цикличности, т. е. модель основана на наличии постоянного среднего остатка кассовой наличности. Предполагается, что норма прибыльности r остается в течение периода неизменной, хотя этого может и не быть на практике. Считается, что трансакционные издержки также постоянны, но и этот фактор может быть изменен, в первую очередь самой

же компанией. В модели есть предпосылка о том, что наличность в компании тратиться равномерно, но ведь компания на самом деле тратит их далеко не всегда так. Обычно выплаты делаются ежедневно и не в равных количествах, а модель Баумоля рассчитана на ежедневные расходы в одинаковом размере.

Таким образом, модель Баумоля помогает определить оптимальную сумму денежных средств для компании в определенных условиях. Ее цель — минимизировать сумму постоянных затрат по сделкам или возможные расходы (упущенную выгоду) по содержанию остатков денежных средств, которые не приносят дохода. Существенным недостатком модели Баумоля является предположение об устойчивости и предсказуемости денежных потоков. Кроме того, она не учитывает сезонности и цикличности производства.

Поэтому многими компаниями может использоваться модель Миллера—Ора. Она названа по именам своих авторов — Мертона Миллера и Дэниела Орра. В предыдущей модели Баумоля оптимальный размер кассовой наличности был строго фиксирован. А модель Миллера—Орра ориентирована уже не на точное значение, а интервал, что облегчает ее применение на практике. Это позволяет учитывает фактор неопределенности денежных выплат и поступлений.

Модель, разработанная Миллером и Орром, представляет собой компромисс между простотой и реальностью. Она помогает предприятию управлять своим денежным запасом, если невозможно предсказать каждодневный отток или приток денежных средств. Миллер и Орр используют при построении модели процесс Бернулли — стохастический процесс, в котором поступление и расходование денег от периода к периоду являются независимыми случайными событиями.

Логика действий финансового менеджера по управлению остатком средств на расчетном счете заключается в следующем. Остаток средств на счете хаотически меняется до тех пор, пока не достигает верхнего предела. Как только это происходит, предприятие начинает покупать достаточное количество ценных бумаг с целью вернуть запас денежных средств к некоторому нормальному уровню (точке возврата). Если запас денежных средств достигает нижнего предела, то в этом слу-

чае предприятие продает свои ценные бумаги и таким образом пополняет запас денежных средств до нормального предела.

Эта модель представляет собой еще более сложный алгоритм определения оптимального размера остатков денежных активов. Исходные положения этой модели предусматривают наличие определенного размера страхового запаса и определенную неравномерность в поступлении и расходовании денежных средств, а соответственно, и остатка денежных активов. Минимальный предел формирования остатка денежных активов принимается на уровне страхового остатка, а максимальный — на уровне трехкратного размера страхового остатка (рис. 3).

Модель Миллера—Орра — это модель регулирования денежных операций, когда денежные выплаты являются неопределенными. Эта модель устанавливает верхний и нижний пределы для остатка денежных средств.

Реализация модели осуществляется в несколько этапов.

1. Устанавливается минимальная величина денежных средств (Он), которую целесообразно постоянно иметь на расчетном счете (она определяется экспертным путем исходя из средней потребности предприятия в оплате счетов, возможных требований банка и др.).

2. По статистическим данным определяется вариация ежедневного поступления средств на расчетный счет (v).

3. Определяются расходы (Рх) по хранению средств на расчетном счете (обычно их принимают в сумме ставки ежедневного дохода по краткосрочным ценным бумагам, циркулирующим на рынке) и расходы (Рт) по взаимной трансформации денежных средств и ценных бумаг (эта величина предполагается постоянной; аналогом такого вида расходов, имеющим место в отечественной практике, являются, например, комиссионные, уплачиваемые в пунктах обмена валюты).

4. Рассчитывают размах вариации остатка денежных средств на расчетном счете (S) по формуле:

$$S = 3 \times \sqrt[3]{\frac{3 \times P_t \times v}{4 \times P_x}}.$$

5. Рассчитывают верхнюю границу денежных средств на расчетном счете (Ов), при превышении которой необходимо

часть денежных средств конвертировать в краткосрочные ценные бумаги:

$$Ов = Он + S.$$

6. Определяют точку возврата (ТВ) — величину остатка денежных средств на расчетном счете, к которой необходимо вернуться в случае, если фактический остаток средств на расчетном счете выходит за границы интервала (Он, Ов):

$$Тв = Он + (S / 3).$$

Суть модели состоит в том, что устанавливается минимальный размер кассовой наличности *L*, рассчитывается максимальный ее размер *H* и целевой размер кассовой наличности *Z*. Затем, руководство компании придерживается следующего правила: когда остаток денежных средств возрастает и доходит до уровня *H*, то компания доводит наличность до уровня *Z* путем их вложения в альтернативный проект, т. е. фактически мы вкладываем *(H-Z)* наличности.

То же самое происходит, когда наличность достигает минимального уровня, только в этом случае продаются, скажем, акции (или же переводятся деньги из банка. Одним словом, переводятся из альтернативного проекта в наличность), т. е. мы опять же доводим наличность до уровня его целевого значения *Z*. Это можно увидеть из следующего графика (рис. 7.3).

Остаток кассовой наличности всегда находится между двумя значениями — верхнюю границу составляет *H*, а вот нижняя граница — это минимальный размер, который компания устанавливает на основе эмпирических расчетов.

Миллер и Орр вывели формулы для значения *H*. Это получено с помощью решения задачи минимизации:

$H = 3 \times \left(\frac{3 \times F \times \delta^2}{4 \times r} \right)^{\frac{1}{3}} + L$ — максимальный остаток кассовой наличности.

По мнению Миллера и Орра, целевой остаток денежных средств — это не есть среднее между *L* и *H*. Они показали, что наиболее эффективно будет такое соотношение, что

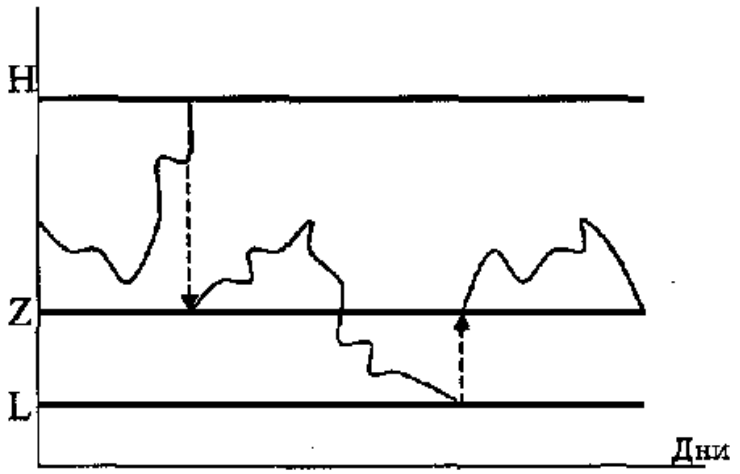


Рис. 7.3. Остаток денежных средств в модели Миллера—Орра

$Z = \frac{H + 2 \times L}{3}$. Тогда мы можем получить и формулу для целевого остатка:

$$Z = \left(\frac{3 \times F \times \delta^2}{4 \times r} \right)^{\frac{1}{3}} + L.$$

В формулах r — это норма прибыльности за период, δ^2 — дисперсия сальдо дневного денежного потока. Чем оно больше, тем больше отклонение необходимой кассовой наличности. F — так же как и в модели Баумоля, это трансакционные издержки.

В модели Миллера—Орра значение L устанавливается самой фирмой из преемственности уровня потерь в связи с нехваткой денег. Разумеется, что минимальный уровень – это уровень, при котором денег компании не хватает, но такой уровень все равно определить нужно. Может быть и так, что $L=0$. В этом случае компания может себе позволить убытки, связанные с отсутствием наличности.

Тем не менее, несмотря не сложность, модель Миллера—Орра не является универсальной. К сожалению, ей также присущи недостатки. В частности, в модели рассматривается только одна альтернатива в форме единственной нормы прибыльно-

сти r. Хотя на самом деле альтернатив может быть много. Эту проблему можно решить путем выбора наилучшей альтернативы, так как из списка альтернативного использования денежных средств всегда можно выбрать наилучшую. Именно так и делают при практическом использовании модели Миллера—Орра. Как уже было отмечено, каждая компания в качестве r может использовать собственную ставку WACC.

В самой формуле не должно быть разногласий в виде различных периодов. Иными словами, если мы оценили сальдо дневного денежного потока, то нам и норму прибыльности нужно приводить к одном дню. Для этого обычно используется сложный процент, т. е. если мы знаем годовую ставку, то для расчета дневной мы будем действовать следующим образом. Пусть дневная ставка будет равна r_{day}. Тогда $(1+ r_{day})^{360} - 1 = r$. Поэтому путем несложных математических преобразований получаем дневную ставку процентов, выраженную через годовую:

$$r_{day} = \sqrt[360]{1+r} - 1.$$

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

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

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

◆ хроническая нехватка оборотных активов не позволяет предприятиям формировать остаток денежных средств в необходимых размерах с учетом их резерва;

◆ замедление платежного оборота вызывает значительные (иногда непредсказуемые) колебания в размерах денежных поступлений, что соответственно отражается и на сумме остатка денежных активов;

◆ ограниченный перечень обращающихся краткосрочных фондовых инструментов и низкая их ликвидность затрудняют использование в расчетах показателей, связанных с краткосрочными финансовыми инвестициями.

7.3.3. Дифференциация среднего остатка денежных активов в разрезе национальной и иностранной валюты

Такая дифференциация осуществляется только на тех предприятиях, которые ведут внешнеэкономическую деятельность. Цель такой дифференциации заключается в том, чтобы из общей оптимизированной потребности в денежных активах выделить валютную их часть, с тем чтобы обеспечить формирование необходимых предприятию валютных фондов. Основой осуществления такой дифференциации является планируемый объем расходования денежных средств в разрезе внутренних и внешнеэкономических операций в процессе осуществления операционной деятельности. При расчетах используются формулы определения потребности в операционном и страховом остатках денежных активов с их дифференциацией по видам валют.

7.3.4. Выбор эффективных форм регулирования среднего остатка денежных активов

Такое регулирование проводится с целью обеспечения постоянной платежеспособности предприятия, а также с целью уменьшения расчетной максимальной и средней потребности в остатках денежных активов. Основным методом регулирования среднего остатка денежных активов является корректировка потока предстоящих платежей (перенос срока отдельных платежей по заблаговременному согласованию с контрагентами). Такая корректировка осуществляется по следующим этапам.

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

Таблица 7.2

Диапазон колебаний остатка денежных активов предприятия в предстоящем квартале в разрезе декад

Декада	Остаток денежных активов на конец декады, тыс. усл. ден. ед.	Отклонение декадного показателя от среднего		Отклонение декадного показателя от минимального (во второй декаде)	
		тыс. усл. ден. ед. (+, –)	проценты (+, –)	тыс. усл. ден. ед. (+, –)	проценты (+, –)
1	1,30	–0,16	–10,9	0,05	4,0
2	1,25	–0,21	–14,4	–	–
3	1,34	–0,12	–8,2	0,09	7,2
4	1,42	–0,04	–2,7	0,17	13,6
5	1,51	+0,05	+3,4	0,26	20,8
6	1,48	+0,02	+1,4	0,23	18,4
7	1,44	–0,02	–1,4	0,19	15,2
8	1,56	+0,10	+6,8	0,31	24,8
9	1,58	+0,12	+8,2	0,33	26,4
В среднем за декаду	1,46	–	–	–	–

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

- минимальный остаток денежных активов (1, 25 тыс. усл. ед.);
- максимальный остаток денежных активов (1, 58 тыс. усл. ед.);
- средний остаток денежных активов (1, 46 тыс. усл. ед.);

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

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

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

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

7.3.5. Обеспечение рентабельного использования временно свободного остатка денежных активов

На этом этапе формирования политики управления денежными активами разрабатывается система мероприятий по минимизации уровня потерь альтернативного дохода в процессе их хранения и противоинфляционной защиты. К числу основных из таких мероприятий относятся:

- согласование с банком, осуществляющим расчетное обслуживание предприятия, условий текущего хранения остатка денежных активов с выплатой депозитного процента по средней сумме этого остатка (например, путем открытия контокоррентного счета в банке);
- использование краткосрочных денежных инструментов инвестирования (в первую очередь, депозитных вкладов в банках) для временного хранения страхового и инвестиционного остатков денежных активов;
- использование высокодоходных фондовых инструментов для инвестирования резерва и свободного остатка денежных активов (государственных краткосрочных облигаций; краткосрочных депозитных сертификатов банков и т. п.), но при усло-

вии достаточной ликвидности этих инструментов на финансовом рынке.

7.4. Методы управления денежными средствами

Бюджетирование потока денежных средств — это комплекс мер и инструментов прогнозирования и систематического регулирования или оперативного управления кругооборота денежных средств предприятия. Бюджет движения денежных средств представляет собой собственно план финансирования, который составляется на год с разбивкой по месяцам.

Прогноз движения денежных состоит из двух частей — ожидаемые поступления денежных средств и ожидаемые выплаты. Для определения ожидаемых поступлений за период используется информация из бюджета продаж, данные о продажах в кредит или с немедленной оплатой. Также планируется приток денежных средств и из других источников.

Суммы ожидаемых платежей берутся из различных периодических бюджетов.

Бюджет движения денежных средств отражает денежные потоки: притоки и оттоки, в том числе все направления расходования средств. Направления движения денежных средств принято рассматривать в разрезе основных видов деятельности: текущей, инвестиционной, финансовой.

1. Текущая деятельность. Денежный поток от текущей деятельности — это выручка от реализации продукции, работ, услуг, а также авансы от покупателей и заказчиков. Денежный отток — уплата по счетам поставщиков и прочих контрагентов, выплата зарплаты, отчисления во внебюджетные фонды, расчеты с бюджетом, выплата по процентам и т.д.

2. Инвестиционная деятельность. Поступления денежных средств: продажа основных средств, ценных бумаг из портфеля краткосрочных финансовых инвестиций, нематериальных активов, получение погашенного должником займа. Расходование денежных средств: покупка основных средств, ценных бумаг, нематериальных активов, предоставление кредита другим компаниям и т.д.

3. Финансовая деятельность. Приток средств вследствие получения долгосрочных и краткосрочных займов, выпуск в обращение акций, облигаций, их отток — за счет выплаты дивидендов, выкупа собственных акций, в виде возврата займов (как краткосрочных, так и долгосрочных) и т.п.

При составлении прогноза движения денежных средств рассчитываются остатки денежных средств предприятия на начало и конец каждого месяца. Потоки поступлений и выплат структурно разбиваются на денежную и неденежную составляющую и сравниваются между собой. Таким образом, определяется не только избыток или недостаток денежных средств, но и структурное соответствие доходов и расходов предприятия.

Благодаря такому построению бюджета движения денежных средств планирование охватывает весь оборот денежных средств предприятия. Это дает возможность проводить анализ и оценку поступлений и расходов денежных средств и принимать решения о возможных способах финансирования в случае возникновения дефицита средств.

Эффективное бюджетирование потока денежных средств, подверженное воздействию огромного количества противоречивых факторов возможно лишь в том случае, если фирме удается осуществлять учет их влияния на условиях определенного компромисса. Поэтому в основу бюджетирования положен принцип непрерывности хозяйственной деятельности без рассечения ее на виды лишь тогда и поскольку, когда в кругообороте движения финансовых ресурсов обнаруживаются излишки, которые надо эффективно использовать, или недостатки, которые надо покрывать.

Исходным понятием, необходимым для исследования алгоритма управления денежными средствами, является цикл денежного потока.

Цикл денежного потока представляет собой повторяющийся интервал времени, в течение которого осуществляется вложение денежных средств в оборотные активы (производственные запасы, в частности), продажа результата от эксплуатации этих активов и получение выручки от реализации. Указанная последовательность составляющих цикла, как и соответствующий каждой из них временной интервал, представляют классическую структуру цикла.

Однако в реальном мире возможны нарушения как последовательности составляющих цикла (например, получение выручки до оформления самого акта продажи), так и соответствующих запланированных размеров временных интервалов. В результате возникает необходимость либо в пополнении денежного потока за счет привлечения дополнительного капитала, либо использование по другим направлениям излишков сложившегося денежного потока. Уже сама возможность появления в реальной жизни противоположных результатов движения денежного потока вынуждает финансистов разумно управлять циклом денежного потока путем разработки бюджета движения денежных средств.

Методы управления денежными средствами обычно осуществляются самой компанией и обслуживающим ее банком. Но в основном эффективность управления денежными средствами зависит от финансового менеджера.

Методы управления денежными средствами предусматривают:

- синхронизацию денежных потоков;
- использование денежных средств в пути;
- ускорение денежных поступлений;
- контроль выплат.

Синхронизация денежных потоков. Стараясь увеличить достоверность прогнозов и добившись того, чтобы денежные поступления сочетались с денежными выплатами наилучшим образом, фирма может сократить текущий остаток на счете банка до минимума. Зная об этом, компании, занимающиеся предоставлением коммунальных услуг, нефтяные компании, компании по производству кредитных карточек и другие договариваются с поставщиками о перечислении сумм, подлежащих выплате, а с покупателями — о получении задолженности в соответствии с постоянными в течение месяца «платежными циклами». Это способствует синхронизации денежных потоков и, в свою очередь, помогает сократить остаток средств на счете, уменьшить банковские кредиты, снизить расходы на выплату процентов и увеличить прибыль.

Использование денежных средств в пути. Денежные средства в пути есть разница между остатком денежных средств, отраженным в текущем счете фирмы и проходящим по банков-

ским документам. Таким образом, на банковском счете в течение какого-то времени будет находиться дополнительная сумма денег, которая может быть использована. Если работа с дебиторами в данной фирме налажена лучше, чем у ее кредиторов (это характерно для крупных и более прибыльных фирм), то учетные документы фирмы будут показывать отрицательное сальдо; тогда как документы банка, который контролирует ее операции, — положительное.

Ускорение денежных поступлений. Не менее важной проблемой при управлении денежными средствами является поиск способов увеличения их поступления на предприятие. Финансовые менеджеры стараются ускорить процесс погашения дебиторской задолженности. Скорость поступления денежных средств на предприятие во многом зависит от способа ведения банковских операций. Для ускорения процесса поступления денежных средств на предприятие могут быть несколько способов.

Это система локсбоксов, система расчетов в порядке плановых платежей с последующим акцептом, а также концентрация банковских операций. Эта система является одной из старейших систем ускорения поступления денежных средств. Данная система подразумевает установку локсбоксов на месте хозяйственной деятельности дочерних компаний. Таким образом, все чеки направляются в этот локсбокс, а не в место расположения головной компании. Периодически содержимое локсбоксов переводится на счет компании в местном банке, а головной офис сразу же информируется о поступлении денежных средств. Сразу же происходит корректировка счетов дебиторской задолженности. Иными словами, часть дебиторской задолженности переходит в наличные средства компании. Таким образом, система локсбоксов сокращает время, в течение которого компания получала бы чеки. Эта экономия происходит прежде всего за счет уменьшения сроков почтовых переводов. Чеки не отправляются по почте, а обрабатываются непосредственно на месте функционирования дочерней компании.

Система расчетов в порядке плановых платежей с последующим акцептом. Данная система позволяет осуществлять автоматический перевод денежных средств со счета покупателя на счет фирмы. Такой перевод осуществляется в оговоренные дни. Такие операции иногда также называют бесчековыми

или безбумажными. С помощью этой системы ускоряется перевод денежных средств, так как полностью исключается время на почтовые переводы и клиринг.

Концентрация банковских переводов. Системы локсбоксов и расчетов в порядке плановых платежей с последующим акцептом увеличивают скорость расчетов, но они имеют недостаток — денежные средства рассредоточиваются между многим банками, а это неудобно для их управления. Поэтому задачей управления денежными средствами является мобилизация разрозненных денежных средств на одном или нескольких банковских счетах.

Схема управления в данном случае выглядит следующим образом. На локальных банковских счетах концентрируется выручка. Финансовый менеджер принимает решение о переводе средств из локальных банков в центральный. В этом центральном банке средства и накапливаются. Концентрация средств позволяет компании максимально эффективно ими распоряжаться, прежде всего благодаря отдаче от масштаба. Но стоит отметить, что перевод средств из локальных банков в центральный сопряжен с издержками. Эти издержки должен учитывать финансовый менеджер при принятии решения о концентрации банковских переводов. Концентрация банковских переводов будет эффективна тогда, когда существует возможность быстрого перевода средств из локальных банков в центральный.

Контроль выплат. Ничто так не способствует контролю за денежными выплатами, как централизация расчетов с кредиторами. Это позволяет финансовому менеджеру правильно оценить поступающие потоки денежных средств по фирме в целом и составить график необходимых выплат. Кроме того, появляется возможность более эффективного контроля расчетов с кредиторами и движения средств в пути. Конечно, централизованной системе присущи также и недостатки — филиалы и местные отделения фирмы могут оказаться не в состоянии произвести своевременные расчеты за оказанные услуги, что чревато потерей благожелательного отношения клиентов и увеличением операционных затрат.

Эффективность системы управления денежными средствами. Все рассмотренные выше методы помогают сократить размер необходимого минимума денежных средств на счете,

но в то же время все эти методы требуют определенных затрат. Расходы на использование какой-либо системы управления денежными средствами можно увеличивать до тех пор, пока предельная выручка превышает предельные затраты.

Эффективность политики управления денежными средствами предприятия можно оценить, сравнивая прогноз бюджета движения денежных средств, прогнозный бухгалтерский баланс и бюджет доходов и расходов с фактическими данными, полученными в отчетном периоде. Выявление отклонений позволит сделать выводы о нарушении в движении денежных средств.

Денежные активы играют определяющую роль в процессе обеспечения платежеспособности по двум видам финансовых обязательств предприятия — неотложным (со сроком исполнения до одного месяца) и краткосрочным (со сроком исполнения до трех месяцев); текущие обязательства со сроком исполнения до одного года обеспечиваются преимущественно другими видами оборотных активов. Контроль за совокупным уровнем остатка денежных активов при обеспечении платежеспособности предприятия должен исходить из следующих критериев:

НЕОТЛОЖНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА <
< ОСТАТОК ДЕНЕЖНЫХ АКТИВОВ
(со сроком исполнения до 1 месяца)

КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА ≤
≤ ОСТАТОК ДЕНЕЖНЫХ АКТИВОВ +
(со сроком исполнения до 3 месяцев)
+ Размер чистой стоимости реализации текущей
дебиторской задолженности

Контроль за уровнем эффективности сформированного портфеля краткосрочных финансовых инвестиций — эквивалентов денежных средств предприятия должен исходить из таких критериев.

УРОВЕНЬ ДОХОДНОСТИ Среднерыночный уровень доходности

Портфеля в целом и отдельных ≥
≥ Краткосрочных инвестиций при его инструментов
соответствующем уровне риска

УРОВЕНЬ ДОХОДНОСТИ
Каждого инструмента >
> Темп инфляции в стране его инструментов

Система контроля за денежными активами должна быть интегрирована в общую систему финансового контроллинга предприятия.

Способы увеличения поступления денежных средств.

А. Рекомендации по изысканию дополнительных денежных поступлений от основных средств предприятия:

- проанализировать степень использования оборудования/имущества, с тем чтобы определить перечень имущества, не используемого в текущей хозяйственной деятельности; обсудить с инженерным персоналом, какое оборудование является необходимым для поддержания текущего и ожидаемого уровня производства, возможности оптимизации использования помещений;
- определить круг потенциальных покупателей/пользователей излишнего оборудования/имущества посредством изучения конкурентов или возможностей альтернативного использования рассматриваемого имущества;
- выбрать наиболее подходящие каналы коммуникации для эффективного доведения до участников рынка предложения о продаже/сдаче в аренду имущества;
- сдать в аренду/продать мало используемое оборудование/имущество;
- выполнить процедуры консервации имущества, что позволит исключить это имущество из расчета налогооблагаемой базы при расчете платежей по налогу на имущество.

Б. Рекомендации по взысканию задолженности с целью ускорения оборачиваемости денежных средств:

- создать систему оценки клиентов, которая бы суммировала все риски, связанные с деловым партнером. Общая зависимость от такого партнера будет включать его дебиторскую задолженность, товары на складе, подготовленные к отгрузке, продукцию в производстве, предназначаемую этому клиенту. Установить формальные лимиты кредита каждому клиенту, которые будут определяться общими отношениями с этим клиентом, потребностями в денежных средствах, и оценкой финансового положения конкретного клиента;
- сделать менеджеров по продажам ответственными за наблюдением и обновлением статуса клиента. Привязать оплату

их труда к реальному сбору денежных средств с клиентов, с которыми они работают.

В. Рекомендации по разграничению выплат кредиторам по степени приоритетности для уменьшения оттока денежных средств:

- разделить поставщиков на категории по степени их важности для деятельности и прибыльности компании. Интенсифицировать контакты с критически важными поставщиками, с тем чтобы укрепить взаимопонимание и стремление к сотрудничеству;
- предложить различные схемы платежей: убедить кредиторов, что новый подход был бы наилучшим способом для обеих сторон сохранить взаимовыгодные отношения;
- отложить осуществление платежей менее важным поставщикам;
- найти альтернативных поставщиков, предлагающих более выгодные условия, и использовать эту информацию для дальнейших переговоров с нынешними поставщиками.

Г. Рекомендации по реорганизации инвентарных запасов:

- разнести по категориям запасы по степени их важности для стабильности деятельности компании. Проанализировать оборот запасов по видам: уменьшить объемы тех видов запасов, которые не являются критическими для функционирования бизнеса;
- уменьшить размеры неприкосновенных запасов (или запасов, хранящихся в качестве буфера) за счет достижения договоренности о более коротком сроке выполнения заказа на поставку такого товара, если возможно;
- улучшить деятельность в области заказов на снабжение путем внедрения более эффективных контрольных процедур, таких как централизация хранения и отпуска товаров, перераспределение площадей хранения или улучшение/минимизация документооборота. Работать более плотно с поставщиками над вопросами ускоренной поставки и предоставить им стимулы в виде более привлекательных для них условий оплаты;
- рассмотреть возможность распродажи залежавшихся запасов со скидками, с тем чтобы получить дополнительные денежные средства, однако следует избегать перенасыщения рынка своими товарами по бросовым ценам, так как это негативным образом скажется на последующих продажах товаров, а также сделает невозможным реализацию стратегии повышения цен.

Д. Рекомендации по увеличению притока денежных средств за счет пересмотра планов капитальных вложений:

♦ оценить, какие срочные потребности в капитальных инвестициях можно отложить на более поздний срок;

♦ остановить инвестиционные проекты, которые стали менее эффективными в результате изменения конъюнктуры рынка. Изучить возможности возврата полностью или частично вложенных средств;

♦ изменить график инвестиций так, чтобы уменьшить пиковую нагрузку на денежные потоки путем пересмотра этапов вложений так, чтобы сопутствующий отток денежных средств не ухудшал бы способность компании осуществлять другие срочные платежи;

♦ отказаться от тех капитальных расходов, которые не могут дать немедленную отдачу для компании.

Е. Рекомендации по увеличению поступления денежных средств из заинтересованных финансовых источников, не связанных с взаимной торговлей:

♦ исследовать финансовые условия краткосрочного финансирования, предлагаемого банком, и варианты их улучшения;

♦ пересмотреть условия долга предприятия (отсрочка выплаты основной суммы, снижение процентной ставки) и изучить возможность рефинансирования кредитов в других банках.

Ж. Рекомендации по увеличению продаж:

♦ тщательно оценивать прогнозируемые наценки по группам реализуемых товаров для того, чтобы определить группы товаров, приносящие наибольшую прибыль;

♦ переоценить факторы потребительского спроса, такие как потребительские свойства/приоритет при приобретении, цена, качество, тенденции моды, сезонные факторы и т.д.;

♦ определить группы продуктов, которые наилучшим образом подходят к изменившимся рыночным условиям, и сконцентрироваться на них;

♦ проанализировать цены и объемы реализуемой продукции, найти наиболее разумный компромисс, который поможет увеличить *поступление дополнительных денежных средств*, несмотря на снижение объемов продаж (путем увеличения цены и торговых наценок).

Контрольные вопросы и задания

1. Какова связь между прибылью и наличием денежных средств в компании?

2. Какие операции ведут к увеличению денежных средств?

3. Каково соотношение между длительностью производственного, операционного и финансового циклов в компании?

4. Каков состав денежных активов в компании?

5. Каково назначение операционного остатка?

6. Каково назначение страхового остатка?

7. Каково назначение инвестиционного остатка?

8. Каково назначение компенсационного остатка?

9. Каковы основные задачи анализа денежных средств?

10. Как рассчитывается средний период оборота денежных активов?

11. Каковы исходные положения модели Баумоля?

12. Каково назначение модели Миллера—Орра?

13. В чем преимущества модели Миллера—Орра по сравнению с моделью Баумоля?

14. Обоснуйте способы привлечения дополнительных денежных средств за счет оптимизации основных и оборотных активов.

Задача 1. Ежегодная потребность в денежных средствах компании «Самум» составляет в среднем 5 млн. руб. Постоянные расходы на одну операцию по покупке (продаже) ценных бумаг равны 10 руб., текущая ставка процента по ликвидным ценным бумагам составляет около 25%.

Рассчитать оптимальный остаток средств на счете компании. Определить необходимое число сделок в течение года.

Задача 2. Определить на основе модели Миллера—Орра диапазон колебания остатка денежных активов, а также максимальную и среднюю сумму этого остатка на основе следующих данных:

- минимальный остаток денежных активов установлен на плановый год в сумму 5000 усл. ед.;
- дисперсия ежедневного объема отрицательного денежного потока по операционной деятельности по данным анализа за предшествующий год составляло 4 000 000 усл. ед.;
- расходы по обслуживанию одной операции пополнения денежных средств составляют 90 усл. ед.;
- среднедневная ставка процента по краткосрочным финансовым инвестициям составляет 0,1%.

ЛИТЕРАТУРА

1. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: В 2 т. / Пер. с англ. СПб: Экономическая школа, 2003.

2. Бланк И.А. Управление активами и капиталом предприятия. Киев: Ника-Центр: Эльга, 2003.

3. Бочаров В.В., Леонтьева В.Е. Корпоративные финансы. СПб.: Питер, 2004.

4. Бочаров В.В. Управление денежным оборотом предприятий и корпораций. М.: Финансы и статистика, 2002.

5. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004.

6. Ван Хорн Дж. К., Вахович Дж. М.-мл. Основы финансового менеджмента М.: Вильямс, 2003.

7. Вахрин П.И., Нешитой А.С. Финансы, денежное обращение, кредит: Учебник. М.: ИТК «Дашков и Ко», 2004.

8. Донцова Л.В., Никифорова Н.А. Анализ финансовой отчетности: Учеб. пособие. М.: Дело и Сервис, 2004.

9. Ефимова О.В. Финансовый анализ. М.: Бухгалтерский учет, 2002.

10. Ковалева А.М., Лапуста М.Г., Скамай Л.Г. Финансы фирмы: Учебник. 2-е изд. испр. и доп. М.: ИНФРА-М, 2002.

11. Крейнина М.Н. Управление движением дебиторской и кредиторской задолженности предприятия // Финансовый менеджмент. 2001. № 3.

12. Савчук В.П., Прилипко С.И., Величко Е.Г. Анализ и разработка инвестиционных проектов: Учеб. пособие. Киев: Абсолют-В Эльга, 2000.

13. Щиборщ К.В. Бюджетирование деятельности промышленных предприятий в России. М.: ДиС, 2003.

Арутюнов Юрий Аванесович

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Учебное пособие

Санитарно-эпидемиологическое заключение
№ 77.99.02.953.Д.005703.09.04 от 14.09.2004 г.

Подписано в печать 18.08.2005.
Формат 60×90/16. Печать офсетная. Бумага газетная.
Усл. печ. л. 20,0. Тираж 3000 экз. Заказ № 2178.

ЗАО «КНОРУС», 129110, Москва, ул. Большая Переяславская, 46.
Тел.: (095) 680-7254, 680-0671, 680-1278.
E-mail: office@knorus.ru http://www.book.ru

Отпечатано в полном соответствии с качеством предоставленных диапозитивов
в ОАО «Тверской ордена Трудового Красного Знамени
полиграфкомбинат детской литературы им. 50-летия СССР»,
170040, г. Тверь, проспект 50 лет Октября, 46.

ИЗДАТЕЛЬСКИЙ ТОРГОВЫЙ ДОМ «КНОРУС»

КНОРУС

КНИГИ ПО ВСЕМ ОТРАСЛЯМ ЗНАНИЙ

- 11 лет на книжном рынке
- 25 000 наименований литературы
  деловой, учебной и справочной тематики
- 600 поставщиков книжной продукции
  из крупнейших городов РФ и региональных центров России и стран СНГ
- Комплектование на основе индивидуальных заказов
- Информационная и техническая поддержка клиентов
- Складские, транспортные услуги
- Заказ книг в режиме on-line на www.book.ru

Оптовая продажа: Россия, 129110, Москва,
ул. Большая Переяславская, д. 46
тел./факс: (095) 680-02-07, 680-72-54, 680-91-08,
680-12-78, 680-06-71
e-mail: office@knorus.ru

Магазин «Учебная литература»: Москва, Сокольнический вал, 2-б
тел./факс: (095) 264-27-73.
e-mail: shop@knorus.ru

Интернет-магазин: www.book.ru

ИЗДАТЕЛЬСТВО **КНОРУС** ПРЕДСТАВЛЯЕТ



Анализ и оценка кредитоспособности заемщика

Ендовицкий Д.А., Бочарова И.В.

Учебно-практическое пособие. — 2005

Рассматриваются теоретические и прикладные вопросы комплексного анализа кредитоспособности заемщика, дается сравнительная оценка известных методических подходов к анализу кредитоспособности хозяйствующего субъекта, выявляются проблемы представления полной и достоверной отчетной и внеучетной информации, описываются организационные этапы и процедуры экспертизы кредитной заявки, предлагаются оригинальные методики анализа кредитных рисков, анализа выполнения требований по обеспечению кредита, комплексной оценки кредитоспособности заемщика с присвоением ему соответствующего класса надежности.

Для студентов, аспирантов и преподавателей экономических факультетов и вузов, слушателей учебно-методических центров аттестации профессиональных бухгалтеров, финансовых менеджеров и аудиторов, а также для учетно-финансовых работников организаций и кредитных аналитиков коммерческих банков.

ISBN 5-85971-128-X	272 с., обложка	код 105432	100-00 руб.	ст. 20



Бюджет и бюджетная политика в РФ

Ковалева Т.М., Барулин С.В.

Учебное пособие. — 2005

Раскрываются основополагающие теоретические понятия в области бюджета: финансы, бюджетная и налоговая политика, бюджетное право, бюджетный менеджмент. Даются характеристики основных процессов функционирования бюджетной системы Российской Федерации в целом и региональных бюджетов.

Для студентов, аспирантов, преподавателей экономических факультетов и вузов, слушателей системы послевузовского образования, а также для экономистов, бухгалтеров, и руководителей организаций.

ISBN 5-85971-038-0	208 с., обложка	код 98357	60-00 руб.	ст. 28



Международные валютно-финансовые отношения

Суэтин А.А.

Учебник. — 2-е изд., испр. и доп. — 2005



Рассматривается история становления и развития мировой валютной системы, а также балансы международных расчетов, в частности платежный баланс, и методы их анализа. Освещаются вопросы валютного регулирования, валютные риски и их страхование. Изучаются валютные операции, в том числе операции «форвард», операции с опционом и операции «своп», международные расчеты, финансовые и коммерческие документы. Материал учебного пособия базируется на богатом международном опыте в области валютно-финансовых отношений. Во второе издание включена новая глава, посвященная мировому кредитному рынку.

Для студентов, аспирантов и преподавателей экономических факультетов и вузов, слушателей системы послевузовского образования, менеджеров организаций, занимающихся валютно-финансовыми операциями, работников банков.

ISBN 5-85971-118-8	288 с., обложка	код 98359	56-00 руб.	ст. 24

ИЗДАТЕЛЬСТВО **КНОРУС** ПРЕДСТАВЛЯЕТ



Методы управления инновационной деятельностью

Васильева Л.Н., Муравьева Е.А.

Учебное пособие. — 2005

Излагаются вопросы управления инновационной деятельностью, в том числе проблемы прогнозирования в инновационном менеджменте. Существенное внимание уделяется математическому обеспечению управления проектами на базе сетевого моделирования. Наряду с классическими методами сетевого планирования и управления рассмотрено решение ряда актуальных задач с использованием оригинальных алгоритмов. Представлен обзор возможностей современных специализированных программных продуктов по управлению проектами.

Для лучшего усвоения материала к разделам каждой главы приводятся контрольные вопросы.

Для студентов, аспирантов и преподавателей вузов, слушателей системы послевузовского образования, а также для практиков, занимающихся управлением инновационной деятельностью.

ISBN 5-94761-032-9	320 с., обложка	код 94085	90-00 руб.	ст. 16



Основы менеджмента

Макашева З.М.

Учебное пособие. — 2004

Рассматриваются методологические и организационно-экономические основы менеджмента, его технология, в частности построение процесса управления. Большое внимание уделяется вопросам управления персоналом. Использован богатый отечественный и зарубежный опыт в области менеджмента. Приводятся многочисленные практические примеры. Даны контрольные вопросы для проверки усвоения материала.

Для студентов, аспирантов и преподавателей вузов, а также для тех, кто интересуется вопросами менеджмента.

ISBN 5-94761-031-9	272 с., обложка	код 85530	70-00 руб.	ст. 20



Производственный менеджмент

Джурабаев К.Т., Гришин А.Т., Джурабаева Г.К.

Учебное пособие. — 2005

Рассматривается комплекс проблем, связанных с интеграционными процессами в производственном менеджменте, которые ориентированы на использование корпоративных информационных систем на базе ERP-решений и сбалансированной системы показателей как инструментов эффективного управления промышленным предприятием.

Происходящие изменения являются глобальными, их изучение позволяет проследить становление и развитие продуктовой стратегии предприятия, проанализировать системную интеграцию организации производства и производственного менеджмента, оценить эффективность функционирования гибких производственных систем.

Для студентов, аспирантов, преподавателей вузов и слушателей системы послевузовского образования, а также для широкого круга руководителей и специалистов, работающих в области создания конкурентоспособного производства.

ISBN 5-85971-107-7	416 с., обложка	код 105434	120-00 руб.	ст. 16

ИЗДАТЕЛЬСТВО **КНОРУС** ПРЕДСТАВЛЯЕТ



Планирование на предприятии

Бабич Т.Н., Кузьбожев Э.Н.

Учебное пособие. – 2005

Освещаются теория и практика планирования на промышленном предприятии с учетом современных реалий российской экономики. Предложена оригинальная методология синхронизации сбыта и снабжения, технологически и финансово связанных с производством, работающим в конкурентной среде. Планирование сопряженных процессов *(производства, снабжения и сбыта), рассматривается как процесс, ориентированный* на финансовый результат. Кроме методов планирования комплексно описаны методы исследования систем управления, разработки управленческих решений и стратегического менеджмента. Приведен сквозной пример расчетов, апробированных на машиностроительном заводе. Для лучшего усвоения материала к каждому параграфу даны контрольные вопросы.

Для студентов, аспирантов, преподавателей экономических факультетов и вузов, слушателей системы послевузовского образования, а также для экономистов, бухгалтеров и руководителей организаций.

ISBN 5-85971-034-8	336 с., обложка	код 92494	80-00 руб.	ст. 16



Прогнозирование и планирование в сфере сервиса

Ерохина Л.И., Башмачникова Е.В.

Учебное пособие. – 2004

В учебном пособии отражены современные методы прогнозирования и планирования в сфере сервиса.

Для студентов, аспирантов и преподавателей вузов, слушателей системы послевузовского образования, а также специалистов в области туризма и сервиса.

ISBN 5-94761-044-2	224 с., обложка	код 83010	50-00 руб.	ст. 28



Сборник бизнес-планов: С рекомендациями и комментариями

Под ред. В.М. Попова и С.И. Ляпунова

Учебно-методическое пособие. – 5-е изд., перераб. – 2005

Продемонстрирован процесс бизнес-планирования на фирме. Приведены реальные бизнес-планы организаций различных сфер деятельности, реализация которых позволила их разработчикам достичь высокого коммерческого успеха, а инвесторам получить значительный доход. Приведены типовые формы документации, отвечающей требованиям международного бизнеса. Дан анализ типовых ошибок в разработке бизнес-планов. Определено направление квалифицированной разработки плана развития бизнеса фирмы.

Для студентов, аспирантов и преподавателей экономических факультетов и вузов, а также бухгалтеров, экономистов, менеджеров и специалистов, занимающихся подготовкой экспертизы и реализации бизнес-планов.

ISBN 5-94761-001-9	336 с., обложка	код 103600	60-00 руб.	ст. 20

ИЗДАТЕЛЬСТВО **КНОРУС** ПРЕДСТАВЛЯЕТ



Маркетинг: основы теории и практики

Беляев В.И.

Учебник. — 2005

Результаты деятельности больших и малых предприятий в условиях рыночной экономики во многом определяются уровнем организации их маркетинговой деятельности. Поэтому реформирование систем управления российских предприятий в первую очередь следует связывать именно с маркетингом.

В учебнике излагаются основные идеи, рассматриваются проблемы, а также методы маркетинга и практика их применения в специфической среде российских предприятий.

Для студентов, аспирантов и преподавателей экономических факультетов и вузов, для дистанционного обучения, для слушателей системы послевузовского образования и для самостоятельного изучения маркетинга, а также для руководителей и специалистов организаций.

ISBN 5-85971-148-4 | 672 с., переплет | код 100816 | 180-00 руб. | ст. 10



Теория и практика маркетинга

Кузьмина Е.Е., Шаляпина Н.М.

Учебник. — 2005

Учебник представляет собой базовый курс дисциплины «Маркетинг», разработанный в соответствии с ГОС сп. 061500.

Теоретическая часть учебника дополнена практикумом, содержащим контрольные вопросы, тестовые и тренировочные задания, что позволит студентам самостоятельно проверить и закрепить полученные знания.

Для студентов экономических специальностей, изучающих маркетинг, аспирантов и преподавателей вузов, слушателей системы послевузовского образования, может использоваться для дистанционного обучения.

ISBN 5-85971-148-4 | 672 с., переплет | код 100816 | 180-00 руб. | ст. 10



Управление маркетингом

Крюков А.Ф.

Учебное пособие. — 2005

Рассматриваются теоретические основы и приемы управления маркетингом в организации на корпоративном уровне. Проводится анализ процессов регулирования конкуренции. Значительное внимание уделено изучению поведения потребителей, управления движения товаром, особенностей маркетинговых каналов, а также приемов ценообразования и контроля для достижения конкурентных преимуществ в работе на рынке.

Для студентов, аспирантов и преподавателей вузов, слушателей системы послевузовского образования, а также для специалистов в области маркетинга и руководителей организаций.

ISBN 5-85971-081-X | 368 с., обложка | код 104293 | 100-00 руб. | ст. 16



Менеджмент в туризме и гостиничном хозяйстве

Чудновский А.Д., Жукова М.А.

Учебное пособие. — 2005

Рассматриваются вопросы управления организациями индустрии туризма, а также гостинично-туристским комплексом. Большое внимание уделяется инфраструктуре туризма и гостеприимства, методам управления туристскими фирмами и процессу формирования туристского продукта. Значительное место отведено материалам, посвященным транспортному обеспечению туристской деятельности, управлению кадрами в туризме и гостиничном хозяйстве, рекламе и выставочной деятельности. Детально анализируется положение на рынке услуг туризма и гостеприимства. В каждой главе приводятся практические примеры и контрольные вопросы.

Для студентов, аспирантов, преподавателей вузов и слушателей системы послевузовского образования, а также специалистов организаций, работающих в индустрии туризма и гостеприимства.

ISBN 5-85971-101-8	320 с., обложка	код 98365	100-00 руб.	ст. 16



Менеджмент в туристском бизнесе

Жукова М.А.

Учебное пособие. — 2005

Изучается теория и практика организации туристского бизнеса. Приведены примеры реальных ситуаций, в которых оказываются организации индустрии туризма. Рассматриваются вопросы достижения конкурентных преимуществ на рынке туризма, в частности проблемы управления брендом туристской организации, другие маркетинговые мероприятия. Большое внимание уделяется управлению персоналом туристской организации.

Для студентов, аспирантов, преподавателей вузов и слушателей системы послевузовского образования, а также для предпринимателей-практиков, работающих в туризме, и сотрудников туристских организаций.

ISBN 5-85971-074-7	192 с., обложка	код 94076	55-00 руб.	ст. 28



Практикум по организации и менеджменту туризма и гостиничного хозяйства

Косолапов А.Б., Елисеева Т.И.

Учебное пособие. — 2005

Рассматриваются практические вопросы организации работы туристских и гостиничных предприятий в условиях российского рынка услуг. Особое внимание уделяется менеджменту туризма, юридическим, пограничным и таможенным формальностям, а также средствам размещения туристов при прохождении ими зарубежных и внутренних маршрутов. Содержание учебного пособия соответствует программам дисциплин «Организация и менеджмент туризма» и «Организация гостиничного хозяйства», частично охватывает вопросы дисциплин «Международный туризм», «Инфраструктура туризма» и «Внутренний туризм».

Для студентов, аспирантов и преподавателей вузов, работников индустрии туризма.

ISBN 5-85971-132-8	208 с., обложка	код 105599	65-00 руб.	ст. 28

ИЗДАТЕЛЬСТВО **КНОРУС** ПРЕДСТАВЛЯЕТ



Управление индустрией туризма

Чудновский А.Д., Жукова М.А., Сенин В.С.

Учебное пособие. — 2-е изд. — 2005

Анализируются современное состояние мирового и российского туристских рынков, особенности туристского продукта, отличающие его от других товаров. Дается характеристика современного потребителя и его требований к туристскому продукту. Рассматривается организация управления туристским комплексом на различных уровнях как в России, так и за рубежом. Описаны основные функции туристской организации по формированию туристского продукта, его продвижению и сбыту. Особое внимание уделяется вопросам взаимовыгодного сотрудничества туристских фирм и организаций — поставщиков услуг, поскольку туристский продукт создается усилиями многих организаций, каждая из которых имеет собственные методы работы, специфические потребности и различные коммерческие цели.

Для студентов, аспирантов, преподавателей вузов и слушателей системы послевузовского образования, а также специалистов, работающих в индустрии туризма.

ISBN 5-85971-187-5	448 с., обложка	код 109045	110-00 руб.	ст. 12



Экономика и организация туризма. Международный туризм

Забаев Ю.В. и др.

Учебное пособие. — 2005

Всесторонне рассматривается международный туризм как феномен и индустрия, в частности, его виды и факторы, влияющие на туристские потоки. Подробно анализируются составляющие индустрии международного туризма: предприятия размещения и питания, транспорт, туроператоры и агенты и др. Излагаются принципы экономики туризма, менеджмента и маркетинга. Описываются понятия и разновидности туристского рынка и механизмы его регулирования.

Обобщен опыт практической и преподавательской работы, руководства дипломниками и аспирантами в ведущих вузах. Приводятся многочисленные практические примеры. Для лучшего усвоения материала к каждой главе даны контрольные вопросы.

Для студентов, аспирантов и преподавателей вузов, слушателей системы послевузовского образования, а также работников отрасли, федеральных и региональных органов.

ISBN 5-85971-123-9	576 с., переплет	код 105601	170-00 руб.	ст. 8



ИЗДАТЕЛЬСТВО «ПРОСПЕКТ»

ПРОСПЕКТ

111020, Москва, ул. Боровая, д. 7, стр. 4
(095) 967-15-72
e-mail: sale@prospekt.org mail@prospekt.org
www.prospekt.org

97-50

ИЗДАТЕЛЬСКИЙ ТОРГОВЫЙ ДОМ «КНОРУС»

КНОРУС

ИНТЕРНЕТ-МАГАЗИН WWW.BOOK.RU

25 000 наименований книг в режиме on-line!

Книги по всем отраслям знаний

Самая актуальная литература для студентов и специалистов-практиков

Сотни новинок каждую неделю

E-mail рассылка новых поступлений

Курьерская доставка

по Москве, Московской обл., Санкт-Петербургу, Калининграду

Почтовая доставка

по всей территории России, странам СНГ и за рубеж

Формы оплаты

наличная, безналичная оплата, наложенный платеж,
почтовый и телеграфный перевод,
Webmoney, CyberPlat, PayCash, Credit Pilot, все виды кредитных карт

ЖДЕМ ВАС В ИНТЕРНЕТ-МАГАЗИНЕ WWW.BOOK.RU!

Ю. А. АРУТЮНОВ

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

ISBN 5-85971-212-X