

Е.В.ВОСТОКОВ, В.В. ЛОВЦЮС

ФИНАНСЫ

ЧАСТЬ 2

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ НА ПРЕДПРИЯТИИ

УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ

«Линк»

Санкт-Петербург

2008

УДК 658.14/17
ББК У9(2)0-56
В73

Рецензент:

Белых А.А. – доктор экономических наук, Директор по работе с клиентами и филиальной сетью ОАО «Банк Санкт-Петербург»

В73 Финансы Часть 2. Финансовый менеджмент на предприятии. Учебное пособие / Востоков Е.В., Ловцюс В.В. – СПб, Издательство «Судостроение», 2008. – 325 стр.

ISBN 978-5-7355-0711-6

Учебное пособие охватывает широкий круг вопросов, связанных с управлением финансами на предприятии. В нем рассматриваются вопросы, связанные с анализом финансового состояния предприятия, управлением финансами на уровне корпорации, а также финансового планирования. Рассмотрены вопросы использования управленческого учета на базе МСФО.

Пособие предназначено для изучения вопросов, рассматриваемых в курсах «Финансы, денежное обращение и кредит» и «Финансовый менеджмент», студентами, обучающихся на экономических специальностях, а также на широкий круг читателей, заинтересованных в изучении современных методов управления финансами предприятия. Пособие снабжено контрольными вопросами для самопроверки и списком рекомендуемой литературы.

**УДК 658.14/17
ББК У9(2)0-56**

ISBN 978-5-7355-0711-6

© Востоков Е.В., Ловцюс В.В., 2008

СОДЕРЖАНИЕ

1. ФИНАНСЫ ПРЕДПРИЯТИЯ И ИХ ОТРАЖЕНИЕ В БУХГАЛТЕРСКОЙ ОТЧЕТНОСТИ	5
1.1. Финансы предприятия и управление ими	5
1.2. Финансовые потоки предприятия	7
1.3. Классификация входных финансовых потоков	8
1.4. Классификация выходных финансовых потоков	9
1.5. Способы построения потока денежных средств и методы представления их движения	11
1.6. Баланс предприятия	18
1.7. Активы баланса и оценка их ликвидности	22
1.8. Трансформация российского баланса в форму, соответствующую МСФО	34
1.9. Отчет о прибылях и убытках по РСБУ и МСФО	48
2. АНАЛИЗ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ	52
2.1. Основные цели и задачи финансового анализа	52
2.2. Основные типы моделей используемые в финансовом анализе и исходные данные для их построения	54
2.3. Анализ ликвидности баланса предприятия	57
2.3.1. Понятие ликвидности баланса	57
2.3.2. Абсолютные показатели ликвидности	58
2.3.3. Коэффициенты текущей ликвидности (платежеспособности)	60
2.3.4. Коэффициенты долгосрочной ликвидности	64
2.4. Анализ деловой активности предприятия	67
2.4.1. Общая характеристика показателей деловой активности	67
2.4.2. Показатели времени оборота текущих активов предприятия	69
2.4.3. Показатели обеспеченности	73
2.4.4. Показатели времени оборота пассивов предприятия	76
2.5. Анализ результативности деятельности предприятия	78
2.5.1. Общая характеристика показателей результативности	78
2.5.2. Показатели отдачи деятельности предприятия	83
2.5.3. Показатели текущей операционной прибыльности предприятия	86
2.5.4. Показатели операционной прибыльности	87
2.5.5. Показатели прибыльности	89
2.5.6. Показатели рентабельности	92
2.5.7. Показатели чистой рентабельности	93
2.5.8. Показатели доходности	95
2.6. Анализ качества прибыли	96
2.7. Оценка класса заемщика	99
2.7.1. Общие подходы к оценке класса заемщика	99
2.7.2. Определение класса заемщика по показателям ликвидности	100
2.7.3. Определение класса заемщика по показателям эффективности	101
2.8. Оценка предельных размеров кредитования на основе ликвидности предприятия	102
2.8.1. Определение максимального размера краткосрочного кредита	102
2.8.2. Определение максимального размера долгосрочного кредита	104
3. ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ	105
3.1. Цель, задачи и методы финансового планирования	105
3.2. Прогнозирование финансового состояния предприятия	108
3.3. Долгосрочное финансовое планирование	115
3.3.1. Цели и задачи долгосрочного финансового планирования	115
3.3.2. Инвестиционная часть долгосрочного финансового плана	118
3.3.3. Критерии оценки инвестиционных проектов и инвестиционного портфеля	121
3.3.4. Разработка основных документов долгосрочного финансового плана	131
3.3.5. Анализ рисков и чувствительности долгосрочного финансового плана	140
3.4. Бюджетирование	149
3.5. Оперативное и календарное финансовое планирование	169
4. УПРАВЛЕНИЕ ПАССИВАМИ	172
4.1. Общие основы управления пассивами предприятия	172
4.1.1. Экономическая сущность пассивов предприятия	172
4.1.2. Оптимизация структуры пассивов	174
4.2. Управление собственным капиталом	183

4.2.1.	Основные задачи политики формирования собственного капитала	183
4.2.2.	Оценка стоимости отдельных элементов собственного капитала	185
4.2.3.	Дивидендная политика.....	188
4.2.4.	Эмиссионная политика	193
4.2.5.	Заключительные замечания.....	195
4.3.	Управление заемным капиталом	196
4.3.1.	Формирование политика привлечения заемных средств.....	196
4.3.2.	Оценка стоимости привлечения заемных средств.....	198
4.3.3.	Заключительные замечания.....	201
4.4.	Управление товарными кредитами.....	202
4.5.	Управление внутренней кредиторской задолженностью	205
5.	УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ	207
5.1.	Управление текущими активами	207
5.1.1.	Задачи оперативного управления оборотными активами и пассивами	207
5.1.2.	Управление формированием запасов.....	211
5.1.3.	Управление дебиторской задолженностью.....	216
5.1.4.	Управление денежными активами.....	219
5.2.	Управление внеоборотными активами.....	225
5.2.1.	Задачи управления внеоборотными активами.....	225
5.2.2.	Анализ состояния внеоборотных активов.....	226
5.2.3.	Управление дезинвестициями внеоборотных активов	228
6.	ЛИТЕРАТУРА.....	231

1. ФИНАНСЫ ПРЕДПРИЯТИЯ И ИХ ОТРАЖЕНИЕ В БУХГАЛТЕРСКОЙ ОТЧЕТНОСТИ

1.1. Финансы предприятия и управление ими

В первой части настоящего пособия финансы были рассмотрены на уровне государства, а также специальных финансовых учреждений, которые занимаются привлечением и продажей финансовых инструментов на рынке. Задача второй части книги описать управление финансами на предприятии.

Задача управления финансами на уровне предприятия заключается в том, чтобы обеспечить привлечение достаточного для развития предприятия финансовых средств и эффективное их использование для достижения стратегических и тактических целей организации. Иными словами, задача управления финансами разбивается на следующие подзадачи:

- 1) оценить, сколько финансовых средств необходимо для достижения поставленных стратегических целей и нормального текущего функционирования предприятия;
- 2) определить достаточно ли для этого тех денежных средств, которые уже имеются у предприятия, или которые могут быть им получены в результате хозяйственной деятельности;
- 3) обеспечить, в случае необходимости, привлечение дополнительных финансовых средств из различных источников, стараясь при этом уменьшить рост обязательств предприятия перед сторонними лицами;
- 4) выбрать наиболее рациональные способы использования временно свободных денежных средств;
- 5) уменьшить финансовую зависимость фирмы от сторонних организаций и физических лиц.

Финансы предприятия формируются за счет его вступления в финансовые отношения со сторонними юридическими и физическими лицами, а также со своими учредителями и работниками. Под *финансовыми отношениями*, в данном случае понимаются такие взаимодействия, которые приводят к увеличению или уменьшению финансовых средств предприятия, а также к изменению объемов его финансовых активов и финансовых обязательств. Поэтому, в финансовые отношения предприятия входит только с независимыми от него экономическими агентами. Финансовые отношения с основными агентами представлены на рис. 1.1.

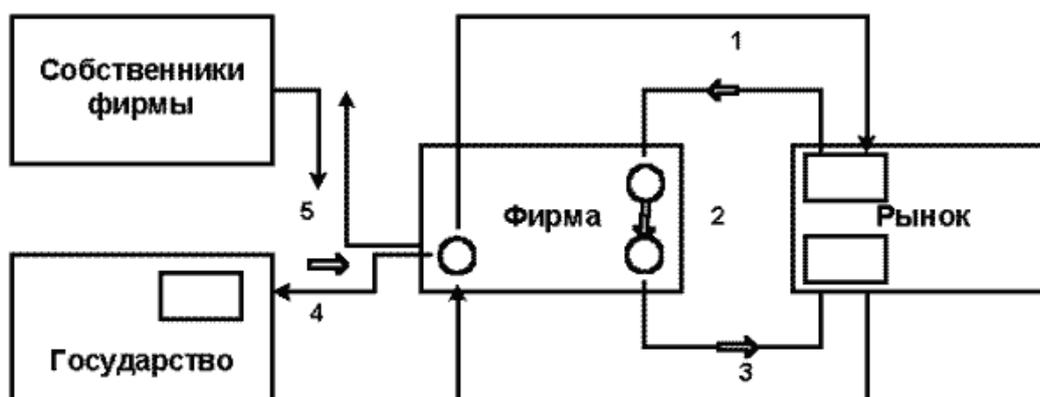


Рис. 1.1. Направления финансовых взаимоотношений с основными агентами

Все отношения, связанные с распределением денежных и иных финансовых средств внутри предприятия между его подразделениями, не являются финансовыми отношениями. Их можно было бы назвать условными финансовыми отношениями.

При управлении финансами предприятия, стараются придерживаться изложенных ниже 5 основных принципов.

- 1) *саморегулирования финансовой деятельности*, в соответствии с которым предприятия самостоятельно принимает решения о направлениях использования имеющихся финансовых ресурсов и способов их привлечения
- 2) *самокупаемости*, т.е. выручка предприятия должны быть достаточны для покрытия текущих издержек и простого воспроизводства.
- 3) *самофинансирования*, в соответствии с которым доходы предприятия и привлекаемые им самостоятельно денежные средства должны быть достаточны не только для простого, но и для расширенного воспроизводства. Таким образом, основой самофинансирования является как выручка предприятия, так и привлеченные на финансовом рынке средства за счет размещения на нем новых долевых и долговых инструментов, эмитированных предприятием.
- 4) *деления капитала на собственный и заемный*. В соответствии с этим принципом, привлечение заемного капитала (кредитов, эмиссии облигаций и т.д.) должно обеспечить рост доходов (в настоящее время или в будущем) собственникам предприятия.
- 5) *формирования финансовых резервов*, обеспечивающих устойчивость предприятия к неблагоприятному изменению внешних условий, прежде всего экономического характера.

Под *механизмом реализации управления финансами* понимают совокупность функций и методов их реализации, обеспечивающих управление финансовой деятельностью на предприятии. К числу функций управления финансами относятся: прогнозирование, планирование, контроль расхода и прихода финансовых средств, учет их расхода и прихода, анализ поступления и использования денежных средств, а также организация финансовой деятельности на предприятии.

За организацию управления финансами в соответствии с Гражданским Кодексом, отвечает директор предприятия. Непосредственное управление финансовой деятельностью осуществляет главный бухгалтер или финансовый директор совместно с главным бухгалтером. Российское законодательство фактически не дает возможность реализовывать широко применяемую за рубежом схему, когда финансовый директор руководит управлением финансами корпорации, а главный бухгалтер находится в его подчинении. Сравнительно мало распространен в России и институт финансовых контролеров, которые, подчиняясь непосредственно директору, ревизуют деятельность финансовых подразделений. В подчинении финансовых директоров обычно бывают специальные службы, работники которых выполняют основные функции по управлению финансами.

Важной частью механизма реализации управления финансами является *нормативно-правовое обеспечение*, которое включает как внешние инструктивные документы - законы, указы, постановления, письма, и т.д., так и внутренние нормативные акты – Устав, штатное расписание, положения о премировании, инструкции и т.д.

Нормативное обеспечение – инструкции, методические указания, нормы, нормативы.

Еще одной составляющей механизма управления финансами является *информационное обеспечение*, построенное на базе внутреннего учета значимой для его реализации информации (сведения о расходах, доходах, состоянии производства, основных средств и т.д.), а также сбора информации характеризующей рыночные, коммерческие и иные аспекты внешней среды, существенные для его развития.

1.2. Финансовые потоки предприятия

Вступая в финансовые отношения со сторонними экономическими агентами, предприятие формирует *потоки финансовых средств (финансовые потоки)*, под которыми понимается совокупность платежей осуществляемых предприятием или в его пользу за определенный период, объединенных единством по средствам, формам и видам платежа.

Основным финансовым потоком является поток *денежных средств*, в который согласно Международным стандартам финансовой отчетности (МСФО) включаются денежные средства в кассе, на расчетном, валютном и специальных счетах, а также эквиваленты денежных средств. *Эквиваленты денежных средств* - это краткосрочные, высоколиквидные вложения, легко обратимые в определенную сумму денежных средств, и подвергающиеся незначительному риску изменения ценности. Обычно в мировой практике в качестве эквивалентов денежных средств рассматриваются государственные или корпоративные облигации со сроком до трех месяцев.

Все финансовые потоки делятся на: *входные* – описывающие поступление финансовых средств предприятию и *выходные*, показывающие расход финансовых средств предприятием. В России существует бухгалтерская отчетность только по входным и выходным денежным потоком, причем российским стандартом бухгалтерской отчетности (РСБУ) эквиваленты денежных средств не включаются в потоки денежных средств.

Все финансовые потоки могут делиться на подпотоки, не только по направлению платежа, но и по назначению платежа, форме платежа и т.д. Подпотоки микроуровня могут строиться по конкретному поставщику или потребителю, видам товаров, услуг и т.д.

В соответствии с международными стандартами потоки денежных средств делятся на операционный, инвестиционный и финансовой деятельности. *Операционный поток денежных средств*, описывает их получение и расходование в рамках осуществления основной текущей

деятельности предприятия. *Инвестиционный поток* которая включает: (1) приобретение и реализацию инвестиций и долгосрочных активов и (2) предоставление кредитов и возврат средств, предоставленных в кредит; Наконец, *потоку финансовой деятельности*, который затрагивает статьи обязательств и капитала, в том числе: (1) получение денежных средств от выпуска долговых инструментов и погашение заемных средств, (2) получение денежных средств от эмиссии акций или других долевых инструментов.

Потоки денежных средств по РСБУ отражаются в форме Ф-4 "Отчет о движении денежных средств" и также делятся на *текущий, инвестиционный и финансовый*. Однако при близости терминологии экономический смысл в РСБУ И МСФО несколько различен. В частности, в инвестиционную деятельность в российских стандартах включена деятельность, связанная с выпуском долговых ценных бумаг долгосрочного характера, что по МСФО относится к финансовой деятельности.

1.3.Классификация входных финансовых потоков

В основе классификации входных денежных потоков лежит деление на основные источники формирования доходов предприятия.

Во входной операционный поток входят следующие составляющие:

1.Поток денежных средств от реализации товаров и услуг.

В рамках этого финансового потока выделяются подпотоки:

- подпоток платежей по текущим операциям, под которым понимается совокупность средств, вырученных предприятием при реализации товаров и услуг, оплата которых происходит одновременно или почти одновременно с поставкой продукции (спотовый поток);
- подпоток погашения дебиторской задолженности и выданных товарных кредитов, т.е. это денежные средства, которые получаются от продажи продукции (товаров, услуг) в кредит (подпоток продажи в кредит);
- подпоток авансовых платежей, в рамках которого учитываются денежные средства полученные за еще нерезализованную продукцию

1. *Процентный поток*, в который входят средства, получаемые от действий, совершенных в результате выдачи кредитов и вложения в долевые инструменты. В него входят дивиденды, полученные от вложений в долевые инструменты, процентные платежи по ценным бумагам (облигациям и т.п.), а также проценты по выданным кредитам и займам.

Во входной инвестиционный поток входят:

2. *Возвратный кредитный поток*, которые предприятие получает в результате возврата ему выданных ссуд, депозитов, а также погашения облигаций и аналогичных ценных бумаг.
3. *Имущественный поток*, в который входят средства, вырученные от реализации имущества предприятия. В этот поток попадают все средства вырученные предприятием от продажи имеющихся у него активов. В том числе:

- от реализации основных средств, имевшихся у предприятия;
 - от реализации нематериальных активов;
 - от реализации имевшихся запасов сырья и материалов (неликвидов).
4. *Фондовый поток*, в который включаются средства, вырученные от продажи предприятием акций и паев, а также долговых ценных бумаг, продаваемых до момента их погашения.

В поток финансовой деятельности входят доходы, полученные предприятием от различных финансовых операций. В рамках этого потока выделяют:

1. *Заемный поток*, формируемый за счет привлечения заемных средств в виде кредитов и ссуд, а также размещения облигаций и других долговых инструментов;

2. *Прямой инвестиционный поток*, в который входят денежные средства, привлекаемые предприятием в уставной капитал за счет продажи собственных акций, паев и других долевых инструментов.

3. *Субсидиарный поток*, в который попадают денежные средства, полученные в виде:

- финансовой (благотворительной) помощи, оказываемой органами государственного управления или другими организациями;
- грантов на выполнение определенных видов работ;
- субсидий на осуществление деятельности конкретной организации (для бюджетных организаций это основной поток);
- компенсаций со стороны государства или вышестоящих организаций, за выполнение убыточной, но важной для общества (организации) деятельности.

4. *Возвратный налоговый поток*, состоящий из возврата переплаченных налогов (например, возврат НДС экспортерам).

5. *Юридический поток*, состоящий из полученных предприятием денежных средств:

- от штрафов и пени, получаемых предприятием;
- компенсации, полученные в результате выигрыша юридических процессов.

6. *Экстраординарных платежей*, в которые все остальные платежи в пользу предприятия.

1.4. Классификация выходных финансовых потоков

Также как входные финансовые потоки, выходные финансовые потоки классифицируются по видам деятельности предприятия.

Основными потоками, соответствующими операционной деятельности являются:

1. *Поток платежей за товары и услуги*, в который входят все денежные

выплаты, связанные с оплатой товаров и услуг, предназначенных для основной хозяйственной деятельности предприятия, и при этом они не являются элементами инвестиций во внеоборотные активы предприятия. По форме оплаты в рамках этого потока можно выделить следующие подпотоки:

- подпоток погашения кредиторской задолженности по приобретенным товарам и услугам;
- спотовый подпоток, в который входят денежные средства, расходуемые на товары и услуги, приобретаемые и оплачиваемые в текущем периоде;
- подпоток авансовых платежей, за еще не поставленные, а иногда и не произведенные товары и услуги.

2. *Поток оплаты труда работников.* В рамках этого потока попадают все платежи, независимо от того, включаются они в себестоимость или нет, связанные с оплатой труда лиц, нанимаемых данным предприятием. Также как и предыдущий в рамках него можно выделить подпотоки авансовых и спотовых платежей, а также погашения кредиторской задолженности

3. *Поток налоговых платежей,* в который включаются все налоговые выплаты, государственные сборы и таможенные платежи, которые делает предприятие. Более мелкое деление возможно по видам налогов. Например,

- налоги, включаемые в себестоимость;
- отчисления во внебюджетные фонды (соц. начисления, которые тоже включаются в себестоимость);
- оборотные платежи и акцизы, НДС,
- таможенные пошлины и сборы;
- налог на имущество;
- налог на прибыль;
- прочие налоги и сборы.

4. *Процентный поток,* в который входят выплаты процентов по займам, кредитам и облигациям

5. *Поток операционных затрат,* в который попадают затраты связанные с получением выручки (комиссионные, фрахт, банковские платежи)

В состав потока инвестиционной деятельности входят:

1. *Имущественный поток,* который предусматривает расходование денежных средств на приобретение различного рода имущества и прав, т.е.

- приобретение основных средств;
- покупку нематериальных активов (патентов, лицензий, прочих прав).

2. *Кредитный поток,* в который включаются денежные средства, направляемые на выдачу кредитов и покупку долговых ценных бумаг.

3. *Фондовый поток, состоящий из* денежных средств, направляемых на приобретение долевых финансовых инструментов других организаций (акций, паев и т.п.)

В поток финансовой деятельности входят расходы, связанные с осуществлением предприятием различных финансовых операций. В рамках этого потока выделяют:

1. *Поток возврата займов* формируемый за счет платежей по погашению кредитов и займов, а также погашения облигаций и других долговых инструментов, выданных предприятием.

2. *Обратный инвестиционный поток*, в который входят денежные средства, направляемые предприятием на выкуп у акционеров (пайщиков), принадлежащих им акций, паев и других долевых инструментов.

3. *Субсидиарный поток*, в который попадают денежные средства, направленные на:

- благотворительную помощь,
- выдачу грантов на выполнение определенных видов работ,
- выдачу субсидий и компенсаций филиалам, за выполнение убыточной, но важной для предприятия (организации) деятельности

4. *Юридический поток*, состоящий из выплаченных предприятием денежных средств в виде:

- штрафов и пени;
- компенсаций, истцам по результатам проигрыша юридических процессов.

5. *Дивидендный поток*, в который попадают платежи дивидендов по всем видам акций и паев

6. *Поток экстраординарных платежей*, в который входят все остальные платежи предприятия.

1.5. Способы построения потока денежных средств и методы представления их движения

МСФО дает возможность выбора одного из двух следующих методов составления потоков денежных средств от операционной деятельности, что определяет в конечном итоге форму представления отчета о движении денежных средств:

- прямой метод, при котором раскрываются основные виды валовых денежных поступлений и валовых денежных платежей;
- косвенный метод, при котором информация о движении денежных средств от операционной деятельности раскрывается косвенно, через результаты операций неденежного характера.

В рамках прямого метода могут использоваться два его варианта. Первый из них носит название *кассового метода*.

Кассовый метод. Информация, необходимая для составления отчета о движении денежных средств по кассовому методу получается из первичной бухгалтерской отчетности, а также от других экономических служб, которые дают комментарии к тем или иным фактам, отраженным в бухгалтерской

отчетности (например, о выполнении работ и отгрузке товаров, по которым были получены авансы).

На первом этапе определяется чистый прирост или уменьшение денежных средств, т.е. разница между денежными средствами на начало и конец года.

На втором этапе платежи, полученные и совершенные в рамках основной деятельности, классифицируются по описанным выше статьям доходов и расходов. В результате в разделе «операционная деятельность» денежные поступления и выплаты отражаются по основным группам, а именно:

- *денежные поступления* от (IO₁) продажи товаров и услуг и (IO₂) процентов и дивидендов по ссудам и инвестициям;
- *денежные выплаты* по (PO₁) расчетам с поставщиками товаров и услуг, (PO₂) расчетам по оплате труда работников, (PO₃) процентам, операционных затрат (PO₅) и (PO₄) налогам.

В результате чистые денежные средства от операционной деятельности (NFO) определяются как разность между доходами и расходами:

$$\mathbf{NFO = IO_1 + IO_2 - PO_1 - PO_2 - PO_3 - PO_4 - PO_5} \quad \mathbf{(1.1)}$$

На третьем этапе определяются *чистые денежные средства от инвестиционной и финансовой деятельности*, также за счет использования данных первичной отчетности, классифицируя их по статьям, указанным в разделах 1.4 и 1.5.

В результате применения кассового метода получается так называемое *брутто представление (или представление в виде оборотной ведомости) движения денежных средств*. Основным достоинством подобного представления является то, что оно обычно содержит меньше всего ошибок, так как строится на основе первичной отчетности. Однако, оно отражает двойной счет, так как денежные средства, полученные от основной деятельности, могут многократно приходиться и уходить со счетов предприятия. Например, при получении выручки в валюте предприятие отмечает эти средства в разделе операционной деятельности. Затем часть из них конвертируется в национальную валюту и это должно отражаться в разделе инвестиционные затраты. Далее, валюта после конверсии возвращается на счета предприятия и отражается как доходы от инвестиционной деятельности. В результате может сложиться впечатление, что предприятие активно занималось фондовыми операциями, хотя ничего похожего в реальности не происходило. Фактически для получения денежных средств в национальной валюте предприятием были сделаны дополнительные операционные затраты, в виде комиссионных за конверсию части выручки. Брутто представление движения денежных средств представлено в табл. 1.

Вторым вариантом прямого метода является *метод прямого пересчета*. Основная информация для этого метода получается из форм отчетности, отражающих финансовую деятельность предприятия (форма Ф-2), бухгалтерского баланса (форма Ф-1), а также формы раскрывающей себестоимость производства и реализации продукции (форма 5 «З»), а также

налоговые декларации по различным налогам (Прежде всего НДС).

Таблица 1.1. Форма представления движения денежных средств в соответствии с МСФО

Статья	Обозначения	Период			
		1	2	3	4
Операционная деятельность					
<i>Денежные поступления</i>					
Выручка от продажи товаров и услуг	Ю1				
Полученные проценты по ссудам и дивиденды	Ю2				
<i>Денежные выплаты</i>					
Оплата товаров и услуг	РО1				
Оплата труда работников	РО2				
Налоговые платежи	РО3				
Процентные платежи	РО4				
Прочие операционные расходы	РО5				
Чистые денежные средства от операционной деятельности	NFO				
Инвестиционная деятельность					
<i>Денежные поступления</i>					
Продажи основных средств, нематериальных активов и другого имущества	И1				
Продажи ценных бумаг других компаний	И2				
Погашения основной суммы долга по ссудам, предоставленным другим организациям	И3				
<i>Денежные выплаты</i>					
Покупка основных средств и нематериальных активов	И1				
Покупка ценных бумаг других компаний	И2				
Предоставление кредитов другим организациям	И3				
Чистые денежные средства от инвестиционной деятельности	NFI				
Финансовая деятельность					
<i>Денежные поступления</i>					
Продажа собственных акций	ИФ1				
Получение займов и эмиссия долговых инструментов	ИФ2				
Субсидии, гранты, субвенции	ИФ3				
Возвратные налоговые платежи	ИФ4				
Штрафы, пени, компенсации полученные	ИФ5				
Прочие экстраординарные платежи	ИФ6				
<i>Денежные выплаты</i>					
Дивиденды акционерам	ИФ1				
Погашение долговых инструментов	ИФ2				
Выкуп собственных обыкновенных акций	ИФ3				
Благотворительная помощь оказанная	ИФ4				
Штрафы, пени, компенсации полученные	ИФ5				
Прочие экстраординарные платежи	ИФ6				
Чистые денежные средства от финансовой деятельности	NFF				
Денежные средства на начало	C0				
Денежные средства на конец	C1=C0+NFO+NFI+NFF				

На первом этапе восстанавливается объем полученной предприятием выручки (IO1), используя следующую формулу:

$$IO_1 = V + VATS + AR_0 - AR_1 + AD_1 - AD_0, \quad (1.2)$$

где **V** – выручка от реализации, отраженная в форме 2 бухгалтерской отчетности, **VATS** – налог на добавленную стоимость полученный от спотовой реализации товаров и в авансовых платежах, **AR₀**, **AR₁** – дебиторская задолженность на начало периода и на конец периода соответственно, **AD₀**, **AD₁** – авансы полученные на начало и конец периода соответственно.

Процентные и дивидендные поступления должны отражаться в форме Ф-2 и их размер берется из этого источника.

Затем пересчитываются денежные выплаты по расчетам за поставку товаров и услуг (**PO₁**), которая определяется следующим образом:

$$PO_1 = C - D + INM_1 - INM_0 + VATP - W - SP - TC + (PP_1 - PP_0) \cdot m_1 + (IFG_1 - IFG_0) \cdot m_2 + AP_0 - AP_1 + AV_1 - AV_0 \quad (1.3)$$

где **C** – себестоимость реализованной продукции отраженная в форме Ф-2; **D** – размер амортизационных отчислений (может быть получен из формы 5-«З»); **W** – оплата труда (может быть получен из формы 5-«З»); **SP** – платежи по единому социальному налогу (может быть получен из формы 5-«З»); **TC** – налоговые платежи включаемые в себестоимость; **VATP** – НДС, по оплаченным (включая авансы) товарам и услугам, предназначенным для текущего потребления; **INM₁**, **INM₀** – запасы сырья и материалов на начало периода (может быть получено из формы Ф-1); **PP₀**, **PP₁** – незавершенное производство на начало периода и конец периода соответственно, **IFG₀**, **IFG₁** – запасы готовой продукции (включая товары в пути) на начало и конец периода соответственно, **m₁** – доля сырья и материалов в незавершенном производстве; **m₂** – доля сырья и материалов в готовой продукции; **AP₀**, **AP₁** – кредиторская задолженность за товары и услуги на начало и конец периода; **AV₀**, **AV₁** – авансы выданные на начало и конец периода.

Пересчет денежных выплат по оплате труда (**PO₂**) производится по формуле

$$PO_2 = W + AW_0 - AW_1 \quad (1.4)$$

где **AW₀**, **AW₁** – кредиторская задолженность по оплате труда на начало и конец периода.

Пересчет денежных выплат по налоговым платежам (**PO₃**) производится по формуле

$$PO_3 = SP + TC + VAT + PT + TP + (AT_0 - AT_1) + (AS_0 - AS_1) + RT_1 - RT_0 \quad (1.5)$$

где **VAT** – начисленный НДС в бюджет, **PT** – начисленный налог на прибыль; **TP** – начисленный налог на имущество; **AT₀**, **AT₁** – кредиторская задолженность по бюджетным платежам на начало и конец периода; **AS₀**, **AS₁** – кредиторская задолженность по социальным платежам (по ЕСН) на начало и

конец периода; RT_0, RT_1 – дебиторская задолженность по налоговым платежам и платежам в бюджет.

Величина процентных платежей по полученным ссудам (PO_4) могут быть получены из формы Ф-2.

Формула расчета денежных выплат по прочим операционным расходам выглядит следующим образом:

$$PO_5 = OOP + (PE_1 - PE_0) + (AO_0 - AO_1) + RO_1 - RO_0 + VATO \quad (1.6)$$

где OOP – прочие операционные расходы; PE_0, PE_1 – расходы будущих периодов на начало и конец периода; RO_0, RO_1 – дебиторская задолженность по прочим платежам на начало и конец периода; AO_0, AO_1 – кредиторская задолженность по прочим платежам, $VATO$ – НДС включенный в прочие платежи.

На *третьем этапе* определяются чистые денежные средства от инвестиционной и финансовой деятельности. Для их построения используются сведения, отраженные в форме Ф-5, а также изменения статей бухгалтерского баланса, относящихся к долгосрочным активам и обязательствам. Привлекается и другая исходная информация.

В результате применения метода прямого пересчета может быть получено так называемое *нетто представление* движения денежных средств, которое отражает не оборот денежных средств на предприятии, а реальные источники доходов предприятия и фактическое назначение платежей. Если рассматривать предыдущий пример с получением валютной выручки, то при нетто-представлении не будет отражаться направление валюты на конвертацию, а будут указаны только расходы, связанные с ней (в статье прочие операционные расходы).

По форме нетто-представление потока денежных средств будет таким же как и брутто. На базе прямого пересчета может быть построено и сальдированное представление денежного потока, в котором входных и выходных потоков отражается их сальдированная величина, а именно:

1) Вместо выручки от реализации ставится величина чистой прибыли от хозяйственной деятельности:

$$ONP = IO_1 - PO_1 - PO_2 - PO_3 - PO_5 \quad (1.7)$$

2) Сальдированный поток процентных платежей:

$$IP = IO_2 - PO_4 \quad (1.8)$$

3) Сальдированный поток инвестиций в имущество:

$$SI_1 = II_1 - PI_1 \quad (1.9)$$

4) Сальдированный поток инвестиций в ценные бумаги:

$$SI_2 = II_2 - PI_2 \quad (1.10)$$

5) Сальдированный кредитный поток:

$$SI_3 = II_3 - PI_3 \quad (1.11)$$

6) Сальдированный поток вложений в капитал:

$$SF_1 = IF_1 - PF_1 - PF_3 \quad (1.12)$$

7) Сальдированный заемный поток:

$$SF_2 = IF_2 - PF_2 \quad (1.13)$$

8) Сальдированный субсидиарный поток:

$$SF_3 = IF_3 - PF_4 \quad (1.14)$$

9) Сальдированный юридический поток:

$$SF_5 = IF_5 - PF_5 \quad (1.15)$$

10) Сальдированный поток экстраординарных платежей:

$$SF_4 = SF_4 + SF_6 - PF_6 \quad (1.16)$$

Сальдированное представление потоков денежных средств показано в табл. 1.2.

Таблица 1.2. Сальдированное представление потоков денежных средств

Потоки		1	2	3	4
Операционная деятельность					
Чистая прибыль от хозяйственной деятельности	ONP				
Процентные платежи	IP				
Чистые денежные средства от операционной деятельности	NFO				
Инвестиционная деятельность					
Инвестиции в имущество	SI1				
Инвестиции в ценные бумаги	SI2				
Кредиты	SI3				
Чистые денежные средства от инвестиционной деятельности	NFI				
Финансовая деятельность					
Вложения в капитал	SF1				
Поток заемных средств	SF2				
Субсидиарный поток	SF3				
Юридический поток	SF5				
Прочие экстраординарные платежи	SF4				
Чистые денежные средства от финансовой деятельности	NFF				
Денежные средства на начало периода	C0				
Остаток на конец	C1				

В сальдированном представлении движения денежных средств величины потоков могут быть как положительными, так и отрицательными.

Прямой метод имеет достаточно много недостатков, основным из которых является то, что многие параметры потоков, особенно касающиеся НДС и доли сырья и материалов в незавершенном производстве и конечной продукции могут быть учтены только с определенной степенью точности.

Косвенный метод

На *первом этапе* составления отчета о движении денежных средств определяется чистый прирост или уменьшение денежных средств как разница между денежными средствами на начало и конец года.

На *втором этапе* определяются *чистые денежные средства от операционной деятельности*. С этой целью чистая прибыль, отраженная в форме Ф – 2 корректируется с учетом влияния операций, не связанных с использованием денежных средств, а также на величину амортизации.

Для этого в разделе «операционная деятельность» отчета о движении денежных средств (а) в первой строке отражается чистая прибыль, (б) затем к ней добавляется амортизация; (в) прибавляются (вычитаются) другие статьи, не влияющие на движение денежных средств (например, сальдо валютных счетов). Вводятся корректировки, связанные с расходованием чистой прибыли на премирование работников и реализацию других мероприятий социальной направленности. В итоге получается *чистая прибыль от операционной деятельности*.

При определении чистых денежных средств от операционной деятельности к чистой прибыли от операционной *прибавляют*:

- 1) убыток от продажи основных средств прибавляется к чистой прибыли
- 2) сальдо краткосрочных обязательств за период

Из нее вычитаются:

- 1) сальдо краткосрочных активов (исключая денежные средства) за период;
- 2) прибыль от продажи основных средств.

На третьем этапе определяются чистые денежные средства от инвестиционной и финансовой деятельности, главным образом, на основании изменений статей сравнительного бухгалтерского баланса, относящихся к долгосрочным активам и обязательствам, а также исходя из другой информации, прежде всего из формы 5. Размеры дивидендных платежей, аннулирование или выкуп собственных акций оцениваются по документам представленных предприятием.

Применение косвенного метода дает представление о движении денежных средств схожее с сальдированным представлением. Построение движения денежных средств по этому методу хотя и не дает точного представления об источниках получения доходов и направления их расходования, но позволяет достаточно точно описать результаты деятельности предприятия. Форма представления, получаемая на основе косвенного метода, представлена в табл. 1.3.

Таблица 1.3. Косвенный метод в представлении токов денежных средств

Потоки		1	2	3	4
Операционная деятельность					
Чистая прибыль	EAT				
Амортизация	+D				
Сальдо платежей не влияющих на движение денежных средств	+SG				
Платежи из прибыли социального характера и премии	-PSB				
Сальдо краткосрочных обязательств	+SSTL				
Сальдо оборотных активов	-SCA				
Прибыль от продажи имущества и ценных бумаг	-IFAS				
Убытки от продажи имущества и ценных бумаг	+LFAS				
Чистые денежные средства от операционной деятельности	NFO				
Инвестиционная деятельность					
Сальдо основных средств	SI1				
Сальдо нематериальных активов	SI2				
Сальдо финансовых вложений	SI3				
Чистые денежные средства от инвестиционной деятельности	NFI				
Финансовая деятельность					
Сальдо уставного капитала	SF1				
Сальдо заемных средств	SF2				
Сальдо субсидий и выплат из прибыли	SF3				
Сальдо штрафов, пени и компенсационных платежей	SF5				
Дивидендные платежи	PF1				
Прочие экстраординарные платежи (включая платежи премий работникам из прибыли)	SF6				
Чистые денежные средства от финансовой деятельности	NFF				
Денежные средства на начало периода	C0				
Остаток на конец	C1				

Российский стандарт бухгалтерского учета признает только прямой кассовый метод.

1.6. Баланс предприятия

Под *балансом* предприятия понимают документ, в котором должно быть отражено все, чем владеет и все обязательства (долги), которые имеются у предприятия. В балансе отражаются основные элементы, характеризующие финансовое положение организации: активы, обязательства и капитал:

- активы (А) – это ресурсы, контролируемые компанией в результате событий прошлых периодов, от которых компания ожидает приток экономической выгоды в будущем;
- обязательства (О) – это текущая задолженность компании, возникающая из событий прошлых периодов, урегулирование которой приведет к оттоку из компании ресурсов, содержащих экономическую выгоду;

- капитал (К) – это часть активов компании, остающаяся после вычета всех ее обязательств.

Основой баланса является так называемое балансовое равенство:

$$A = K + O \quad (1.17)$$

Основой оценки активов могут быть совершенные в прошлом расходы на их приобретение или будущая экономическая выгода, заключенная в активе. В последнем случае, это потенциальный прямой или косвенный приток денежных средств в компанию, вызванный наличием активов, которые могут быть:

- использованы при производстве товаров и услуг, продаваемых компанией;
- обменены на другие активы (например, деньги);
- использованы для погашения обязательства;
- распределены среди собственников компании;
- и т. д.

Международные нормы ведения бухгалтерского баланса признают в качестве основного второй подход, а РСБУ - первый.

Разницу между этими подходами легко показать на следующих примерах.

Пример 1. Стоимость офисного здания площадью 10000 кв. в центре Санкт-Петербурга по РСБУ составляет не более 45 млн. рублей, если оно было построено (или реконструировано) до 1998 года и не переходило в собственность других фирм, а его рыночная стоимость составляет не менее 1000 млн. рублей. Поэтому валюта баланса предприятия, в чей собственности находится здание, будет по РСБУ занижен в разы, если не в десятки раз.

Пример 2. С другой стороны, активы баланса по РСБУ могут быть значительно выше, чем их реальная стоимость. Простейшим примером могут быть незавершенные много лет назад капитальные вложения, завершившиеся в середине нулевого цикла (например, был вырыт котлован). В дальнейшем стройка была «заморожена». Реальной ценности этот актив не имеет, но в балансе предприятия будут отражены «зарытые» в котлован затраты. В результате, если компания имеет на своем балансе только подобный актив, по РСБУ она будет иметь очень значительные активы (например, 300 млн. руб.), а по МСФО практически ничего.

Поэтому для проведения реального анализа состояния фирмы необходимо привести баланс предприятия в соответствие с МСФО как по форме, так и по содержанию.

Данное выше определение активов должно быть дополнено *условием признания элементов финансовой отчетности*, которое состоит из двух следующих критериев:

- существует вероятность того, что экономическая выгода, ассоциируемая с активом (объектом), будет получена компанией;
- объект имеет надежно измеримую оценку.

Проиллюстрируем важность указанного условия. Рассмотрим в качестве

примера научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы (НИОКР). Их результаты, а также затраты на проведение могут рассматриваться либо в качестве нематериальных активов, либо в качестве расходов. В тех случаях, когда у организации существует уверенность в том, что затраты на НИОКР приведут к созданию объекта, от продажи которого можно ожидать экономических выгод, то эти затраты должны признаваться в качестве нематериальных активов. В противном случае они должны быть признаны как расходы. Именно поэтому затраты по теоретическим и поисковым НИОКР в соответствии с МСФО не капитализируются, а включаются в текущие затраты. А вот затраты на прикладные НИОКР, в случае, если результаты их могут быть растражированы, должны признаваться в качестве нематериального актива.

Урегулирование обязательства вызывает отток экономических выгод, поскольку связано с:

- выплатой денежных средств;
- передачей других активов;
- предоставлением услуг;
- и т. д.

Также как и в случае с активами, обязательства должны соответствовать условию признания, которое сводится к наличию вероятности оттока экономической выгоды, ассоциируемой с этим обязательством, а также надежной измеримости этого обязательства. Первый критерий означает, что существует реальное физическое или юридическое лицо и его наследники, которые могут реально предъявить обязательство. Если кредитор перестал существовать и не оставил наследников (или истек срок исковой давности для предъявления претензий), то обязательства можно считать недействительными. Примером невозможности оценить стоимости обязательства являются фьючерсные и опционные контракты.

В целом МСФО и РСБУ имеют достаточно схожее представление об обязательствах на декларативном уровне, но практическое применение этих правил к российскому балансу вызывает очень много вопросов (см. далее).

Капитал в соответствии с МСФО трактуется, прежде всего, как разность между активами и обязательствами организации:

$$K = A - O \quad (1.18)$$

Несмотря на кажущуюся простоту определения капитала, его экономическая сущность может трактоваться на базе двух концепции: финансовой и физической..

Согласно *финансовой концепции* капитал рассматривается как разность между рыночной оценкой сделанных в активы инвестиций и существующими обязательствами.

Согласно *физической концепции* капитал – это производственная мощность компании, основанная, например, на дневном выпуске продукции. Стоимостная оценка капитала дается из способности его производить определенную продукцию в течение года, из которой вычитаются

обязательства.

Выбор соответствующей концепции, по МСФО, осуществляется компанией самостоятельно в зависимости от потребностей пользователей ее финансовой отчетности. С концепцией капитала тесно связана концепция прибыли или так называемая концепция поддержания капитала, которая дает ориентир, по которому измеряется прибыль.

Ни тот, ни другой подход пока не стал общепризнанным в России, в силу целого ряда причин. Главная из них налоговая. Объективная оценка стоимости активов может привести к уменьшению налога на прибыль, прежде всего за счет уменьшения амортизационных отчислений, и это пугает фискальные органы России. С другой стороны, объективная оценка стоимости активов не выгодна, как считают бухгалтеры мало рентабельных предприятий, так как существенной выгоды по налогу на прибыль они не получают, а вот рост платежей по налогу на имущество оказывается очень существенным.

Исходное отличие определений базовых элементов отчетности в РСБУ и МСФО приводит к тому, что баланс предприятия по РСБУ и МСФО будет очень сильно различаться.

В число статей, которые как минимум должны раскрываться в балансе, входят следующие активы:

- основные средства;
- нематериальные активы;
- финансовые активы:
 - инвестиции, в долевые и долговые финансовые инструменты;
 - задолженность покупателей и заказчиков и другая дебиторская задолженность;
 - денежные средства и их эквиваленты;
- запасы.

В число обязательств, которые как минимум должны раскрываться в балансе относятся:

- торговые и другие кредиторские задолженности;
- налоговые обязательства и требования;
- резервы;
- долгосрочные обязательства, включающие выплату процентов;
- обязательства перед миноритариями.

Существует несколько типичных форм представления баланса:

- американская,
- английская,
- континентальная.

Отличие этих форм определяется принципом перечисления статей в активах и пассивах баланса, а также их последовательностью.

При *английских и американских* принципах построения баланса активы перечисляются в последовательности, соответствующей их ликвидности. Поэтому первой статьей баланса являются денежные средства, а последние

соответствуют нематериальным активам. Обязательства при англо-американском балансе выстраиваются в соответствии с принципом срочности – наиболее срочные обязательства (например, кредиторская задолженность за приобретенные товары и услуги) перечисляются первыми, а последние соответствуют наиболее долгосрочным из них. Английский баланс, в отличие от американского, является открытым, т.е. полного баланса не показывается. Документ, называемый балансом завершается на статье собственность миноритариев, а затем указывается число простых и обыкновенных акций, принадлежащих акционерам. Размер капитала определяется по правилу балансового равенства. Американский баланс является закрытым, т.е. величина активов равна пассивам. Тем самым явно показывается капитал компании и его структура.

Континентальная форма представления баланса, к которой относится и российская, предполагает перечисление активов по принципу участия в обороте, начиная со статей делающих возможность осуществления оборота (нематериальных прав) и заканчивая денежными средствами. Пассивы баланса построены по принципу надежности прав и срочности обязательств. Первой статьей пассивов является уставной капитал. По логике, последней статьей баланса должна быть кредиторская задолженность, но в российском балансе эта логика нарушается. Последней статьей (если не считать прочих краткосрочных пассивов) оказываются резервы, что выглядит абсолютно алогичным.

1.7. Активы баланса и оценка их ликвидности

Для проведения финансового анализа предприятия его активы должны быть оценены с двух позиций, а именно их размера и оценки ликвидности.

Под ликвидностью актива понимается возможность реализовать его в течении сравнительно небольшого периода времени (обычно 1-2 месяца) по определенной цене.

Ликвидность актива оценивается коэффициентом ликвидности (λ), который определяется как отношение продажной цены при быстрой реализации к балансовой цене.

Цена, по которой может быть быстро реализован актив, может быть как больше, так и меньше его балансовой величины. Однако, если в балансе отражена реальная стоимость актива, то при быстрой его продаже цена будет не больше балансовой.

Выделяют 5 категорий активов по ликвидности:

- *быстроликвидные* активы - это активы, которые могут реализованы в течении 1-2 месяцев по балансовой цене или при потере в цене не более 5%, т.е. $1 \geq \lambda \geq 0,95$. Примером таких активов могут служить денежные средства;
- *высоколиквидные* активы - это активы, при быстрой реализации которых может быть потеряно не более 15% их балансовой стоимости, т.е. $0,95 > \lambda \geq 0,85$. Примером, подобных активов могут

- служить векселя надежных векселедателей;
- *среднеликвидные* активы - это активы, быстрая реализация которых сопряжена с потерей балансовой стоимости в размере от 15 до 50 %, т.е. $0,85 > \lambda \geq 0,5$. Типичным примером являются запасы сырья и материалов;
- *малеликвидные* активы предполагают, что при их быстрой реализации может быть потеряно от 50 до 75% их стоимости, т.е. $0,5 > \lambda \geq 0,25$. Примером может служить производственная недвижимость;
- *неликвидные* активы - это активы, при быстрой реализации которых теряется более 75% стоимости, либо их вообще не возможно продать, т.е. $0,25 > \lambda \geq 0$. Примером может служить большая часть нематериальных активов.

Ликвидность конкретного актива не является величиной постоянной, а существенно зависит от таких факторов как:

- экономического положения страны в целом. В условиях экономического роста ликвидность большинства видов активов увеличивается, а при кризисных явлениях начинает падать;
- дефицитности данного актива на рынке в момент оценки;
- универсальности возможности использования актива;
- уровня затрат, необходимых для подготовки актива к продаже.

Фактически коэффициенты ликвидности являются параметрами, позволяющими перевести балансовые цены активов в залоговые (см. раздел 4.8.1 части 1).

В российском балансе активы предприятия делятся на две основные группы:

- внеоборотные активы – это те принадлежащие предприятию активы, которые непосредственно не обслуживают обращение товаров и денег;
- оборотные активы – это активы, которые непосредственно участвуют в создании и обращении товара

Очевидно, что уровни ликвидности активов, образующих каждый из указанных разделов, существенно различаются.

В состав внеоборотных активов российского баланса входят 5 линейных статей:

- нематериальные активы;
- основные средства
- незавершенные капитальные вложения;
- долгосрочные финансовые вложения;
- долгосрочные налоговые активы;
- прочие долгосрочные активы.

Нематериальные активы – это идентифицируемые не денежные активы, не имеющие физической формы, предназначенной для длительного использования в производстве, предоставлении товаров или услуг, а также для сдачи в аренду или для административных целей. Как и любые активы,

они должны приносить организации экономические выгоды в будущем.

Нематериальные активы включают различные права и продукты интеллектуальной собственности, которыми обладает предприятие. В этот раздел входят такие виды прав как лицензии, патенты, торговые марки, знаки (логотипы), арендные права. В эту же статью входит программное обеспечение, ноу-хау, а также результаты НИОКР. Наконец, сюда также относят организационные расходы и деловую репутацию («Гудвилл»).

Практически всегда активы, включенные в эту статью, рассматриваются как неликвидные или малоликвидные. Неликвидными оказываются в первую очередь «деловая репутация», организационные расходы, результаты НИОКР, не оформленные лицензиями, а также все другие *нетрансфертные* права, т.е. такие права которые нельзя передать (продать) другому лицу. Примером нетрансфертных прав является лицензионное программное обеспечение, если договор на его покупку предусматривает запрет реинсталляции. Все указанные выше виды неликвидных активов имеют 0 коэффициент ликвидности. Остальные нематериальные активы обычно имеют коэффициент ликвидности в пределах от 0,15 до 0,25, так как при быстрой реализации их продажа сопряжена с очень большими потерями. Практически всегда нематериальные активы не берут в обеспечение кредита. Однако, имеются и исключения, например, если в состав нематериальных активов входят зарегистрированные известные торговые марки, патенты на эффективные в производстве изобретения, то ликвидность подобных активов может быть очень высокой. В случае невозможности детальной оценки ликвидности каждой составляющей нематериальных активов, обычно к ним применяют коэффициент ликвидности равный 0,15.

Под *основными фондами* понимают идентифицируемые не денежные активы, имеющие физическую форму, предназначенную для длительного использования в производстве, предоставлении товаров или услуг, а также для сдачи в аренду или для административных целей. В состав основных фондов входят земельные участки, введенные в эксплуатацию здания и сооружения, установленные машины и оборудование, транспортные средства, производственный и хозяйственный инвентарь, рабочий и продуктивный скот, многолетние насаждения, объекты благоустройства и другие основные средства.

В российском балансе они отражаются по цене приобретения с учетом износа, т.е. по так называемой *бухгалтерской остаточной стоимости*.

С точки зрения ликвидности, основные фонды в основном относятся к средне- и малоликвидным активам, хотя степень их ликвидности существенно зависит от состава основных фондов. Ликвидность основных фондов сильно различается по их основным группам.

Ликвидность земельных участков обычно достаточно высока, так как на балансе предприятий они стоят по цене покупки, а за последние годы цена на землю в России сильно выросла. На ликвидность земельных участков в первую очередь оказывает их местоположение, чем выше спрос на землю в том месте, где расположен участок, тем больше его цена. Существенное

влияние оказывает и размер. Наиболее привлекательны земельные участки средних размеров. Очень маленькие и очень большие участки обычно быстро реализовать достаточно сложно. В случае, если сведений о местоположении и размерах нет, то в настоящее время его ликвидность не ниже 0,75.

Оценка ликвидности объектов недвижимости, входящей в основные фонды, также не однородна. На ликвидность зданий влияют такие факторы как местоположение, состояние, сроки ввода в эксплуатацию, универсальность использования, размер, стадия экономического цикла и целый ряд других факторов определяющих конъюнктуру рынка недвижимости. При экономическом подъеме здания обычно оказываются средне ликвидными (с коэффициентом ликвидности не ниже 0,6), а при экономической депрессии их ликвидность может падать до уровня 0,3 - 0,35.

Сооружения значительно менее ликвидны, чем здания, так как они обычно не имеют универсального использования. *На оценку ликвидности сооружений* влияют такие факторы как местоположение, состояние, сроки ввода в эксплуатацию, назначение и стадия экономического цикла. При экономическом подъеме сооружения обычно оказываются мало ликвидными (с коэффициентом ликвидности около 0,4), а при экономической депрессии их ликвидность может падать до уровня 0,2 - 0,25.

На ликвидность машин и оборудования влияют такие факторы как состояние, сроки ввода в эксплуатацию, универсальность использования, массогабаритные размеры, назначение, скорость научно-технического прогресса в тех отраслях машиностроения, которые производят эти виды техники, а также стадия экономического цикла и ремонтпригодность. При экономическом подъеме универсальные машины и оборудование обычно оказываются средне ликвидными (с коэффициентом ликвидности не ниже 0,6), а при экономической депрессии их ликвидность может падать до уровня 0,3 - 0,35. Глубоко специализированное оборудование практически всегда малоликвидно с коэффициентом ликвидности 0,25. Также и по тем же критериям оценивается ликвидность хозяйственного и производственного инвентаря.

На ликвидность транспортных средств оказывают влияние такие факторы как вид транспортного средства, состояние, сроки ввода в эксплуатацию, универсальность использования, назначение, экономичность, а также стадия экономического цикла и ремонтпригодность. При росте спроса на определенный вид перевозок транспортные средства обычно оказываются средне ликвидными (с коэффициентом ликвидности не ниже 0,7), а при спаде спроса их ликвидность может падать до уровня 0,35 - 0,45. Глубоко специализированные транспортные средства всегда малоликвидны с коэффициентом ликвидности 0,4.

На ликвидность продуктивного и рабочего скота влияют такие факторы как вид животных, порода, элитность животных, а также стадия экономического цикла. Продуктивный (племенной) скот фактически всегда имеет ликвидность не ниже 0,75, а рабочий скот обычно имеет ликвидность от 0,5 до 0,6.

Объекты благоустройства и озеленения являются неликвидными с

коэффициентом ликвидности 0, так как не могут быть проданы без земельного участка. Однако, на их состояние может повлиять на оценку земельного участка и зданий.

В случае неизвестности состава основных фондов к ним можно применить коэффициент ликвидности 0,5 в случае экономического подъема и 0,35 - 0,4 при депрессии.

С 2004 года в российском балансе появилась статья «*Доходные вложения в материальные ценности*», под которой понимают вложения организации в часть имущества, здания, помещения, оборудование и другие ценности, имеющие материально-вещественную форму, предоставляемые организацией за плату во временное пользование (временное владение и пользование) с целью получения дохода. В его состав входят практически те же виды активов, что и в основные средства и ликвидность их оценивается таким же образом.

Незавершенные капитальные вложения. В этой статье отражаются инвестиции сделанные в несданные объекты строительства, а также авансы сделанные на приобретение оборудования.

В целом незавершенные основные фонды рассматриваются как неликвидные или малоликвидные активы. На них влияют те же факторы, что и при оценке ликвидности основных фондов. Однако степень ликвидности незавершенного активов возрастает при близости строительства к завершению. Кроме того, необходимо учитывать фактическую продолжительность строительства. Чем дольше уже длится строительство, тем меньше коэффициент ликвидности, так как при «долгострое» в стоимость строительства начинают включаться затраты на консервацию, поддержание в определенном состоянии и т.д. Как показывает практика, статья незавершенные капиталовложения обычно имеет достаточно большое число «дутых» затрат (хотя вся бухгалтерская отчетность может быть заверена аудиторами). Если не рассматривать ликвидность каждого отдельного объекта незавершенного строительства, то оценка ликвидности статьи «Незавершенные капитальные вложения» составляет не более 0,25.

Долгосрочными финансовыми вложениями называются денежные вложения в долевые финансовые инструменты, а также долговые финансовые вложения со сроком предъявления к окончательному платежу более 1 года. В целом раздел рассматривается, как среднеликвидный с коэффициентом ликвидности 0,6. Однако в зависимости от реальных финансовых вложений, они могут оказаться, как совсем не ликвидными, так и быстро ликвидными. Чем больше в портфеле долгосрочных инвестиций финансовых инструментов, котируемых на бирже или биржевых торговых системах, тем выше его ликвидность. При оценке ликвидности долгосрочных финансовых вложений необходимо также учитывать, что в него могут включаться абсолютно ничего не стоящие ценные бумаги. Нужно сделать и еще одно важное замечание, финансовые инструменты учитываются в балансе по цене приобретения и не переоцениваются. Поэтому реальная стоимость пакета может оказаться значительно выше, чем это отражено в балансе, если в него входят котируемые на бирже бумаги. Поэтому при

углубленной оценке ликвидности (например, при фундаментальном анализе предприятия как объекта инвестиций) ликвидность каждого финансового инструмента, включенного в него, должна быть оценена в отдельности.

Долгосрочные налоговые активы. В состав этих долгосрочных активов входят временные налоговые активы, которые будут включены в налоговые отчисления не раньше, чем через 1 год.

Под *временными разницями* понимают доходы и расходы, формирующие бухгалтерскую прибыль (убыток) в одном отчетном периоде, а налоговую базу по налогу на прибыль - в другом или в других отчетных периодах. Если временная разница формирует уменьшение налога на прибыль в последующих периодах, то она формирует временный налоговый актив, а если увеличивает, то образуются временные налоговые обязательства. Величина долгосрочных налоговых активов (Alt) определяется по правилу:

$$Alt = R_{pt} * D_c \quad (1.19)$$

где R_{pt} – ставка налога на прибыль, D_c – временные разницы, уменьшающие налог на прибыль.

Реальным источником формирования этих активов являются:

- отрицательные разницы в величине амортизационных отчислений по налоговому кодексу и бухгалтерскому учету;
- убытки от реализации недоамортизированного имущества, списываемые в течение оставшегося периода амортизации.

Реализовать эти активы невозможно, поэтому ликвидность этой статьи равна 0.

Прочие внеоборотные активы, в эту статью могут попасть любые виды активы, не перечисленные выше. Поэтому требуется внимательное рассмотрение состава этого актива. Если по каким-то причинам сделать этого нельзя, то можно считать, что он неликвиден с коэффициентом ликвидности - 0,1.

В состав раздела 2 «Оборотные активы» российского баланса входят следующие статьи:

- Запасы и затраты;
- НДС по приобретенным ценностям;
- Дебиторская задолженность, погашение которой ожидается более чем через 12 месяцев;
- Дебиторская задолженность, погашение которой ожидается ранее чем через 12 месяцев;
- Краткосрочные финансовые вложения;
- Денежные средства;
- Прочие оборотные активы.

Статья «Запасы и затраты» включает в себя в соответствии с РСБУ следующие подстатьи:

- сырье и компоненты;
- животные на выращивании и откорме,;
- расходы будущих периодов;
- незавершенное производство;
- готовая продукция и товары для перепродажи;
- товары отгруженные;
- прочие запасы.

Ликвидность различных категорий запасов достаточно сильно различается. И ликвидность оценивается отдельно по каждой подстатье

В подстатью «*Запасы сырья и материалов*» попадает стоимостная оценка запасов комплектующих, сырья, материалов и топлива, которое приобрело предприятие в целях дальнейшей переработки. На ликвидность запасов влияют такие факторы как – условия хранения, продолжительность хранения, спрос на эти материалы на рынке, уровень и способы контроля за движением запасов на предприятии. Как показывает практика инвентаризации запасов на российских предприятиях в их состав входит достаточно большой объем неликвидных материалов. Кроме того, она же показывает, что при инвентаризации части сырья и материалов не оказывается в наличии. Поэтому, при оценке ликвидности они рассматриваются как среднеликвидные с коэффициентом ликвидности от 0,6 до 0,7. В случае длительного хранения запасов эта оценка снижается (см. ниже).

Подстатья «*Животные на откорме*» включает затраты связанные с выращиванием мясного скота и птицы. Большинство животных могут быть достаточно легко перепроданы по той цене, которая отражена в балансе. Исключения возникают только в тех случаях, когда расстояние от места производства до места потребления оказывается значительным, а также при продолжительности периода откорма. Оценка ликвидности этого актива составляет в нормальных условиях не менее 0,8.

Незавершенное производство отражает расходы, связанные с производством продукции, имеющей длительный цикл изготовления. В ходе обработки сырье и материалы превращаются в готовую продукцию, однако промежуточные продукты обычно стоят при продаже на рынке меньше, чем израсходованное на них сырье, так как они уже попали в обработку. Степень ликвидности промежуточной продукции может очень сильно варьироваться, в зависимости от степени готовности изделия, возможности использования промежуточных продуктов на других предприятиях, а также разборки продукции на реализуемые рынке комплектующие. Но наиболее вероятным оказывается ситуация, когда только около четверти промежуточных продуктов может быть реализовано на рынке. Последнее определяет эту категорию запасов как малоликвидную с коэффициентом ликвидности 0,25

В подстатье «*Запасы готовой продукции и товары для перепродажи*» отражается стоимостная оценка запасов предназначенной для продажи

продукции. В РСБУ товары учитываются по себестоимости или на основе так называемых нормативных цен. На ликвидность оценки значительную роль оказывают такие факторы как соотношение продажной цены и учетной цены, дефицитность продукции, сроки нахождения готовой продукции на складе. В случае, если товарные запасы сравнительно не велики и можно предполагать, что учетная цена ниже продажной, то их можно со 100% уверенностью реализовать на рынке при 15% скидке с учетной цены. Поэтому при оценке ликвидности, проводимой без инвентаризации склада готовой продукции и определения продажной цены каждого вида товаров, можно воспользоваться коэффициентом ликвидности 0,85, что означает позиционирование готовой продукции на верхней границе среднеликвидных активов (или нижней границы высоколиквидных активов). В случае сравнительно большого размера запасов готовой продукции их оценка должна быть снижена (см. далее).

В подстатье «Товары отгруженные» отражается стоимостная оценка поставленной потребителям продукции, на которую не поступили документы, подтверждающие ее приемку потребителями. В РСБУ товары учитываются по себестоимости (с учетом коммерческих расходов) или на основе так называемых нормативных цен. На ликвидность оценки значительную роль оказывает только фактор надежности потребителя, которому поставлены товары, а также вероятность отказа от приема груза из-за несоответствия контрактным условиям. Так как учетная цена ниже продажной, то можно считать, что они обеспечат поступление денег по контрактным ценам за вычетом скидки на качество. При детализированной оценке ликвидности требуется проанализировать платежеспособность покупателя, обычные скидки которые он делает при приемке товаров и т.д. При экспресс оценке ликвидности можно воспользоваться коэффициентом ликвидности 0,9, что означает позиционирование товаров отгруженных как высоколиквидных активов.

В соответствии как с МСФО, так и с РСБУ, *расходы будущих периодов* представляют собой расходы, произведенные в данном отчетном периоде, но относящиеся к будущим отчетным периодам. Для детальной оценки ликвидности необходимо подробно проанализировать состав счета «Расходы будущих периодов», а также счетов "Расчеты с подотчетными лицами" и "Расчеты с персоналом по прочим операциям" с целью определения следующего:

- когда был сделан платеж, может ли он быть возвращен;
- когда товары/услуги были/будут получены, насколько они ликвидны на рынке;
- потребуется ли еще доплата при поставке товаров;
- требуемая корректировка, если стоимость товаров/услуг может снизиться по сравнению с балансовой стоимостью (например, при нахождении их на таможне).

Как показывает практика, в расходы будущих периодов в основном попадают уже невозвратно потраченные средства. Поэтому при экспресс-оценке ликвидности подстатья рассматривается как малоликвидная с

коэффициентом ликвидности 0,25.

В подстатью «Прочие запасы и затраты» попадают те затраты и запасы, которые не могут быть отнесены к перечисленным выше видам затрат и запасов. Поэтому для оценки их ликвидности необходимо подробно проанализировать их состав с целью определения следующего:

- когда был сделан платеж, может ли он быть возвращен;
- когда товары/услуги были/будут получены, насколько они ликвидны на рынке;
- потребуется ли еще доплата при поставке товаров;
- имеется ли какое-нибудь материально-вещественное воплощение этих запасов, может ли оно быть продано и по каким ценам.

При экспресс-оценке ликвидности подстатья рассматривается как малоликвидная с коэффициентом ликвидности 0,25.

В МСФО из статьи «запасы и затраты» исключаются расходы будущих периодов и товары отгруженные. Первые формируют самостоятельный раздел. Товары, отгруженные разумнее относить к дебиторской задолженности, правда, при этом, следует пересчитать их величину с учетом НДС и в действующих ценах.

НДС по приобретенным ценностям. На этом счете в настоящее время отражается налог на добавленную стоимость по тем материальным ценностям, которые были приобретены, но не были оплачены, а также НДС не списанный в предшествующий период. Ввиду того, что денежное возмещение НДС по приобретенным материальным ресурсам из бюджета возможно только при производстве экспортной продукции, а также при осуществлении капиталовложений, то ликвидность этой статьи существенно зависит от ее состава. Если в ней преобладает НДС, подлежащий только зачету, то этот актив имеет малую ликвидность, так как его можно использовать только на погашение задолженности. По другим платежам в Федеральный бюджет. Если в нем преобладают платежи, допускающие прямую компенсацию из бюджета, то ликвидность этого актива достаточно высока. Поэтому при углубленном анализе ликвидности этой статьи должны быть рассмотрены возможные способы погашения НДС, отраженного в балансе предприятия. При экспресс-оценке ликвидности рекомендуется использовать следующую формулу:

$$\lambda = w * 0,95 + (1 - w) * 0,25, \quad (1.20)$$

где w – доля в текущем периоде затрат, компенсациях которых может предполагать прямое возмещение из бюджета в общем объеме текущих и инвестиционных затрат.

Такая пропорция при экспресс-анализе может определяться исходя из данных о сделанных инвестициях, объеме экспортной и внутренней выручки, а также рентабельности экспорта и поставок на внутренний рынок.

Дебиторская задолженность в соответствии с МСФО определяется как денежные средства, причитающиеся компании за поставленные товары или предоставленные услуги, за которые покупатели еще полностью не расплатились. Однако, в РСБУ это относится только к части активов

отраженных в статье дебиторская задолженность. Помимо этого РСБУ включает в эту статью переплату по налоговым платежам, авансы, выданные юридическим и физическим лицам и дебетовые сальдо по другим видам расчетов. Таким образом, в современном российском балансе смешиваются собственно дебиторская задолженность и авансы, выданные за товары и услуги, а также по налоговым платежам.

Ликвидность дебиторской задолженности и авансов радикально различаются. Если покупатели товаров являются добросовестными плательщиками, то платежи от них можно ожидать в течение 3-х месяцев, а иногда и ранее. Выданные авансы фактически невозвратными денежными суммами, причем за поставку товаров, по которым выданы авансы, еще возможно придется доплачивать, прежде чем их удастся выставить на продажу. Поэтому при оценке ликвидности, прежде всего, необходимо классифицировать состав активов отраженных в статьях «Дебиторская задолженность», и только потом переходить к оценке их ликвидности.

Российский баланс выделяет два вида дебиторской задолженности – *долгосрочной* (погашение которой можно ожидать через 12 месяцев и более) и *краткосрочной* (погашение которой можно ожидать в течение 12 месяцев).

По экономическому смыслу в состав оборотных активов должны быть включены только те элементы, которые имеют оборот менее 1 года. Поэтому, как это принято и в мировой практике задолженность покупателей со сроком погашения более года должна рассматриваться как элемент прочих внеоборотных активов. Таким образом, долгосрочную дебиторскую задолженность следует включать в состав внеоборотных активов как самостоятельная статья.

В российской практике в состав долгосрочной дебиторской задолженности обычно включают в основном безнадежную дебиторскую задолженность, возникшую при банкротстве предприятия-должника. Однако, теоретически в нее могут входить и вполне надежные плательщики, которым предоставлен долгосрочный товарный кредит, а также реструктурированную задолженность. Наконец, в состав статьи входят и авансы на поставку продукции, которая может быть поставлена через год и более. Поэтому при детальном анализе ликвидности долгосрочной дебиторской задолженности все платежи должны быть классифицированы по группам представленным в табл. 1.4.

При экспресс-анализе ликвидности все активы, входящие в статью «Дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются более, чем через 12 месяцев после отчетной даты» оцениваются как неликвидные с коэффициентом ликвидности 0,07.

Ликвидность активов, отражаемой в статье «Дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты» также весьма различна. В частности, все платежи должны быть классифицированы по экономическому смыслу статьи (дебиторская задолженность или выданные авансы), плановым срокам платежа и просрочке платежа. Кроме того, необходимо учитывать возможность обращения (если предполагаемый срок платежа более 2-х месяцев)

дебиторской задолженности. Если она оформлена в виде векселя, то возможность ее обращения заложена изначально. Если она не оформлена, только в виде обычного договора, то необходимо учитывать, что при цессии (передаче прав третьему лицу) возникает комиссия, составляющая до 25% по просроченной задолженности. Наконец, необходимо учитывать, что в состав дебиторской задолженности входит НДС, который придется возвращать государству. Поэтому при детальном анализе дебиторской задолженности оценка ее ликвидности производится на основе отнесения активов к конкретным группам, представленным в следующей табл. 1.5.

Таблица 1.4. Кластеризация долгосрочной дебиторской задолженности на группы в зависимости от уровня ликвидности

Виды платежей	Вероятность получения	Коэффициент ликвидности
Дебиторская задолженность предприятий банкротов, включая выданные авансы	0,1	0,007
Реструктурированная дебиторская задолженность и товарные кредиты, по которым выданы векселя (коммерческие ценные бумаги), со сроком погашения		
От 1 года до 2 лет	0,9	0,730
От 2 до 3-х лет	0,9	0,635
От 3 до 4-х лет	0,9	0,552
От 4 до 5-ти лет	0,9	0,480
Более 5-ти лет	0,9	0,389
Реструктурированная дебиторская задолженность и товарные кредиты, не оформленные векселями, со сроком погашения		
От 1 года до 2 лет	0,9	0,584
От 2 до 3-х лет	0,9	0,508
От 3 до 4-х лет	0,9	0,441
От 4 до 5-ти лет	0,9	0,384
Более 5-ти лет	0,9	0,311
Авансы выданные предприятиям со сроками поставки продукции		
От 1 года до 2 лет	0,9	0,438
От 2 до 3-х лет	0,9	0,381
От 3 до 4-х лет	0,9	0,331
От 4 до 5-ти лет	0,9	0,288
Более 5-ти лет	0,9	0,233

В случае экспресс анализа для дебиторской задолженности за товары и услуги рекомендуется использовать коэффициент ликвидности 0,8, для авансов выданных 0,64, а для прочей дебиторской задолженности 0,25.

Краткосрочные финансовые вложения - это активы, в которые предприятие вкладывает средства с целью извлечения прибыли в виде процентов или иных видов доходов по краткосрочным инвестициям. Краткосрочные финансовые инвестиции могут состоять из ценных бумаг, депозитов, займов или других финансовых вложений, предполагаемый срок погашения которых составляет менее одного года. В число финансовых инструментов, отражаемых в статье краткосрочные финансовые вложения могут оказаться и ценные бумаги со сроками погашения более 1 года если они могут быть легко проданы на рынке или они были приобретены с целью перепродажи в течение 1 года.

Таблица 1.5. Кластеризация краткосрочной дебиторской задолженности на группы в зависимости от уровня ликвидности

Виды платежей	Вероятность получения	Ставка %	НДС	Коэффициент ликвидности
Непросроченная дебиторская задолженность за товары и услуги со сроком платежа				
До 2-х месяцев	0,98	0,15	0,18	0,83
От 2-х до 3-х месяцев	0,98	0,15	0,18	0,82
От 3-х до 4-х месяцев	0,98	0,15	0,18	0,81
От 4-х до 5-ти месяцев	0,98	0,15	0,18	0,80
От 5-ти до 6-ти месяцев	0,98	0,15	0,18	0,79
От 6-ти до 7-ми месяцев	0,98	0,15	0,18	0,78
От 7-ми до 8-ми месяцев	0,98	0,15	0,18	0,77
От 8-ми до 9-ти месяцев	0,98	0,15	0,18	0,76
От 9-ти до 10-ти месяцев	0,98	0,15	0,18	0,76
От 10-ти до 11-ти месяцев	0,98	0,15	0,18	0,75
От 11-ти до 12-ти месяцев	0,98	0,15	0,18	0,74
Просроченная дебиторская задолженность за товары и услуги со сроком просрочки				
До 1 месяца	0,9	0,15	0,18	0,66
До 2 месяцев	0,75	0,18	0,18	0,54
До 3-х месяцев	0,6	0,21	0,18	0,42
До 6 месяцев	0,45	0,24	0,18	0,31
До 12 месяцев	0,3	0,27	0,18	0,20
Более 1 года	0,1	0,3	0,18	0,07
Авансы выданные предприятиям	0,98	0,3	0,18	0,64
Переплата налогов	0,25	0	0	0,25
Авансы выданные работникам	0,05	0	0	0,05
Прочие авансы	0,25	0	0	0,25

При детализированной оценке ликвидности необходимо учитывать такие факторы как:

- вид вложений;
- сроки возврата инвестиций;
- возможность обращения финансового инструмента;
- надежность реципиента финансовых инвестиций.

При оценке ликвидности необходимо учитывать, что долговые ценные бумаги (облигации, финансовые векселя) обычно могут быть проданы по цене выше, чем их балансовая стоимость и значит, имеют коэффициент их ликвидности равный 1. Вместе с тем, вложения в такие инструменты как депозиты или необлигационные займы предполагает определенную комиссионную скидку при передаче их сторонним лицам или досрочном требовании погашения. Поэтому их ликвидность должна учитываться с учетом этой скидки. Наконец, типичным для российской бухгалтерии является отражения ничтожных вложений, сроки возврата денежных средств по которым уже давно истекли. Поэтому при детальном анализе ликвидности требуется проверить возможность продажи финансового инструмента по цене, указанной в бухгалтерской отчетности, вероятность исполнения обязательств в указанные сроки, а также потери, которые понесло бы предприятие при погашении заемщиком своих обязательств в течение 2-х

месяцев или величины комиссии при переуступке этих обязательств третьим лицам.

При экспресс-анализе можно считать этот актив быстроликвидным, с коэффициентом ликвидности 0,95.

Денежные средства включают средства на расчетных, текущих или валютных счетах в банках на дату составления баланса, денег в кассе, недепонированных чеков и денежных переводов. Практически все денежные быстроликвидны с коэффициентом ликвидности равным 1. Единственными исключениями могут быть:

- денежные средства номинированные в слабой иностранной валюте (например, в аргентинском песо), продажа которой может быть сопряжена со значительными комиссионными;
- чеки и денежные переводы, учет которых также может быть связан с большими комиссионными.

Однако, при экспресс-анализе коэффициент ликвидности денежных средств принимают равным 1, так как доля чеков, денежных переводов, а также счетов в слабых иностранных валютах обычно мала.

Прочие оборотные активы. При детальном анализе ликвидности требуется провести подробный анализ ликвидности активов, попавших в нее. При экспресс-анализе эту статью баланса может рассматриваться как малоликвидная с коэффициентом ликвидности 0,25.

1.8. Трансформация российского баланса в форму, соответствующую МСФО

Для нужд финансового анализа российский баланс требуется привести в соответствие с международными нормами. С этой целью, во-первых, необходимо перегруппировать активы, произвести переоценку некоторых из них, а также довольно существенно изменить структуру пассивов.

В активах баланса наибольшая корректировка связана с внеоборотными активами. В частности, должны быть пересмотрен состав *нематериальных активов*, из которых должны быть исключены такие составляющие как:

- организационные расходы на создание предприятия;
- затраты на НИОКР, не имеющие прикладного характера;
- внутренне созданную деловую репутацию (то есть не связанную с покупкой другой организации), а также стоимость внутренне созданных товарных знаков и логотипов

Некоторые трансфертные права, входящие в состав нематериальных активов могут быть переоценены, в связи с несовпадением их рыночной стоимости (или возможности генерации экономических выгод при использовании самим предприятием). Однако в большинстве случаев

подобная переоценка не производится. Величина нематериальных активов может измениться и в результате уточнения норм амортизации нематериальных активов, так как в российском учете срок использования нематериальных активов ограничивается 10 годами, а в МСФО он не ограничен. В результате, если предприятие право на аренду участка леса со сроком 49 лет, то по российскому законодательству оно должно быть амортизировано в течение 10 лет, а по МСФО – 49. Однако, как показывает практика, величина нематериальных активов обычно не претерпевает при переводе балансов в МСФО существенными изменениями.

Наибольшие изменения в балансе, происходят при оценке стоимости *основных фондов*. МСФО допускают переоценку основных средств из-за изменения рыночной стоимости каждого основного средства, если такая переоценка подкреплена заключением эксперта. РСБУ также признает подобную практику. Но большинство российских предприятий проводило переоценку всех основных средств, оборудования к установке и незавершенного капитального строительства на основе разрабатываемых Госкомстатом РФ коэффициентов. Последняя подобная переоценка производилась в 1998 году в ценах 1997 года. В российских условиях стоимость основных средств повышается в силу высокой инфляции. Так стоимость основных средств, которые последний раз переоценивались в ценах 1997 года, в 2007 году составит в 10,3 раз большую величину. Когда финансовая отчетность компании корректируется с учетом влияния инфляции, неденежные активы и собственный капитал изменяются с учетом инфляции в соответствии с изменениями в покупательной способности валюты на дату отчета. При приведении финансовой отчетности компании в соответствие с МСФО, предприятию, работающему в условиях инфляции, необходимо либо:

- систематически переоценивать основные средства с привлечением профессионального независимого оценщика;
- организовать учет таким образом, чтобы фиксировать, хранить и вести должным образом всю информацию по ценам и датам приобретения и реализации основных средств. А затем использовать официальные коэффициенты инфляции.

Однако, если предприятие не проводило подобных действий, то для проведения финансового анализа необходимо реконструировать изменение стоимости основных фондов за ряд предшествующих лет. В качестве одного из методов, позволяющих привести в соответствие стоимость основных средств можно рассмотреть следующий подход.

Вся совокупность основных средств разбивается на группы, в соответствии с двумя признаками (близость по инфляции стоимости оборудования и близость по нормам амортизации). Если известны объемы ввода основных фондов j -ой группы в году, предшествующем текущему (моменту оценки) на t лет. То

$$A_{jr}^t = \prod_{\tau=1}^t (1 + I_j^{\tau}) * A_{jb}^t, \quad (1.21)$$

где A_{jr}^t – стоимость, вводимых основных средств в году t в текущих ценах, A_{jb}^t – балансовая стоимость вводимых в году t основных средств j -ой группы. I_j^τ - индекс инфляции для j -ой группы основных средств в году τ .

С учетом амортизации стоимость введенных t лет до момента оценки составит (при линейном методе начисления амортизации):

$$A_{jc}^t = \max(0; (1 - t * n_j * A_{jb}^t)), \quad (1.22)$$

Подобная оценка должна быть сделана на период T равный:

$$T = \left\lceil \frac{1}{n_j} \right\rceil, \quad (1.23)$$

где операция $\lceil a \rceil$ - означает округление вверх числа a .

Если общая переоценка фондов была проведена позже, чем $\lceil 1/n_j \rceil$ периодов назад, то в качестве T принимается момент предшествующей последней переоценке, а величина вводов в этот момент принимается равным стоимости всех фондов существовавших на момент переоценки. Величина износа этих фондов принимается в соответствии с коэффициентом износа $d_j(T)$ этих фондов на момент переоценки, т.е. определяется:

$$\Theta = \left\lfloor \frac{2 * d_j^T}{n_j} + 1 \right\rfloor, \quad (1.24)$$

где операция $\lfloor a \rfloor$ - означает округление вниз числа a .

$$A_{jc}^T = \frac{\sum_{t=0}^{\Theta-1} \max(0; (1 - T - \tau) * n_j * A_{jr}^T)}{\Theta}, \quad (1.25)$$

Таким образом, если фонды не выбывают, то к моменту оценки их стоимость в текущих ценах составила бы:

$$A_j^0 = \sum_{t=1}^T A_{jc}^t, \quad (1.26)$$

Однако, в реальности часть основных средств выбывает. Достаточно справедливой является гипотеза, что чем раньше введены основные средства, тем раньше они выбывают. Если обозначить через F_j^T стоимость основных фондов выбывших за T последних лет, то могут быть два случая:

$$1) F_j^T = \sum_{t=1}^T f_j^t \leq A_j^T, \quad (1.27)$$

$$2) \mathbf{F}_j^T = \sum_{t=1}^T \mathbf{f}_j^t > \mathbf{A}_j^T, \quad (1.28)$$

где \mathbf{A}_j^T – стоимость основных фондов j -го типа на начало периода, предшествующий момент оценки на T лет, \mathbf{f}_j^t – выбытие основных средств j -го типа в году t . Первый случай, соответствует той ситуации, когда к моменту оценки выбыло меньше фондов, чем было на момент T . Если время T меньше, чем период, прошедший с последней переоценки, то все фонды j -ой группы, введенные до переоценки, уже амортизированы и \mathbf{A}_j^0 . В случае, если переоценка произошла позже, чем должен был бы начаться амортизационный период, то все фонды, существовавшие на момент переоценки были во время нее переоценены. Следовательно, \mathbf{A}_j^0 должна быть скорректирована. Для этого находится такое τ^* , что

$$\mathbf{A}_j^T * \frac{\Theta - \tau' - 1}{\Theta} \leq \mathbf{F}_j^T < \mathbf{A}_j^T * \frac{\Theta - \tau'}{\Theta}, \quad (1.29)$$

Найденное τ' определяет тот период, в котором выбыли все фонды, введенные с момента начала корректировки стоимости фондов. Определяется величина стоимости тех фондов, которые сохранились у предприятия с момента τ^* до текущей оценки. Эта величина находится из уравнения:

$$\mathbf{A}_j^{\tau'} = \mathbf{F}_j^T - \mathbf{A}_j^T * \frac{\Theta - \tau'}{\Theta}, \quad (1.30)$$

Тогда стоимость основных фондов в текущих ценах определяется как

$$\mathbf{A}_j^0 = \sum_{t=1}^T \mathbf{A}_{jc}^t - \Delta j^{\tau'} - \sum_{\tau=\tau'+1}^{\Theta-1} \max(0; \frac{(1-T-\tau) * n_j}{\Theta} * \mathbf{A}_{jr}^T), \quad (1.31)$$

Наконец, если выполняется условие (1.28), то это означает, что все фонды существовавшие T периодов назад уже выбыли. И должен быть найден такой период t' , с которого на момент оценки осталась хоть какая-то их часть. Этот момент можно найти из соотношения

$$\mathbf{A}_j^T + \sum_{t=t'+1}^T \mathbf{A}_{jb}^t \leq \mathbf{F}_j^T < \mathbf{A}_j^T + \sum_{t=t'}^T \mathbf{A}_{jb}^t, \quad (1.32)$$

Доля не сохранившихся основных фондов к моменту оценки с момента времени t' определяется величиной

$$\delta_j^{t'} = \frac{\mathbf{F}_j^T - \mathbf{A}_j^T - \sum_{t=t'+1}^T \mathbf{A}_{jb}^t}{\mathbf{A}_{jb}^t}, \quad (1.33)$$

Стоимость эксплуатируемых основных фондов в текущих ценах определяется как:

$$A_j^0 = \sum_{t=1}^{t'-1} A_{jc}^t - (1 - \delta_j^{t'}) * A_{jc}^{t'}, \quad (1.34)$$

Для реализации описанной методики оценки стоимости основных фондов в текущих ценах необходимо иметь формы финансовой отчетности Ф-5, как минимум за несколько последних лет.

При рассмотрении стоимости основных средств необходимо уделить также внимание и еще на один пункт, а именно на величину амортизационных отчислений. Сроки службы основных средств, в течение которых производится начисление амортизации, различны в российской бухгалтерской и налоговой системе учета. Налоговый учет амортизации основных средств близок к системе признанной по МСФО, так руководству компании разрешено самостоятельно определять сроки службы основных средств в зависимости от того, в течение какого периода времени предприятие предполагает их использовать. Бухгалтерская система учета амортизации основывается на нормах амортизации, установленных централизованным порядком еще в советское время, которые применялись при определении размеров амортизации вплоть до 2002 года. Разница в сроках службы приводит к расхождениям в величине остаточной стоимости активов по налоговому и бухгалтерскому учету, а также к возникновению статьи «Долгосрочные налоговые активы». Поэтому при приведении в соответствие с МСФО приходится не только пересчитывать первоначальную стоимость основных средств, но и их текущую стоимость, а также детально рассматривать состав статьи «Долгосрочные налоговые обязательства», которая чаще всего при детальном рассмотрении окажется равной 0.

Определенные изменения могут произойти со статьей баланса *"Незавершенные капитальные вложения"*. Во-первых, к основным средствам следует отнести завершенные строительством объекты, которые не считаются введенными в эксплуатацию только из-за отсутствия некоторых согласований.

Во-вторых, по каждому проекту необходимо иметь следующую информацию:

- дата начала строительства;
- процент выполнения;
- дата, на которую была закончена последние работы в отношении основного средства;
- планируемая дата завершения работ;
- прерывалось ли выполнение проекта на длительный период времени;
- источник и суммы финансирования;
- себестоимость выполненных работ;
- расчетная текущая и будущая стоимость.

На основании вышеперечисленной информации следует сделать вывод о реальной стоимости каждого из этих объектов вложения. Кроме того, любой незавершенный объект капитального строительства, имеющий планируемую дату завершения и стоимость, которые не согласуются с первоначальной датой завершения или издержками по проекту, должен быть исследован на предмет снижения его цены.

Долгосрочные финансовые вложения. РСБУ требует, чтобы долгосрочные инвестиции были представлены в балансе по стоимости их приобретения. В МСФО разрешается учитывать финансовые инвестиции по стоимости приобретения, или по более низкой из покупной и рыночной стоимости, или же по стоимости переоценки. Однако, в случае снижения стоимости долгосрочного вложения, которое по оценкам не является кратковременным, его балансовая стоимость должна уменьшиться. В реальных российских условиях пересмотр статьи «Долгосрочные финансовые вложения» означает очищение ее от ничтожных финансовых инструментов – акций и паев, а также долговых обязательств обанкротившихся предприятий.

Оборотные активы предприятия в целом могут остаться без изменения, за исключением следующих позиций:

- 1) Из состава статьи «Запасы и затраты» исключается подстатья «Расходы будущих периодов»;
- 2) Статья «Дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев» исключается из состава оборотных активов и включается в состав «Внеоборотных активов»;
- 3) В статье «Дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев» остается только дебиторская задолженность за поставленные товары и услуги. В нее также включается подстатья «Товары отгруженные»;
- 4) Формируется статья «Авансы и расходы будущих периодов» за счет включения в нее таких статей российского баланса как «Расходы будущих периодов», «НДС по приобретенным ценностям», а также разницы между статьями «Дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев» и «Дебиторская задолженность покупателей и заказчиков».

Преобразованный в соответствии с МСФО баланс представлен в табл. 1.6

Таблица 1.6. Методика формирования активов баланса в стандартах МСФО

№	Строки аналитического баланса	Формула расчета	Обозначения
I	Текущие активы:	Сумма строк: 2+3+4+7+12+13	ТА
2	Денежные средства	Денежные средства {260}	ДС
3	Краткосрочные инвестиции	Краткосрочные финансовые вложения {250}	КФВ
4	Краткосрочная дебиторская задолженность за товары и услуги	Сумма строк: 5+6	КДЗТ
5	Счета и векселя к получению	Покупатели и заказчики {241}	КДСВ
6	Товары отгруженные	Товары отгруженные, (215), пересчитанная в ценах	ТО

		реализации и с учетом НДС	
7	Товарно-материальные запасы:	Сумма строк: 8+9+10+11	ТМЗ
8	Сырье, материалы и комплектующие	Сырье, материалы и другие аналогичные ценности {211}	ЗСМ
9	Незавершенное производство	Животные на выращивании и откорме (212)+ затраты в незавершенном производстве (213)	НЗП
10	Готовая продукция	Готовая продукция и товары для перепродажи (214)	ТЗ
11	Прочие запасы	Прочие запасы и затраты (217)	ПЗ
12	Авансы и расходы будущих периодов	Расходы будущих периодов {216} + НДС по приобретенным ценностям {220}+ Прочие дебиторы ((240)-(241)	РБП
13	Прочие текущие активы	Прочие оборотные активы {270}	ДОО
14	Долгосрочные активы:	Сумма строк: 15+16+ 17+18+19+20	ВНА
15	Земля, здания и оборудование	Основные средства {120}+ Доходные вложения в материальные ценности (135)	ОС
16	Долгосрочные инвестиции	Долгосрочные финансовые вложения {140}	ДФВ
17	Нематериальные активы	Нематериальные активы {110}	НМА
18	Незавершенные инвестиции	Незавершенное строительство {130}	НЗС
19	Долгосрочная дебиторская задолженность	Дебиторская задолженность {230}	ДДЗ
20	Прочие долгосрочные активы	Отложенные налоговые активы {145}+Прочие внеоборотные активы {150}	ПДА
21	СУММАРНЫЙ АКТИВ	Сумма строк: 1+14	А

Примечание:- название строк указаны для годовой бухгалтерской отчетности, согласно Приложению к приказу МФ РФ № 67н от 22 июля 2003 г.

Под *обязательствами* понимают задолженность компании перед третьими лицами, возникшую из событий прошлых периодов, урегулирование которой приведет к оттоку ресурсов, содержащих экономическую выгоду.

В соответствии со срочностью исполнения обязательств выделяют:

- *Долгосрочные обязательства*, исполнение которых ожидается через 1 год и более;
- *Краткосрочные обязательства*, исполнение которых должно быть выполнено в течение 1 года с момента составления баланса.

В краткосрочные обязательства, как в соответствии как с МСФО, так и РСБУ входят:

- краткосрочные заемные средства;
- кредиторская задолженность;
- прочие краткосрочные обязательства.

Кроме того, российский баланс включает в состав краткосрочных обязательств такие статьи, как «Доходы будущих периодов», «Резервы предстоящих расходов» и «Задолженность перед участниками (учредителями) по выплате доходов».

РСБУ понимает *краткосрочную кредиторскую задолженность* как задолженность по различным платежам, которые должна быть погашены в течение одного года, и платежи по которой обычно производятся за счет оборотных средств. В ее состав входят:

- задолженность перед поставщиками и подрядчиками;
- задолженность перед персоналом организации;
- задолженность перед государственными внебюджетными фондами;
- задолженность по налогам и сборам;
- задолженность перед прочими кредиторами, включая авансы полученные.

Российская отчетность по этой статье в основном совпадает с МСФО. Правда, достаточно часто в зарубежных странах в отдельную статью выделяют *авансы полученные*, которые возникают при получении денежных средств, под поставку товаров или услуг.

Краткосрочные кредиты и займы – это непогашенная на конец отчетного периода сумма заемных средств, подлежащая погашению в соответствии с договорами в течение 12 месяцев после отчетной даты. В эту статью попадают все задолженности по займам и кредитам вне зависимости от того, на какой период они первоначально брались.

МСФО, также как и РСБУ признает в составе текущих обязательств и «*Задолженность перед участниками (учредителями) по выплате доходов*», в которую включаются объявленные, но не выплаченные дивиденды и аналогичные платежи, подлежащие выплате участникам (акционерам). По своему смыслу они представляют собой распределение прибыли между собственниками компании, и с этой точки зрения они являются частью собственного капитала компании. Собственники в любой момент могут изменить принятое решение, в части не касающейся привилегированных акций. С другой стороны, раз они уже объявлены, то, следовательно, они являются задолженностью компании. Это двойственное положение позволяет рассматривать их и как часть обязательств и как часть капитала.

Долгосрочные обязательства – это обязательства, выпущенные на срок свыше одного года. В российской отчетности в нее входят:

- 1) *Долгосрочные банковские кредиты и займы*, включая облигации, погашение которых ожидается более, чем через 1 год;
- 2) *Отложенные налоговые обязательства*;
- 3) *Прочие долгосрочные обязательства*, в которые входит кредиторская задолженность со сроком погашения более 1 года, в том числе простые и переводные векселя со сроком погашения свыше одного год.

Особого рассмотрения требует статья «*Отложенные налоговые обязательства*». Их формируют временные налоговые разницы, уменьшающие налог на прибыль в текущем периоде и увеличивающие его в будущем. Отложенные налоговые обязательства равны временной разнице умноженной на ставку налога на прибыль.

Реальным источником формирования этих активов являются:

- положительные разницы в величине амортизационных отчислений по налоговому кодексу и бухгалтерскому учету;
- проценты по выданным займам при условии, что период начисления процентов меньше периода их платежа;

- при включении по бухгалтерскому учету процентов по кредитам, взятым на покупку основных средств или материалов в их первоначальную стоимость, а в целях налогообложения прибыли показанные в состав внереализационных расходов.

Поэтому, как отмечалось ранее переход к МСФО и переоценка основных средств с учетом их реальной стоимости и реальных размеров амортизационных отчислений, величина этой статьи может существенно измениться.

Определенного внимания требует и статья, *прочие долгосрочные обязательства*. Как показывает практика, в этой статье могут отражаться субсидии из бюджета, а также стоимость основных средств передаваемых организации в бессрочное пользование. Как в первом, так и во втором случае эти вложения в предприятие не являются собственными обязательствами и их логичнее (по крайней мере, для целей финансового анализа) рассматривать как часть капитала.

Резервы - это часть собственных средств предприятия предназначенная для покрытия возможных потерь в будущих периодах. В большинстве стран резервы не считаются обязательствами, так как не ясен ни размер потерь, ни ее получатель. В МСФО признается, что если резерв создается в отношении существующего обязательства, то при определенных условиях его можно рассматривать как обязательство, даже если установить его величину можно лишь приближенно. Примером могут служить резервы на выплаты по выданным гарантиям. В зарубежных компаниях создают различные резервы, суть которых заключается в том, чтобы изъять из налогообложения определенную часть прибыли, которая может оказаться необходимой для покрытия возможных потерь. Резервы, независимо от их характера, рассматриваются как расходы, а не как способ распределения прибыли, остающейся в распоряжении предприятия. МСФО разделяет резервы на три категории:

- на снижение стоимости активов;
- на покрытие рисков;
- на обязательные расходы.

Существенной особенностью баланса по МСФО является формирование резервов практически по всем видам текущих активов. В частности формируются:

1) *Резервы по краткосрочным и долгосрочным инвестициям*, которые рассчитываются как разница между текущей рыночной (оценочной) стоимостью инвестиций и их балансовой стоимостью, если эта разница отрицательна;

2) *Резервы по сомнительным долгам*, представляющая общую оценочную сумму задолженности, которая не будет погашена;

3) *Резервы складских потерь*, представляющая общую оценочную сумму недостачи, которая может быть выявлена при инвентаризации складов сырья и материалов, а также готовой продукции. Мировой Банк считает, что

размер этой недостачи в российских условиях должен быть не меньше 10% от величины запасов;

4) Резервов по *снижению стоимости авансов, выданных поставщикам*. Резервы создаются в отношении активов, которые при проведении оценки не имеют балансовой стоимости. Резерв создается с целью избежать потенциальных убытков от снижения рыночной стоимости, за время исполнения заказа, для которого выдан аванс.

5) *Резервы на снижение стоимости основных средств* создаются с целью покрыть потери от возможной порчи и морального устаревания основных средств. Сумма резерва должна покрывать разницу между балансовой стоимостью и предполагаемой ценой реализации.

6) *резервы на покрытие валютных рисков*, связанных с неблагоприятным изменением курсов валют, создаются относительно средств на валютных счетах, а также валютных обязательств.

7) Особым видом резервов, которые должны учитываться при формировании резервов по всем видам основных фондов являются *резервы по потери залогов*, величина которых определяется как превышение балансовой стоимости имущества над залоговой.

Наконец, в последние годы особое стали обращать внимание на формирования *резервов по выданным гарантиям и поручительствам*, которые после краха американской компании «Энрон» в 2002 году рекомендуется формировать на полный объем выданных гарантий. Во многом, неожиданность банкротства «Энрона» была вызвана тем, что величина резервных фондов по выданным гарантиям и поручительствам была значительно меньше, чем объем выданных дочерним компаниям «Энрона» гарантий. И когда часть из этих компаний обанкротилась, то резервов материнской компании оказалось недостаточно, чтобы погасить «неожиданно» возникшие убытки.

Согласно МСФО к резервам на обязательные расходы относятся вычеты из базы налога на прибыль, создаваемые специально для использования налоговых льгот, предоставленных налоговым законодательством. В российских условиях может создаваться только строго ограниченный список подобных резервов, а именно:

- Резерв на предстоящую оплату отпусков;
- Резерв на выплату ежегодных вознаграждений за выслугу лет;
- Резерв на выплату премий работникам по итогам года;
- Резерв расходов на ремонт основных средств;
- Резерв на производственные расходы по подготовительным работам в связи с сезонным характером производства;
- Резерв предстоящих затрат по ремонту предметов проката.

Страховые фонды (резервы) для финансирования расходов по предупреждению и ликвидации последствий аварий, пожаров, стихийных бедствий и других чрезвычайных ситуаций, а также для страхования имущества организаций, жизни работников и гражданской ответственности за причинение вреда имущественным интересам третьих лиц.

Статья "*Доходы будущих периодов*" предназначена для отражения информации:

А) о доходах, полученных (начисленных) в отчетном периоде, но относящихся к будущим отчетным периодам,

Б) предстоящих поступлений задолженности по недостаткам прошлых лет, выявленным в отчетном периоде

В) разницы между суммой, подлежащей взысканию с виновных лиц, и стоимостью ценностей, принятой к бухгалтерскому учету при выявлении недостачи и порчи.

Г) поступлении безвозмездной помощи, субсидий и грантов .

В соответствии с МСФО субсидии и гранты классифицируются в зависимости от того, на какие цели они получены – активы или доход. *Субсидии и гранты, относящиеся к активам*, – это субсидии, критерием для получения которых является факт покупки, строительства или иного приобретения долгосрочных активов. *Субсидии и гранты, относящиеся к доходу*, – это субсидии, не относящиеся к активам.

По МСФО субсидии и гранты, относящиеся к активам, должны либо отражаться в балансовом отчете как доходы будущих периодов, либо вычитаться из стоимости активов. Субсидии, относящиеся к доходу, должны показываться отдельно или вычитаться из соответствующих затрат.

В состав доходов будущих периодов включают и *отрицательную деловую репутацию*. Под последней понимают, отрицательную разницу между покупной стоимостью активов и их балансовой оценкой. Иными словами, под отрицательной деловой репутацией понимается получение компанией части имущества бесплатно.

РСБУ никак не выделяет субсидии и гранты относящиеся к активам как и отрицательную деловую репутацию из общего состава доходов будущих периодов. В МСФО предусмотрен следующий механизм, превращения субсидий и грантов, относящихся к активам, в часть акционерного капитала компании. На приобретенные активы начисляется амортизация. Она вычитается как из расходов будущих периодов и прибавляется к прибыли компании. В результате, через период, равный сроку использования приобретенных на основе субсидий основных средств, они входят в состав акционерного капитала. Основная проблема с этими средствами состоит в том, что в российских компаниях обычно не выделяют амортизацию, начисляемую на основные средства созданные за счет грантов. Поэтому в российских условиях возможна их амортизация за 1 годовой период. Обоснованность этой позиции состоит в том, что, во-первых, чаще всего субсидии обычно компенсируют убытки предприятия, во-вторых, вложения в уставной капитал также фактически формируются не из прибыли предприятия, наконец, выдавая грант или продавая основные средства со скидкой, спонсор надеется на получение собственной прибыли, которая не может быть выражена в явной форме.

Резервы и Доходы будущих периодов представляет собой первые две статьи, включаемые в понятие расширенный капитал.

В состав *собственного капитала* входят две основных составляющих:

- 1) Доля миноритариев;
- 2) Капитал, относящийся к основным акционерам.

Доля миноритариев возникает у тех компаний (*материнская компания*), которые владеют контрольными пакетами акций в других фирмах (*дочерних компаниях*). Любая компания, у которой имеются такие пакеты, должны в соответствии с МСФО представлять консолидированную финансовую отчетность, в которой представлены данные по всем организациям, контролируемым данной материнской компанией. При составлении консолидированной финансовой отчетности финансовая отчетность материнской и дочерних компаний объединяются построчно путем сложения аналогичных статей активов, обязательств, капитала, доходов и расходов. Для того чтобы консолидированная финансовая отчетность представляла финансовую информацию о группе как о единой компании, необходимо соблюдать следующие принципы:

- балансовая стоимость инвестиций материнской компании в каждую дочернюю компанию и часть капитала каждой дочерней компании, принадлежащая материнской компании, исключаются;
- чистая прибыль каждой дочерней компании распределяется пропорционально доли материнской компании и доли других акционеров в капитале этой компании;
- доля консолидированной чистой прибыли, приходящейся на долю миноритариев, получается сведением данных по чистой прибыли в дочерних компаниях, приходящихся на их долю за отчетный период;
- пропорционально доли материнской компании в уставном капитале и доли в нем других акционеров определяется капитал, приходящийся на долю миноритариев в каждой конкретной дочерней компании.
- доля миноритариев в консолидированном балансе материнской компании определяется как сумма их капиталов в каждой дочерней компании.

В состав *капитала, относящегося к основным акционерам*, включаются:

1) Уставной капитал. Для акционерных обществ и обществ с ограниченной ответственностью это сумма номинальных стоимостей акций (паев) эмитированных данным предприятием. Для государственных и муниципальных унитарных предприятий в качестве уставного капитала рассматриваются средства, которые были выделены на создание предприятия. Величина уставного капитала уменьшается на величину не внесенных учредителями взносов (не выкупленными акциями), а также на стоимость собственных акций, выкупленных у акционеров. Это уменьшение отражено в статье «стоимость собственных акций, выкупленных у акционеров».

2) Резервный капитал – это те отчисления из прибыли, которые были направлены на формирования резервов на покрытие возможных убытков и рисков.

3) Дополнительный капитал - это капитал, который сформировался в

результате переоценки стоимости имущества данного предприятия.

4) Нераспределенная прибыль, в которую входит вся накопленная чистая прибыль компании. В случае, если формируется консолидированный баланс, то в нее включаются все капиталы, относящиеся на долю материнской компании в дочерних компаниях.

В табл. 1.7, представлены пассивы баланса в соответствии с МСФО.

В балансовом отчете, составленном по стандартам МСФО, акционерный капитал, основных акционеров должен отображать параметры представленные в табл. 1.8.

Таблица 1.7. Методика формирования пассивов баланса в стандартах МСФО

№	Строки аналитического баланса	Формула расчета	Обозначения
1	Текущие обязательства:	Сумма строк: 2+3+8+9	ТП
2	Краткосрочные займы	Займы и кредиты (90,94) {610}	КЗС
3	Кредиторская задолженность:	Сумма строк: 4+5+6+7	КЗ
4	Счета и векселя к оплате	Поставщики и подрядчики (621)	ККЗТ
5	Налоги к уплате	Задолженность перед внебюджетными фондами {623}+ задолженность перед бюджетом {624}	КЗБП
6	Оплате труда	Задолженность перед персоналом организации {622}	КЗОТ
7	Прочая кредиторская задолженность	Прочие кредиторы {625}	ПКЗ
8	Дивиденды к выплате	Задолженность перед участникам (учредителями) по выплате доходов {630}	ЗУВД
9	Прочие текущие обязательства	Прочие краткосрочные обязательства {660}	ПКО
10	Долгосрочные обязательства:	Сумма строк: 11+12+13	ДП
11	Долгосрочные займы	Займы и кредиты (92,95) {510}	ДЗС
12	Отложенные налоговые обязательства	Отложенные налоговые обязательства {520}	ДОН
13	Прочие долгосрочные обязательства	Прочие долгосрочные обязательства {530}	ПДО
14	Расширенный капитал	Сумма строк: 15+16+17	РСК
15	Доходы будущих периодов	Доходы будущих периодов {640}	ДБП
16	Резервы	Резервы предстоящих расходов и платежей {650}+резервы, создаваемые по обесценению активов и рискам	РПР
17	Собственный капитал:	Сумма строк: 18+19	СК
18	Доля миноритариев		ДМ
19	Акционерный капитал, основных акционеров	Сумма строк: 20+21+22+23	СС
20	Акционерный капитал	Уставный капитал {410} - Собственные акции, выкупленные у акционеров (411)	УК
21	Резервы и фонды	Резервный капитал {430}	РФ
22	Добавочный капитал	Добавочный капитал {420}	ДК
23	Нераспределенная прибыль	Нераспределенная прибыль {470}	НРП
24	СУММАРНЫЙ ПАССИВ	Сумма строк: 14+10+1	П

Примечание:- название строк указаны для годовой бухгалтерской отчетности, согласно Приложению к приказу МФ РФ № 67н от 22 июля 2003 г с учетом изменений в соответствии с Приказом Минфина РФ от 18.09.2006 г. № 115 н

Таблица 1.8. Описание акционерного капитала в соответствии с МСФО

1) Привилегированные акции: Номинальная стоимость. Число акций, разрешенных к выпуску, выпущенных и находящихся в обращении.	Стоимость привилегированных акций
2) Обыкновенные акции: Номинальная стоимость. Число акций разрешенные к выпуску акции. Число выпущенные акции. Число акции, на которые проведена подписка.	Стоимость обыкновенных акций
3) Число обыкновенные акции, на которые проведена подписка	Число акций
4) Эмиссионный доход от выпуска акций в текущем периоде: Доход от выпуска привилегированных акций. Доход от эмиссии обыкновенных акций	Стоимость
5) Выкупленные акции по себестоимости	Число акций
6) Стоимость выкупленных акций	Стоимость акций
7) Оплаченный капитал по собственным акциям	1) + 2) -6)
8) Субсидированный капитал (Гранты и субсидии, относящиеся к доходу)	Стоимость грантов
9) Всего оплаченный капитал	7) + 8)
10) Дополнительный капитал	Стоимость
11) Нераспределенная прибыль	Стоимость
Итого: Акционерный капитал	9) +10) +11)

1.9. Отчет о прибылях и убытках по РСБУ и МСФО

Отчет о прибылях и убытках составляется в обязательном порядке, как в российской, так и в международной отчетности. Название данной формы также совпадает в отечественных стандартах и в МСФО. Рассмотрим содержание данной формы. В состав обязательных линейных статей, которые должны раскрываться как по МСФО, так и по РСБУ входят:

- выручка без НДС, полученная предприятием за отчетный период. В российском стандарте допускается возможность выделения в ее составе доходов от разных видов деятельности.
- текущая себестоимость производства товаров без НДС за отчетный период. В российском стандарте допускается возможность выделения в ее составе себестоимости от разных видов деятельности. В отличие от РСБУ в МСФО в состав текущей себестоимости не включаются амортизационные отчисления
- валовая прибыль: Выручка – текущая себестоимость производства
- общие текущие затраты, включающие коммерческие и управленческие расходы и сальдо прочих операционных доходов и расходов
- прибыль от текущей операционной деятельности (EBIDTA – earning before interest payments, depreciation, taxes and amortization). Представляет разницу, между валовой прибылью и общими текущими затратами
- амортизация

- операционная прибыль (EBID) Валовая прибыль минус амортизация
- затраты по финансированию (прочие внереализационные расходы и проценты к уплате);
- доля прибылей и убытков, ассоциированных компанией и совместной деятельности, учитываемых по методу участия (прочие внереализационные доходы, дивидендные и процентные платежи);
- результаты чрезвычайных обстоятельств
- прибыль до налогов (ЕВТ)
- расходы по налогу на прибыль
- прибыль и убыток от обычной деятельности;
- доля меньшинства;
- чистая прибыль или убыток за период.

Несмотря на то, что некоторые из перечисленных статей называются своеобразно, однако практически все из статей, требуемых в обязательном порядке по МСФО, отражаются в отечественной форме № 2 "Отчет о прибылях и убытках" (табл. 1.9).

Таблица 1.9. Формирование отчета о прибылях и убытках в стандартах МСФО (В фигурных скобках даны коды строк российского отчета о прибылях и убытках).

№	Строки аналитического отчета	Формула расчета	Обозначения
1	Чистый объем продаж	Выручка (нетто) от реализации товаров {010}	В
2	Текущая себестоимость реализации товаров	Себестоимость реализации товаров {020} – Амортизация	ПС
3	Валовая прибыль	Выручка (нетто) от реализации товаров {010} - Себестоимость реализации товаров {020}	ВВ
4	Общие издержки	Коммерческие расходы {030} + Управленческие расходы {040}	ОИ
5	Другие операционные доходы	Прочие операционные доходы {090}	ДОД
6	Другие операционные расходы	Прочие операционные расходы {100}	ДОР
7	Прибыль от текущей операционной деятельности	Прибыль (убыток) от реализации {050} + Прочие операционные доходы {090} – Прочие операционные расходы {100}	ПтОД
8	Амортизация	Форма 5 «3» или форма Ф 5	АМ
8	Операционная прибыль	Прибыль от текущей операционной деятельности – Амортизация	ПП
8	Проценты к получению	Проценты к получению {060} + Доходы от участия в других организациях {080}	ПКП
9	Проценты к выплате	Проценты к уплате {070}	ПУП
10	Другие внереализационные доходы	Прочие внереализационные доходы {120}	ДВД
11	Другие внереализационные расходы	Прочие внереализационные расходы {130}	ДВР
12	Прибыль до налога	Прибыль (убыток) отчетного периода {140}	ПдН
13	Налог на прибыль	Налог на прибыль {150} – Отложенные налоговые активы + Отложенные налоговые обязательства	НнП
14	Чистая прибыль	Прибыль (убыток) отчетного периода {140} - Налог на прибыль	ПпН

При определении размеров прибыли по МСФО необходимо учитывать ее увеличение, за счет амортизации субсидий и грантов, относящихся к активам, а также изменения состава резервов. Величина амортизации субсидий и грантов, относящихся к активам, прибавляется к чистой прибыли. По МСФО резервы по активам и рискам рассматриваются как часть финансовых издержек, что приводит к необходимости корректировки величины чистой прибыли на разницу между этими резервами на начало периода и на конец периода. Если эта разница положительна, то она увеличивает чистую прибыль, а если отрицательна, то уменьшает.

Можно сделать вывод, что требования МСФО выполняются при составлении отчета о прибылях и убытках в РФ только отчасти. Нужно отметить, что остается статья, отсутствующая в российской форме 2, - это доля миноритариев. Напомним, что термин "доля миноритариев" означает часть в капитале и чистых результатах материнской компании, которая приходится на ту долю дочерних компаний, которой материнская компания не владеет напрямую или косвенно через дочерние компании. Мы уже отмечали в предыдущем разделе отсутствие данной статьи в отечественной форме бухгалтерского баланса.

Кроме этого МСФО 1 требует раскрытия в отчете о прибылях и убытках или в примечаниях суммы дивидендов на акцию.

МСФО предполагает, что отчет о прибылях и убытках может быть составлен двумя качественно различными способами, определяемыми классификацией затрат, используемой при составлении отчета о прибылях и убытках по операционной деятельности. Разбивка на подклассы может осуществляться по одному из двух следующих методов, которые, собственно, и определяют форму отчета о прибылях и убытках. Это:

- метод характера (элементов) затрат и
- метод функции затрат.

При методе характера затрат расходы объединяются в отчете о прибылях и убытках в соответствии с их характером (например, оплата сырья, материалов и энергии, оплата труда, оплата услуг, налоги в себестоимости и т.д.) и не перераспределяются между различными функциональными направлениями внутри компании (такая форма принята в российской форме статистической отчетности 5 «з» и форме Ф 5). Приведем пример классификации доходов и расходов с помощью метода характера затрат:

- Выручка;
- Прочий операционный доход;
- Изменения в запасах готовой продукции и незавершенного производства;
- Использованное сырье и расходные материалы;
- Заработная плата;
- Прочие операционные расходы;
- Суммарные операционные расходы;
- Прибыль от текущей операционной деятельности;
- Амортизация;

- Прибыль от операционной деятельности.

При методе функций затрат или структуры себестоимости продаж расходы классифицируются в соответствии с их функцией при реализации продукции. В частности выделяют функции, связанные с производством продукции, организацией продаж и общим управлением компанией. Примером построения отчета о доходах и убытках, построенном на функциональной классификации затрат может служить российская форма Ф 2, в соответствии с которой выделяются:

- Выручка;
- Себестоимость производства;
- Валовая прибыль;
- Коммерческие расходы;
- Административно-управленческие расходы;
- Прибыль от операционной деятельности;
- Процентные доходы и расходы;
- Прочие операционные доходы и расходы;
- Прибыль до налогообложения.

Однако метод функции затрат не используется для составления другой российской отчетности, в результате Форма 2 оказывается оторванной от других форм финансовой и статистической отчетности, что делает ее мало содержательной с точки зрения анализа. Введенная с 2002 года (в соответствии с «Налоговым кодексом») новая форма пояснений к Форме 2 и декларации по налогу на прибыль привели к окончательной несопоставимости всех форм бухгалтерской и налоговой отчетности.

Еще одним отличием представления отчета о прибылях и убытках по российским и международным стандартам является классификация доходов и расходов от прочих видов деятельности. В соответствии с МСФО чистая прибыль или убыток за период состоит лишь из двух качественно различных слагаемых:

- прибыль или убыток от обычной деятельности;
- результаты чрезвычайных обстоятельств.

Таким образом, практически все статьи доходов и расходов, включенные в расчет чистой прибыли или убытка за период, возникают в процессе обычной деятельности компании. И только в редких случаях событие или сделка приводят к возникновению чрезвычайной статьи.

Примерами событий или сделок, которые ведут к возникновению чрезвычайных статей, являются:

- экспроприация активов;
- чрезвычайные природные явления (землетрясения, другие природные катастрофы, существенно повлиявшие на деятельность предприятия).

Сопоставляя данные требования с отечественной формой № 2, видим что с 2003 года в российской форме отчета о прибылях и убытках этих статей нет. В целом, необходимо отметить, что существующая форма 2 не позволяет прямо рассчитать такой показатель как EBITDA, который очень широко используется в мировой практике.

2. АНАЛИЗ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ

2.1. Основные цели и задачи финансового анализа

Финансовый анализ представляет собой способ накопления, трансформации и использования информации финансового характера, имеющий целью:

- оценить текущее и перспективное финансовое состояние предприятия;
- оценить возможные и целесообразные темпы развития предприятия с позиции финансового их обеспечения;
- выявить доступные источники средств и оценить возможность и целесообразность их мобилизации;
- спрогнозировать положения предприятия на рынке капиталов.

Понятие "анализ" буквально означает декомпозицию изучаемого объекта на части, составляющие и элементы. Анализ финансового состояния преследует несколько целей:

- идентификацию финансового положения;
- выявление изменений в финансовом состоянии в пространственно-временном разрезе;
- выявление основных факторов, вызвавших изменение в финансовом состоянии;
- прогноз основных тенденций в финансовом состоянии.

Предметом финансового анализа являются финансовые ресурсы и результаты их использования. Основной задачей финансового анализа является оценка финансового состояния организации и выявление возможностей повышения эффективности ее функционирования за счет проведения рациональной финансовой политики.

Финансовое состояние предприятия - это комплексное понятие, которое характеризуется системой показателей, отражающих наличие, размещение и использование финансовых ресурсов предприятия и зависит от целого ряда производственно-финансовых факторов и обусловлено всеми видами финансовых отношений предприятия с бюджетом, налоговыми органами, банками, кредиторами и т.д.

Финансовое состояние предприятия можно оценивать с точки зрения краткосрочной и долгосрочной перспектив. В первом случае критериями оценки финансового состояния оказываются ликвидность и платежеспособность предприятия, т.е. способность своевременно и в полном объеме произвести расчеты по краткосрочным обязательствам. С позиции долгосрочной перспективы финансовое состояние предприятия характеризуется структурой источников средств, степенью зависимости от внешних инвесторов и кредиторов, эффективностью использования имеющихся ресурсов.

Субъектами анализа называют физические или юридические лица, которые проводят анализ. Ими могут быть как внешние (аудиторские фирмы,

рейтинговые агентства и т.д.), так и внутренние (финансово-экономические отделы, инвестиционные отделы и т.д.) структуры. Субъекты анализа передают его результаты различным *пользователям информации*, которые непосредственно или косвенно заинтересованы в оценке состояния предприятия.

Субъекты анализа могут быть непосредственно заинтересованы или не заинтересованы в деятельности предприятия. Во втором случае они должны защищать интересы определенной группы потребителей отчетности. Не заинтересованных субъектов анализа называют независимыми. В качестве независимых субъектов анализа выступают аудиторские фирмы, консультанты, юристы, пресса и т.д.

К числу *внешних пользователей* следует отнести собственников предприятия, кредиторов (банки и другие кредитные предприятия), потенциальных инвесторов, поставщиков, потребителей, налоговые органы. К числу внутренних пользователей обычно относят топ-менеджмент компании и персонал, стоящий на более низких уровнях управления, профсоюзные организации. Каждый из потребителей аналитической информации оценивает ее исходя из своих интересов и представлений. Так, собственники интересуются оценкой роста собственного капитала компании, эффективностью использования ресурсов менеджментом предприятия, а также возможностями получения дивидендов. Кредиторы стараются понять, сможет ли предприятие выполнить обязательства по уже полученным кредитам, целесообразно ли предоставлять новый кредит и на каких условиях. Потенциальные инвесторы пытаются определить, что они смогут получить, вложив деньги в капитал предприятия. Наконец, покупателям и поставщикам не безразлично обанкротится предприятие или нет, можно ли сделать его более сговорчивым по продажным (покупным) ценам. Интерес в анализе со стороны высшего руководства предприятия объясняется в первую очередь желанием сохранить свою позицию или создать трамплин для прыжка в своем карьерном росте и увеличении благосостояния. Во многом схожие интересы преследует при оценке полученной информации персонал.

Следует отметить, что углубленный анализ финансового состояния может быть произведен только при наличии на предприятии адекватного управленческого учета и отчетности.

Цели пользователей аналитической информации могут быть самыми различными, но все они сходятся в главном — это получение ключевых для себя показателей, позволяющих дать максимально точную оценку, как текущего состояния объекта, так и перспектив его развития. В табл. 2.1 дана примерная характеристика целей и интересов пользователей информации

Таблица 2.1. Характеристика интересов и целей финансового анализа различных участников коммерческого дела

Группы участников	Вклад	Компенсация	Основные направления анализа
Собственники	Вложения денежных средств в уставной капитал	Дивиденды, рост курсовой стоимости акций	Финансовые результаты, устойчивость положения, рост капитала
Кредиторы	Займы, кредиты	Проценты	Ликвидность, Обеспеченность выполнения кредитных договоров
Руководство (топ-менеджмент)	Знания, компетентность и время	Оплата труда, получение привилегированных акций	Аспекты деятельности фирмы, обеспечивающие сохранению позиций и карьерный рост
Персонал	Труд и время	Заработная плата и отчисления на социальные нужды	Эффективность хозяйственной деятельности, возможность увеличения заработной платы
Поставщики	Поставка товара	Цена продукции	Финансовое состояние
Покупатели	Закупка товара	Цена продукции	Финансовое состояние
Государственные органы	Создание инфраструктуры функционирования бизнеса	Фискальные платежи	Финансовые результаты

2.2. Основные типы моделей, используемые в финансовом анализе и исходные данные для их построения

Проводя финансовый анализ, предприятие получает возможность определить слабые места в использовании финансовых ресурсов, выявить подсистемы в которых возникают сбои и задержки, возникают избыточные издержки или наблюдается недополучение доходов. Важно понять за счет чего возникают эти проблемы: по внешним причинам (например, из-за несвоевременных расчетов покупателей за полученную продукцию), или по внутренним (например, из-за избыточных запасов сырья и материалов или производства продукции, не нашедшей спроса и т.п.). Задачи, которые ставятся и решаются в рамках финансового анализа, входят в число одних из наиболее важных для предприятий, стремящихся побеждать в конкурентной борьбе.

Источником информации для финансового анализа чаще всего является управленческая и бухгалтерская отчетность предприятия. Наиболее важная информация содержится в бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках. Однако для оценки реального состояния часто приходится прибегать и другим источникам информации, в которых может содержаться нужная информация.

Финансовый анализ проводится с помощью моделей различного типа, позволяющих структурировать и идентифицировать взаимосвязи между основными показателями. Можно выделить три основных типа моделей:

дескриптивные, предикативные нормативные.

Дескриптивные модели являются основными для оценки финансового состояния предприятия. К ним относятся: построение системы отчетных балансов, представление финансовой отчетности в различных аналитических разрезах (вертикальном и горизонтальном), различные аналитические коэффициенты. Все эти модели основаны на использовании информации бухгалтерской и статистической отчетности

В основе *вертикального* анализа лежит представление бухгалтерской отчетности по иерархически упорядоченным подразделениям компании. При вертикальном анализе рассчитывают относительные величины, характеризующие вклад отдельных подразделений в обобщающие показатели предприятия. Обязательным элементом анализа служат динамические ряды этих величин, что позволяет отслеживать и прогнозировать структурные сдвиги в деятельности предприятия.

Горизонтальный анализ проводится в разрезе отдельных статей или их групп, выделяемых в бухгалтерской отчетности. В рамках этого анализа определяются темпы роста балансовых статей или статей отчета о прибылях и убытках, устанавливаются причины благоприятных и неблагоприятных изменений.

Система аналитических коэффициентов — основная составляющая анализа финансового состояния, используемая различными группами пользователей. Для каждого из пользователей интерес могут представлять только определенные группы показателей.

Предикативные модели, используются для прогноза изменения финансового состояния предприятия в будущем. К ним относятся: как относительно простые модели, формируемые на основе трендов, так и достаточно сложные экономико-математические модели, описывающие прогнозное финансовое состояние предприятия на основе системы прогнозных балансов, потоков денежных средств и предполагаемых прибылей и убытков.

Нормативные модели, используются для задания финансовых целевых показателей, которые предприятию необходимо достичь или поддерживать.

Финансовый анализ можно разбить на следующие этапы:

- 1) предварительный анализ – формирование отчетности, в соответствии с требованиями международных стандартов (см. раздел 1)
- 2) общая оценка финансового состояния и его изменения за анализируемый период, основанная на анализе абсолютных показателей (общая стоимость имущества, стоимость оборотных средств предприятия, внеоборотных средств, величина собственных и заемных средств);
- 3) коэффициентный анализ – получение небольшого числа ключевых (наиболее информативных) параметров, дающих объективную и точную картину состояния предприятия.
- 4) формирование выводов и формирование основы для создания предикативных и нормативных моделей.

После принятия решения о целесообразности проведения финансового анализа необходимо убедиться:

- в наличии необходимых для его реализации форм бухгалтерской, статистической и управленческой отчетности,
- в правильности и ясности заполнения отчетных форм,
- в согласованности валюты баланса и всех промежуточных итогов,
- в согласованности контрольных соотношений между различными формами, используемыми для анализа;
- в неизменности учетной политики в течение изучаемого периода, а в случае ее изменения постараться привести их к сопоставимому виду.

Требуется также изучить изменения в условиях работы предприятия в течение анализируемого периода (например, слияния его с другими предприятиями, выделением из него самостоятельных фирм и т.д.) и определить основные тенденции в отрасли, в которой осуществляет свою деятельность предприятие.

Экономическое состояние действующего хозяйственного субъекта может быть охарактеризован двояко: с позиции имущественного положения предприятия и с позиции его финансового положения. Взаимосвязь между ними очевидна:

- нерациональная структура имущества, его некачественный состав может привести к ухудшению финансового положения;
- омертвление средств в товарах, дебиторской задолженности может повлиять на своевременность текущих платежей;
- неоправданный рост заемных средств может привести к сокращению имущества для расчетов с кредиторами.

Оценка финансового состояния опирается на изучении динамики балансов предприятия и отчетов о прибыли убытков. Имущественное положение оценивается с помощью вертикального анализа и горизонтального анализа активов баланса, а также анализа качественных сдвигов в имущественном положении.

Основные исходные данные для проведения финансового анализа содержатся:

- форма 1 (Бухгалтерский баланс);
- форма 2 (Отчет о прибылях и убытках).

При использовании информации, отраженной в балансе не следует забывать, что:

- он является моментальной фотографией: он фиксирует итоги финансово-хозяйственной деятельности на определенную дату;
- результаты, отраженные в балансе, зависят от используемой учетной политике,
- для ответа на вопрос, «Что явилось причиной текущего финансового состояния?» требуется привлечь дополнительные источники информации, включая сведения об инфляции, скорости внедрения новых технологий, экономическом положении в сфере бизнеса

- предприятия и др.;
- для получения объективной картины и оценки тенденций анализ должен проводиться в динамике, используя отчетность за ряд периодов и по возможности дополняться сопоставлением их с показателями у аналогичных предприятий и среднеотраслевыми значениями;
 - баланс не совсем адекватно отражает состояние предприятие в течение отчетного периода, особенно по статьям текущих активов и пассивов.

При использовании внутригодовых (квартальных, полугодовых и т.д.) форм Ф 2 «Отчет о прибылях и убытках» нужно помнить, что результаты текущего года отражаются в них нарастающим итогом. Поэтому, сравнивая результаты разных периодов, необходимо выделить в них результаты, относящиеся к конкретному периоду, уменьшив значения строк в отчете рассматриваемого периода на величину этих же строк в предшествующем периоде.

2.3. Анализ ликвидности баланса предприятия

2.3.1. Понятие ликвидности баланса

Потребность в анализе ликвидности баланса возникает в связи с необходимостью оценки кредитоспособности предприятия. *Ликвидность баланса* определяется как степень покрытия обязательств предприятия его активами, срок превращения которых в денежную форму соответствует сроку погашения обязательств. Анализ ликвидности баланса заключается в сравнении активов, сгруппированных по степени их ликвидности и расположенных в порядке убывания ликвидности, с обязательствами по пассиву, сгруппированными по срокам их погашения и расположенными в порядке возрастания сроков.

Пассивы предприятия делятся на три основные группы:

- капитал предприятия;
- долгосрочные обязательства;
- краткосрочные обязательства.

Срочность обязательств, входящих в соответствующие группы, различны. Для исполнения долгосрочных обязательств у предприятия имеется не менее 12 месяцев, а вот краткосрочные обязательства могут быть предъявлены к оплате в любой момент. Поэтому, чтобы безболезненно их исполнить предприятию следует иметь текущих активов не меньше, чем размер краткосрочной задолженности.

Разная срочность обязательств ведет к делению ликвидности на *краткосрочную* и *долгосрочную*. Первая характеризует способность предприятие погасить текущую задолженность, а вторая его возможности (на момент проведения анализа) полностью рассчитаться по всем своим долгам перед кредиторами.

Анализ ликвидности проводится на основе использования двух групп показателей – *абсолютных*, характеризующих в стоимостных единицах близость предприятия к банкротству, и *относительных*, оценивающих соотношение между различными группами активов и обязательствами, а также структуру обязательств и активов.

2.3.2. Абсолютные показатели ликвидности

Абсолютные показатели ликвидности показывают близость предприятия к банкротству. Очевидно, что если *расширенный капитал предприятия* меньше 0, то это означает, что предприятие уже фактически стало банкротом и его существование может прекратиться в любой момент.

Близость к банкротству показывает и отрицательность *собственного капитала* или *акционерного капитала, основных акционеров*, рассчитанных в соответствии с МСФО. Так как отрицательность собственного капитала может возникать из-за очень большой величины сформированных резервов или доходов будущих периодов, то их отрицательность не означает, что предприятие уже фактически стало банкротом.

Однако имеется целый ряд других показателей, которые говорят не о уже наступившем состоянии банкротства, а приближении к нему.

Первым из таких показателей является *собственный оборотный капитал (СОК)*, который определяется как разность между долгосрочными средствами предприятия и вложениями во внеоборотные активы:

$$\text{СОК} = \text{СС} + \text{ДЗС} - \text{ВНА}, \quad (2.1)$$

где **СС** – собственные средства предприятия; **ДЗС** – долгосрочные заемные средства; **ВНА** – внеоборотные активы.

Показатель определяет, сколько средств, находящихся в долгосрочном распоряжении предприятия, вложено в оборотный капитал. Считается, что текущая ликвидность предприятия может быть оценена положительно, если $\text{СОК} > 0$, в ином случае – отрицательно, так как при предъявлении претензий кредиторов по текущим обязательствам предприятие будет вынуждено продать часть своих основных средств.

В целом предполагается, что устойчиво работающее предприятие производит хотя бы частичное финансирование оборотного капитала за счет долгосрочных источников или, говоря другими словами, не осуществляет финансирование своих внеоборотных активов за счет краткосрочных пассивов.

Меньшую опасность представляет отрицательность чистого собственного оборотного капитала (**ЧСОК**), однако и она оказывается очень неприятным моментом, так как означает, что без внешних источников капитала, предприятие вынуждено было бы воспользоваться своими внеоборотными активами для покрытия обязательств

$$\text{ЧСОК} = \text{СС} - \text{ВНА}, \quad (2.2)$$

где **СС** – акционерный капитал основных акционеров.

Еще одну сторону близости к банкротству показывает *ликвидационная стоимость предприятия*, которая показывает, сколько средств осталось бы у акционеров, если бы все кредиторы предъявили свои обязательства к срочному погашению. Для оценки ликвидационной стоимости предприятия первоначально оценивается *ликвидационная стоимость активов* (ЛСА), которая представляет собой взвешенную сумму всех статей активов:

$$ЛСА = \sum_{i=1}^I \lambda_i * A_i, \quad (2.3)$$

где λ_i - коэффициент ликвидности i – й статьи (строки) активов ($0 \leq \lambda_i \leq 1$);
 A_i - балансовая стоимость i – й статьи активов; $i= 1, I$ (I - число статей активов).

Показатель ликвидационной стоимости активов представляет собой тот объем денег, который можно было бы получить при быстрой продаже (за 1-2 месяцев) всех активов предприятия.

Ликвидационная стоимость предприятия (ЛСП) определяется как разница между ликвидационной стоимостью активов и размером всех обязательств предприятия перед третьими лицами:

$$ЛСП = ЛСА - ТП - ДЗС. \quad (2.4)$$

Ликвидационная стоимость предприятия показывает, сколько получат собственники предприятия при быстрой продаже имущества компании, если оно будет вынуждено ликвидироваться. Если ликвидационная стоимость предприятия отрицательна, то это означает, что на момент оценки предприятие является не платежеспособным, т.е. в случае необходимости не смогло бы рассчитаться по всем своим задолженностям в полном объеме за разумный срок (1-2 месяца). Если ликвидационная стоимость предприятия меньше величины уставного капитала, то это говорит о том, что собственники в случае ликвидации предприятия на момент анализа не только не смогут получить прибыль на выполненные ранее вложения, но и не вернут сумму своих первоначальных инвестиций.

Анализируя близость предприятия к банкротству можно придерживаться схемы, представленной на рис.



Рис. 2.1. Оценка близости к банкротству предприятия на основе абсолютных показателей ликвидности

Показатели абсолютной ликвидности являются фактически дихотомичными, дающими только два ответа «да» или «нет». Они не могут оценивать более тонкие нюансы, касающиеся платежеспособности предприятия. Для этого используются показатели относительной ликвидности.

2.3.3. Коэффициенты текущей ликвидности (платежеспособности)

Когда говорится о краткосрочной ликвидности предприятия, имеется в виду наличие у него оборотных средств в размере, достаточном для погашения краткосрочных обязательств. Основным признаком ликвидности служит формальное превышение (в стоимостной оценке) оборотных активов над краткосрочными пассивами. Чем больше это превышение, тем благоприятнее финансовое состояние предприятия с позиции ликвидности. Если величина оборотных активов меньше краткосрочных пассивов, то текущее положение предприятия неустойчиво – вполне может возникнуть ситуация, когда оно будет не в состоянии рассчитаться по своим обязательствам.

Основными потребителями информации о текущей ликвидности предприятия выступают менеджеры предприятия, кредиторы, предоставляющие предприятию коммерческие кредиты, финансово-кредитные учреждения, предоставляющие краткосрочные кредиты на пополнение оборотных средств фирмы.

Уровень краткосрочной ликвидности оценивается по системе аналитических показателей – коэффициентов краткосрочной ликвидности, основанных на сопоставлении оборотных средств и краткосрочных пассивов предприятия.

С позиции ликвидности текущие активы могут быть разделены на три группы:

- денежные средства в кассе и на расчетных счетах предприятия – наиболее ликвидные средства, которые могут быть использованы для текущих расчетов немедленно;
- прочие высоколиквидные и быстроликвидные активы (краткосрочные финансовые вложения, дебиторы по товарным операциям), для обращения которых в денежную наличность требуется небольшое время;
- наименее ликвидные текущие активы – материально-производственные запасы, затраты в незавершенном производстве, готовая продукция и др.

Тем самым, рассчитываются три коэффициента краткосрочной ликвидности: *коэффициенты покрытия* (C_p), *срочности* (C_T) и *абсолютной ликвидности* (C_{al}), причем каждый следующий коэффициент учитывает все более ликвидную часть текущих активов.

Коэффициент покрытия (C_p) представляет собой отношение текущих активов к текущим пассивам:

$$C_p = \frac{TA}{ТП}, \quad (2.5)$$

где ТА – величина текущих активов; ТП – величина текущих обязательств.

Этот коэффициент показывает, насколько оборотные средства предприятия, в т.ч. и дебиторская задолженность, могут покрыть его обязательства перед кредиторами, т.е. дает общую оценку ликвидности предприятия, показывая, сколько рублей текущих активов приходится на один рубль текущей краткосрочной задолженности (текущих обязательств).

На практике для данного коэффициента рекомендуются качественные оценки, представленные в табл. 2.1.

Таблица 2.1. Ранжирование значений коэффициента покрытия

Оценка	Отлично	Хорошо	Удовлетворительно	Плохо
Значение коэффициента	от 2 до 2,49*	более 2,5 или от 1,5 до 1,99	от 1 до 1,49	менее 0,99

* когда коэффициент покрытия очень большой, то это может свидетельствовать о том, что либо бизнес имеет плохие перспективы, либо предприятие осторожно в займе денег, либо никто не дает предприятию в долг.

Данный коэффициент имеет ряд особенностей, которые необходимо учитывать, выполняя сопоставления. Во-первых, числитель включает оценку запасов и дебиторской задолженности. Поскольку методы оценки запасов

могут отличаться, то это может оказывать существенное влияние на сопоставимость показателей. То же можно сказать и в отношении учета сомнительных долгов. Во-вторых, значение коэффициента тесно связано с уровнем эффективности работы предприятия по управлению запасами. В-третьих, некоторые предприятия с высокой оборачиваемостью текущих активов могут позволить относительно невысокие значения данного коэффициента.

Коэффициент срочности (C_T) представляет собой отношение наиболее ликвидной части текущих активов к общему числу текущих пассивов:

$$C_T = \frac{ДС + КФВ + КДЗ}{ТП}, \quad (2.6)$$

где ДС – денежные средства; КДЗТ – краткосрочная дебиторская задолженность; КФВ – краткосрочные финансовые вложения.

По своему смыслу этот показатель аналогичен коэффициенту покрытия. Однако исчисляется он по более узкому кругу оборотных активов, когда из расчета исключена наименее ликвидная их часть. Логика такого исключения состоит не только в значительно меньшей ликвидности запасов, но, что гораздо более важно, в том, что денежные средства, которые можно выручить в случае вынужденной реализации производственных запасов, могут быть существенно ниже расходов по их приобретению.

На практике для данного коэффициента рекомендуются качественные оценки, представленные в табл. 2.2.

Таблица 2.2. Ранжирование значений коэффициента срочности

Оценка	Отлично	Хорошо	Удовлетворительно	Плохо
Значение коэффициента	более 1,5	от 1 до 1,49	от 0,5 до 0,99	менее 0,49

Анализируя динамику данного коэффициента, необходимо обращать внимание и на факторы, обусловившие его изменение. Так, если рост коэффициента срочности был связан в основном с увеличением неоправданной дебиторской задолженности, вряд ли это характеризует деятельность предприятия с положительной стороны.

Коэффициент абсолютной ликвидности ($C_{А1}$) равен отношению величины наиболее ликвидных активов к сумме наиболее срочных обязательств:

$$C_{А1} = \frac{ДС}{ТП}. \quad (2.3)$$

Коэффициент абсолютной ликвидности показывает, какую часть текущих пассивов предприятие может погасить немедленно.

На практике для данного коэффициента рекомендуются качественные оценки, представленные в табл. 2.3.

Таблица 2.3. Ранжирование значений коэффициента абсолютной ликвидности

Оценка	Отлично	Хорошо	Удовлетворительно	Плохо
Значение коэффициента	Более 0,2	От 0,1 до 0,19	от 0,05 до 0,09	менее 0,049

Взвешенный коэффициент текущей ликвидности (C_{wCL}) Помимо трех базовых коэффициентов краткосрочной ликвидности, описание которых представлено выше, на практике часто рассчитывают также коэффициент взвешенной текущей ликвидности и коэффициент качества текущих активов, при определении которых учитывают величину ликвидности каждой строки текущих активов отдельно. Использование подобного подхода при анализе ликвидности баланса способно дать однозначный ответ на вопрос о том, способно ли предприятие в действительности погасить свои текущие обязательства.

Как уже говорилось ранее, каждая строка активов бухгалтерского баланса предприятия имеет определенный уровень ликвидности, размер который определяется коэффициентом λ_i (где i – номер соответствующей строки баланса). Величина указанных коэффициентов индивидуальна (см. раздел 1.7) и может определяться на основе стандартизованных значений, а также детализированного анализа состава текущих активов. Значение коэффициента равно отношению реальной (ликвидной) стоимости текущих активов к текущим обязательствам предприятия.

$$C_{wCL} = \frac{\sum_{i=1}^I \lambda_i * A_i}{ТП}, \quad (2.4)$$

где λ_i – коэффициент ликвидности i – й статьи текущих активов ($0 \leq \lambda_i \leq 1$);

A_i - балансовая стоимость i – й статьи (строки) текущих активов;
 $i= 1, I$ (I – число статей текущих активов).

Коэффициент показывает, насколько текущие активы при их обращении в денежную форму превзойдут текущие обязательства предприятия.

На практике для данного коэффициента рекомендуются качественные оценки, представленные в табл. 2.4.

Таблица 2.4. Ранжирование значений взвешенного коэффициента взвешенной текущей ликвидности

Оценка	Отлично	Хорошо	Удовлетворительно	Плохо
Значение коэффициента	Более 1,5	от 1,2 до 1,49	от 0,9 до 1,19	менее 0,89

Коэффициент качества текущих активов (C_{QA}) определяется как отношение реальной (ликвидной) стоимости текущих активов к их балансовой стоимости:

$$C_{QA} = \frac{\sum_{i=1}^I \lambda_i * A_i}{TA} \quad (2.5)$$

Эта формула представляет собой отношение взвешенных текущих активов к общей величине текущих активов. Показатель определяет, сколько стоит (при быстрой реализации) в среднем 1 руб. текущих активов. Текущие активы имеют низкое качество, если $C_{QA} \leq 0,6$.

2.3.4. Коэффициенты долгосрочной ликвидности

В общем случае анализ долгосрочной ликвидности нацелен на определение финансовых перспектив на срок более 1 года. Действительно, в то время как при краткосрочном анализе основной целью было определение возможности предприятия по обслуживанию текущих долгов, при долгосрочном анализе основная задача - это выявление узких мест в будущем. В рамках такого анализа производится оценка использования предприятием собственных и заемных средств, а также их структуры с точки зрения сохранения ликвидности предприятия в перспективе. Среди основных потребителей результатов данного анализа выступают стратегические инвесторы, собственники предприятия, финансово-кредитные предприятия, предоставляющие средства на длительный срок.

Коэффициент маневренности (С_М) определяется как отношение собственного оборотного капитала к сумме долгосрочных источников финансирования деятельности предприятия:

$$C_M = \frac{СОК}{СС + ДЗС}, \quad (2.6)$$

где СОК – собственный оборотный капитал;
СС – собственные средства предприятия;

ДЗС – долгосрочные заемные средства.

Данный показатель определяет, какая доля средств, находящихся в долгосрочном распоряжении предприятия, может быть относительно быстро выведена из данного бизнеса.

На практике для данного коэффициента рекомендуются качественные оценки, представленные в табл. 2.5.

Таблица 2.5. Ранжирование значений коэффициента маневренности

Оценка	Отлично	Хорошо	Удовлетворительно	Плохо
Значение коэффициента	Более 0,7	от 0,4 до 0,69	от 0,1 до 0,39	менее 0,09

Коэффициент независимости (автономии) (C_{aut}) процент собственных средств в общей сумме используемых предприятием ресурсов и рассчитывается как

$$C_{aut} = \frac{PCC}{A}, \quad (2.7)$$

где PCC – расширенный собственные средства предприятия;
A – балансовая стоимость активов.

Формула показывает, какую часть в пассивах занимают собственные средства предприятия. Очевидно, что в предприятия с более высокой долей собственного капитала кредиторы вкладывают средства более охотно, поскольку такие предприятия характеризуются существенной финансовой независимостью и, следовательно, с большей вероятностью могут погасить долги за счет собственных средств.

На практике для данного коэффициента рекомендуются качественные оценки представленные в табл. 2.6.

Таблица 2.6. Ранжирование значений коэффициента независимости

Оценка	Отлично	Хорошо	Удовлетворительно	Плохо
Значение коэффициента при оценке текущей платежеспособности	Более 0,66	от 0,5 до 0,65	от 0,33 до 0,49	менее 0,32
Значение коэффициента при оценке долгосрочной платежеспособности	Более 0,75	От 0,5 до 0,749	от 0,25 до 0,49	менее 0,25

Коэффициент независимости может быть отрицательным, а это означает катастрофическое положение предприятия. Аналогами данного показателя являются коэффициенты зависимости и задолженности. Коэффициент зависимости (C_{dep}) определяется как доля обязательств в пассивах, т.е.

$$C_{dep} = \frac{ДП + ТП}{П} \quad (2.8)$$

Тем самым между коэффициентами независимости и зависимости имеется следующая взаимосвязь:

$$C_{aut} = 1 - C_{dep} \quad (2.9)$$

Еще одним коэффициентом, характеризующим структуру пассивов является коэффициент задолженности (C_{loa}), который определяется как отношение долгосрочных и текущих обязательств к расширенным собственным средствам, т.е.

$$C_{loa} = \frac{ДП + ТП}{PCC} = \frac{C_{dep}}{C_{aut}} = \frac{1}{C_{aut}} - 1 \quad (2.10)$$

Коэффициенты независимости и зависимости приняты в европейских странах, а коэффициент задолженности в США. Но поскольку они выводимы один из другого, то всегда можно пользоваться только одним из них.

Коэффициент долгосрочной финансовой независимости (C_{autl}) доля собственных средств и долгосрочных обязательств в общей сумме используемых предприятием ресурсов и рассчитывается как

$$C_{autl} = \frac{PCC + ДП}{A}, \quad (2.11)$$

где ДП – долгосрочные пассивы; А – балансовая стоимость активов.

Формула показывает, какую часть в пассивах занимают собственные средства предприятия и долгосрочные обязательства. Очевидно, что чем больше величина показателя долгосрочной финансовой независимости, тем меньше риск возникновения недостатка финансовых средств в краткосрочной перспективе и, следовательно, кредиторы более охотно могут выдавать краткосрочные кредиты, поскольку такие предприятие характеризуются существенной финансовой независимостью и, следовательно, с большей вероятностью могут погасить краткосрочные долги за счет собственных средств.

Коэффициент общей ликвидности (C_{GL}) определяется как отношение общей суммы активов предприятия к сумме внешних источников финансирования деятельности предприятия:

$$C_{gl} = \frac{A}{ТП + ДП}, \quad (2.12)$$

где А – балансовая стоимость активов; ТП – текущие пассивы; ДП – долгосрочные пассивы.

Коэффициент общей ликвидности показывает, насколько могут быть покрыты текущие и долгосрочные пассивы за счет имущества предприятия.

На практике для данного коэффициента рекомендуются качественные оценки, представленные в табл. 2.7.

Таблица 2.7. Ранжирование значений коэффициента общей маневренности

Оценка	Отлично	Хорошо	Удовлетворительно	Плохо
Значение коэффициента	более 3	от 2 до 2,99	От 1 до 1,99	менее 0,99

Взвешенный коэффициент общей ликвидности (C_{wGL}) определяется как отношение ликвидационной стоимости активов к размеру всех сторонних обязательств предприятия:

$$C_{wGL} = \frac{ЛСА}{ТП + ДП}. \quad (2.13)$$

Данный коэффициент дает представление о соотношении реальной суммы активов (с учетом уровня их ликвидности) с размером обязательств предприятия перед внешними кредиторами, т.е. определяет, во сколько раз ликвидационная стоимость имущества превосходит размер краткосрочной и долгосрочной задолженности компании.

На практике для данного коэффициента рекомендуются качественные оценки представленные в табл. 2.8.

Таблица 2.8. Ранжирование значений коэффициента общей ликвидности

Оценка	Отлично	Хорошо	Удовлетворительно	Плохо
Значение коэффициента	более 2	От 1,5 до 1,99	от 1 до 1,49	менее 0,99

2.4. Анализ деловой активности предприятия

2.4.1. Общая характеристика показателей деловой активности

Термин «деловая активность» начал использоваться в отечественной экономической литературе сравнительно недавно в связи с внедрением широко известных в различных странах мира методик анализа финансовой отчетности на основе системы аналитических коэффициентов. Трактовка данного термина может быть различной. В широком смысле *деловая активность* означает весь спектр усилий, направленных на продвижение фирмы на рынках продукции, труда, капитала. В контексте анализа финансово-хозяйственной деятельности этот термин понимается в более узком смысле — как текущая производственная и коммерческая деятельность предприятия. В этом случае словосочетание «деловая активность» представляет собой, возможно, не вполне удачный перевод англоязычного термина «business activity», характеризующего соответствующую группу коэффициентов из системы показателей.

Деловая активность коммерческой предприятия проявляется в динамичности ее развития, достижении ею поставленных целей, что отражают натуральные и стоимостные показатели, эффективном использовании экономического потенциала, расширении рынков сбыта своей продукции.

Оценка деловой активности на качественном уровне может быть получена в результате сравнения деятельности данной коммерческой предприятия и родственных по сфере приложения капитала предприятий. Такими качественными (т.е. неформализуемыми) критериями являются: широта рынков сбыта продукции; наличие продукции, поставляемой на экспорт; репутация коммерческой предприятия, выражающаяся, в частности, в известности клиентов, пользующихся услугами коммерческой предприятия; в устойчивости связей с клиентами и др.

Количественная оценка и анализ деловой активности могут быть сделаны по двум направлениям:

- обеспеченность предприятия необходимыми ресурсами;
- уровень эффективности использования ресурсов предприятия.

Иногда в число показателей, характеризующих деловую активность, включают коэффициенты, определяющие степень выполнения плана по основным показателям, а также обеспечение заданных темпов их роста.

Уровень эффективности использования ресурсов предприятием определяется скоростью их оборота. Ускорение оборачиваемости оборотных средств уменьшает потребность в привлечении дополнительных финансовых

ресурсов, позволяет предприятию погашать часть кредитов (абсолютное высвобождение), либо для использования их для дополнительного выпуска продукции (относительное высвобождение).

В результате ускорения оборота высвобождаются вещественные элементы оборотных средств, меньше требуется запасов сырья, материалов, топлива, заделов незавершенного производства и пр., а, следовательно, высвобождаются и денежные ресурсы, ранее вложенные в эти запасы и заделы. В результате чего улучшается финансовое состояние предприятия, укрепляется платежеспособность.

Показатели оборачиваемости активов определяются обычно относительно выручки. Существуют два основных типа показателей, определяющих оборачиваемость активов и пассивов: время оборота и скорость оборота.

Время оборота (ВО_i) *i*-й группы (строки) активов (пассивов) определяется как отношение стоимости соответствующего актива (пассива) на конец (середины) отчетного периода к среднедневной выручке за период, т.е.:

$$ВО_i = \frac{A_i}{B} * \theta, \quad (2.14)$$

где A_i – средняя стоимость *i* – й группы активов (пассивов) за анализируемый отчетный период; B – выручка от реализации; θ – число дней в анализируемом отчетном периоде, в течение которого была получена выручка. При определении продолжительности периода считают, что в месяце – 30 дней, в квартале 90 дней, в полугодии – 180 дней, а в году 360.

Данный показатель характеризует время, на которое выручка “замораживается” в виде соответствующего актива или пассивов.

Скорость оборота (количество оборотов) (КО) *i* – й группы текущих активов определяется по формуле:

$$КО_i = \frac{B}{\tau * A_i}, \quad (2.15)$$

где τ – продолжительность периода, за который рассчитана выручка (в годах). Единицей измерения этого показателя является число оборотов *i*-й группы активов (пассивов) в год. Чем больше оборотов может сделать актив (пассив), тем эффективнее используются оборотные средства.

Показатели времени оборота и скорости оборота обратно пропорциональны друг другу

$$ВО_i = \frac{1}{\tau * КО_i} * \theta. \quad (2.16)$$

Поэтому для характеристики оборота активов (пассивов) всегда можно пользоваться только одним из них. Показатели скорости оборота, для стабильно функционирующих предприятий, могут оказаться не

определенными (из-за деления на 0) значительно чаще, чем время оборота. Поэтому при оценке рекомендуется пользоваться именно коэффициентами – время оборота.

Время оборота — это комплексный показатель, так как оно обусловлено технологическим процессом, характером применяемой техники и уровнем управления оборотными средствами. Чтобы сократить время оборота, надо совершенствовать управление производством, технологию, механизировать и автоматизировать труд, а также интенсивно заниматься сбором дебиторской задолженности.

Основными показателями, характеризующими обеспеченность предприятия основными ресурсами определяются относительно расхода этих ресурсов или себестоимости производства. Они показывают, на сколько дней хватает тех ресурсов, которые имеются на предприятии. Общая формула для расчета этих показателей

$$OP_i = \frac{A_i}{P} * \theta, \quad (2.16)$$

где P – расход ресурса за период продолжительностью в θ дней.

Основными информационными источниками при выполнении анализа деловой активности выступает, помимо бухгалтерского баланса предприятия, его отчет о прибылях и убытках, который характеризует доходы и расходы предприятия за определенный промежуток времени (обычно ежеквартально). В «Отчете о прибылях и убытках» результаты текущего отчетного периода отражается нарастающим итогом. В периоды, характеризующиеся высоким уровнем инфляции (более 15% в год), пользоваться показателем, построенным на основе накопленного итога, нецелесообразно, т. к. возникают существенные искажения, так как более ранние показатели оказываются сдвинутыми в область более высоких значений. Поэтому до расчета коэффициентов (поквартально) необходимо произвести уменьшение значения строк в отчете рассматриваемого периода на величину соответствующей строки в предшествующем периоде.

Для сопоставимости исходных данных следует, начиная со второго периода, вносить средние значения отдельных строк баланса (активов и пассивов), которые определяются по формуле

$$C_t^н = \frac{C_t^ф + C_{t-1}^ф}{2}, \quad (2.17)$$

где $C_t^н$ - среднее значение отдельной строки баланса в периоде t ;

$C_t^ф$ - значение отдельной строки баланса на конец периода t ;

$C_{t-1}^ф$ - значение отдельной строки баланса на конец периода $t-1$;

2.4.2. Показатели времени оборота текущих активов предприятия

Теоретически можно считать, что для любого вида активов можно рассчитать их время оборота, но в реальности существуют ограничения с точки зрения экономической интерпретации полученных значений.

Удовлетворительная интерпретация возможна только относительно текущих активов, поэтому мы будем рассматривать только эти показатели.

Совокупное время оборота всех текущих активов (ВО_{ТА}) рассчитывается как частное от деления текущих активов на выручку, т.е.:

$$\text{ВО}_{\text{ТА}} = \frac{\text{ТА}}{\text{В}} * \theta. \quad (2.18)$$

Как уже говорилось ранее, любое предприятие стремится максимально результативно использовать свое имущество, т.е. максимально сократить время оборота текущих активов. Реализация на практике подобного подхода позволяет предприятию получить дополнительное преимущество в конкурентной борьбе, т.к. оно будет способно решать те же задачи, что и ранее, но используя при этом меньше финансовых ресурсов. Однако, в состав текущих активов входят краткосрочные финансовые активы – денежные средства и краткосрочные финансовые вложения, которые участвуют в обороте средств лишь косвенно. Предприятию может быть выгодно помещать часть своих оборотных средств в высокодоходные краткосрочные финансовые вложения. Таким образом, реальный цикл оборота на предприятии определяется временем оборота текущих активов без учета финансовых активов. Показатель, отражающий время, необходимое для вложения в производства денежных средств и получения их после продажи товаров мы будем называть *чистым временем оборота*, которое рассчитывается по формуле:

$$\text{ВО}_{\text{ТАН}} = \frac{(\text{ТТ} - \text{ДС} - \text{КФВ}) * \theta}{\text{В}}, \quad (2.19)$$

где ДС денежные средства, КФВ – краткосрочные финансовые вложения..

Чистое время оборота для большинства предприятий *не должно превышать 120 дней + удвоенное время технологического цикла* производства типового изделия. Под *временем технологического цикла* понимают тот минимальный срок, за который можно произвести готовое изделие из исходного сырья и материалов на данном предприятии. Под *типовым изделием*, обычно понимают наиболее массовую, из выпускаемых видов, продукцию. Время технологического цикла обычно устанавливается на основе анализа технологических карт производства изделий.

Если чистое время оборота превышает указанный период, то, скорее всего, у предприятия имеются какие-то проблемы (со сбытом продукции, с расчетами с покупателями, с избыточными запасами и т.д.).

Чистое время оборота складывается из частного времени оборота отдельных элементов текущих активов. Чтобы проанализировать деловую активность необходимо выявить детальную структуру оборота, т.е. на каких именно этапах операционного цикла скорость оборота наиболее замедляется и, напротив, какие его элементы реализуются успешно. Для этого рассчитывается еще пять коэффициентов:

- время оборота материальных запасов сырья и материалов (ВО_{ЗСМ});

- время оборота незавершенного производства ($BO_{НЗП}$);
- время оборота товарных запасов ($BO_{ТЗ}$);
- время оборота дебиторской задолженности за товары и услуги ($BO_{ДЗ}$);
- время оборота авансов и расходов будущих периодов ($BO_{ДЗ}$).

Время оборота материальных запасов сырья и материалов ($BO_{ЗСМ}$) рассчитывается как:

$$BO_{ЗСМ} = \frac{ЗСМ}{В} * \theta, \quad (2.20)$$

где ЗСМ – запасы сырья и материалов.

Чисто теоретически, с точки зрения финансового менеджмента, желательно, чтобы данный коэффициент был равен 0, т.е. предприятие работало бы «с колес» (без складских запасов). Однако, на практике такой подход в российских условиях является крайне рискованным. Кроме этого, необходимо помнить, что при минимизации размеров текущих складских запасов предприятие часто увеличивает транспортные издержки, а иногда вынуждено покупать материалы по более высоким ценам (как «мелкий» покупатель).

Если данный показатель меньше или равен 20 дням, то можно считать, что коэффициент ликвидности запасов ($\lambda_{ЗСМ}$) составляет 0,65, т.е. ликвидационная стоимость запасов весьма высока.

Если время оборота материальных запасов колеблется от 20 до 120 дней, то коэффициент ликвидности запасов ($\lambda_{ЗСМ}$) определяется по следующей формуле

$$\lambda_{ЗСМ} = 0,75 - 0,005 * (BO_{ЗСМ} - 20). \quad (2.21)$$

Если время оборота материальных запасов превышает 120 дней, то коэффициент ликвидности запасов ($\alpha_{ЗСМ}$) составляет 0,25.

Время оборота незавершенного производства ($BO_{НЗП}$) равно:

$$BO_{НЗП} = \frac{НЗП}{В} * \theta. \quad (2.22)$$

Время оборота незавершенного производства обычно отождествляется с длительностью производственного цикла типового предприятия, выпускающего соответствующий вид продукции.

Считается, что никаких проблем в производстве нет, если

$$1,5 * T_{ДПЦ} \geq BO_{НЗП} \geq 0,5 * T_{ДПЦ}, \quad (2.23)$$

где $T_{ДПЦ}$ – длительность технологического цикла в днях.

Если $BO_{НЗП} > 1,5 * T_{ДПЦ}$, то в существующем управлении производственными процессами на предприятии, имеются определенные проблемы, связанные с нерациональной организацией производства. Еще

одной причиной нарушения, как верхней границы неравенства, так и его нижней может быть то, что часть продукции не пользуется спросом. Если нарушается верхняя граница, то это может означать, что предприятие запустило сырье и материалы в переработку, а затем обнаружило, что сбыта не существует. Нарушение нижнего неравенства связано с теми же обстоятельствами, но принятое руководством решение было иным – вообще не запускать сырье и комплектующие в переработку.

Время оборота товарных запасов (ВО_{ТЗ}) определяется как:

$$\text{ВО}_{\text{ТЗ}} = \frac{\text{ТЗ}}{\text{В}} * \theta, \quad (2.24)$$

где ТЗ – товарные запасы.

Данный показатель характеризует средний период времени, в течение которого оборотные средства иммобилизуются в товарных запасах. Очевидно, что в общем случае предприятие заинтересовано в сокращении этого отрезка времени. Быстрый рост данного показателя от периода к периоду говорит о затоваривании склада в связи со снижением спроса, уменьшение показателя, наоборот, является признаком повышения спроса на продукцию. Вместе с тем следует помнить, что ряд товаров имеет такие сбытовые особенности, как, например, сезонность производства или потребления, поэтому в какие-то периоды размер товарных запасов может расти. Кроме того, предприятие может придерживаться маркетинговой политики – каждый покупатель должен получить свой продукт в момент запроса. Такая политика ведет к росту величины времени оборота товарных запасов. Поэтому при оценке деятельности компании следует, как можно более детально ознакомиться с особенностями спроса и производства продукции на данном предприятии, а также проанализировать его сбытовую политику.

Показатель важен для оценки ликвидности запасов продукции, производимой или перепродаваемой предприятием.

В целом, товарные запасы относятся к быстроликвидным активам (ликвидность товарных запасов составляет в среднем 0,85). О такой ликвидности можно говорить, если время оборота товарных запасов (ВО_{ТЗ}) не превосходит 30 дней.

Если время оборота товарных запасов (ВО_{ТЗ}) находится в пределах от 30 до 90 дней, то коэффициент ликвидности товарных запасов начинает снижаться ($\lambda_{\text{ТЗ}}$). Снижение стоимости будет определяться по формуле:

$$\lambda_{\text{ТЗ}} = 0,85 - 0,01 * (\text{ВО}_{\text{ТЗ}} - 30). \quad (2.25)$$

Если время оборота товарных запасов (ВО_{ТЗ}) более 90, то коэффициент ликвидности товарных запасов ($\alpha_{\text{ТЗ}}$) будет равен 0,25.

Время оборота дебиторской задолженности по товарам и услугам (ВО_{КДЗ}) рассчитывается так:

$$VO_{\text{КДЗ}} = \frac{\text{КДЗ}}{B} * \theta. \quad (2.26)$$

Время оборота дебиторской задолженности отражает динамику (увеличение или уменьшение) размеров коммерческого кредита, предоставляемого предприятием потребителю. Рост показателя означает увеличение продаж в кредит.

Показатель времени оборота дебиторской задолженности ($VO_{\text{КДЗ}}$) для большинства предприятий не должен превышать 2 месяцев. Если это выполняется, можно считать, что дебиторская задолженность является среднеликвидным активом с коэффициентом ликвидности 0,8.

Если время оборота дебиторской задолженности за товары и услуги начинает превышать 2 месяца, то ее ликвидность начинает падать, так как в составе задолженности, скорее всего, будет образовываться просроченная задолженность. В простейшем варианте коэффициент ликвидности будет определяться формулой:

$$\lambda_{\text{КДЗ}} = 0,8 - 0,0092 * (VO_{\text{КДЗ}} - 60). \quad (2.27)$$

Если время оборота дебиторской задолженности больше 120, то коэффициент ликвидности дебиторской задолженности ($\lambda_{\text{КДЗ}}$) составит 0,25.

Время оборота выданных авансов и расходов будущих периодов ($VO_{\text{АРБ}}$) рассчитывается так:

$$VO_{\text{АРБ}} = \frac{\text{РБП}}{B} * \theta, \quad (2.28)$$

где РБП – авансы и расходы будущих периодов, сформированные согласно МСФО. Время оборота выданных авансов и расходов будущих периодов отражает динамику (увеличение или уменьшение) размеров кредита, предоставляемого предприятием своим поставщикам, работникам, а также государственным органам. Рост показателя означает увеличение объемов подобного кредитования. При правильном управлении финансовыми процессами на предприятии он не может превышать 10 дней. Если условие нарушается, то это означает, что предприятие проводит достаточно рискованную финансовую политику, вкладывая денежные средства либо в не дающие отдачи проекты, либо переплачивает налоги, либо дает слишком большие авансы своим работникам.

2.4.3. Показатели обеспеченности

Эти показатели важны, прежде всего, для того, чтобы оценить устойчивость производства предприятия - потенциального заемщика к неблагоприятному изменению внешней среды. С этой точки зрения рассчитываются следующие два показателя:

- обеспеченность производства сырьем и материалами ($VO_{\text{ЗСМ}}$);
- обеспеченность наличностью ($VO_{\text{Н}}$).

Время оборота сырья и материалов (ВОЗ_{СМ}) равно

$$\text{ВОЗ}_{\text{СМ}} = \frac{\text{ЗСМ}}{P} * \theta, \quad (2.29)$$

где ЗСМ – запасы сырья и материалов; P – расход сырья и материалов за период.

Коэффициент показывает, насколько дней работы у предприятия хватит имеющихся запасов сырья и материалов. Считается, что для безрискового функционирования предприятия хватает запасов сырья и материалов на 15 дней, т.е. $\text{ВОЗ}_{\text{СМ}} \geq 15$. При нахождении показателя ВОЗ_{СМ} в пределах от 10 до 15 дней возникает небольшой риск, ритмичной работы предприятия, так как в этом случае каких-то материалов (комплектующих) может не хватить. Еще большим риском является поддержание запасов в пределах 5 –10 дней. Наконец, в российских условиях наличие запасов менее 5 дней может означать, что предприятие работает почти с колес. В зоне от 0 до 5 дней риск остановки работы из-за нехватки сырья и материалов растет обратно пропорционально числу дней их обеспеченности (рис. 2.1).

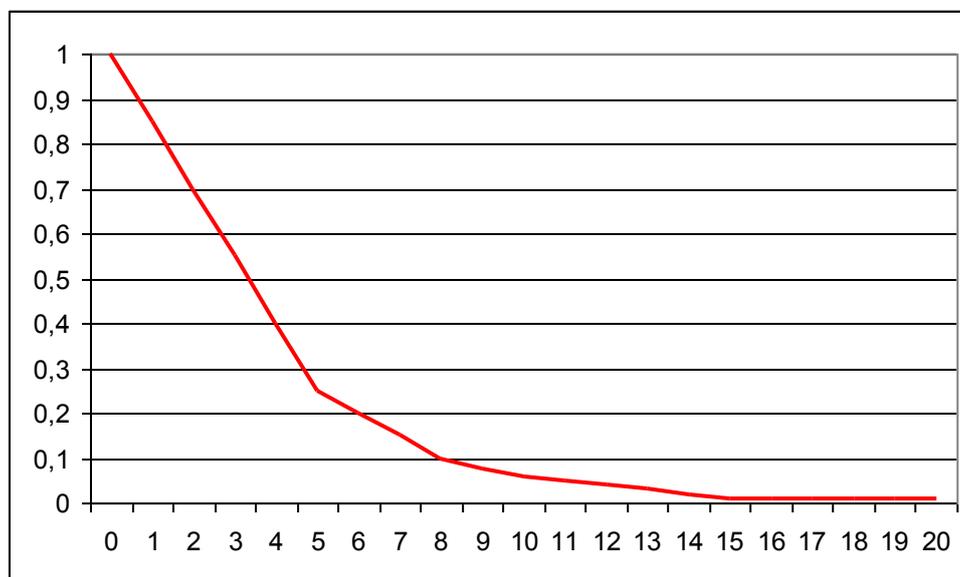


Рис. 2.1. Риск нарушения нормальной работы предприятия в зависимости от обеспеченности сырьем и материалами.

При более детализированном анализе требуется рассмотреть время оборота сырья и материалов по всем основным группам сырья и материалов.

Необходимо помнить, что нужно стремиться к минимизации времени оборота материальных запасов при соблюдении риска нарушения нормальной работы на достаточно низком уровне.

Расходы различных групп сырья и материалов могут быть установлены из данных первичной отчетности, а по агрегированным группам из формы 5 «З». Однако для приближенных расчетов для производственных предприятий достаточно широкого профиля может быть (при отсутствии соответствующих данных) использована упрощенная формула

$$\text{ВОЗ}_{\text{см}} = \frac{\text{ЗСМ}}{\text{Р} * 0,4} * \theta, \quad (2.30)$$

где Р – себестоимость проданной продукции за определенный период. Значение 0,4 в формуле (2.30) принято потому, что доля складированных материалов обычно составляет около 40% в себестоимости предприятий.

Обеспеченность денежными средствами (ВО_н) определяется как:

$$\text{ВО}_{\text{н}} = \frac{\text{ДС}}{\text{Ср} - \text{Ам} + \text{НДСб} + \text{НП} + \text{Ак}} * \theta, \quad (2.31)$$

где ДС – денежные средства; Ср – полная себестоимость проданной продукции, включая прочие операционные и внереализационные расходы (кроме резервов и отрицательных курсовых разниц); Ам – сумма амортизационных отчислений; НДСб – налог на добавленную стоимость, уплачиваемый в бюджет в анализируемом периоде (для крупных предприятий - в предшествующем периоде); НП – налог на прибыль; Ак – акцизы.

Знаменатель определяет, на что расходуются денежные средства. Числитель показывает, сколько денег имеется у предприятия (на расчетном, валютном и других счетах, а также в кассе). Сам коэффициент показывает, насколько дней текущей деятельности у предприятия имеется наличных денежных средств.

На практике для данного коэффициента рекомендуются качественные оценки, представленные в табл. 2.9.

Таблица 2.9. Ранжирование значений показателя времени оборота наличности

Оценка	Отлично	Хорошо	Удовлетворительно	Плохо
Значение показателя	от 3 до 6,9	от 2 до 2,9 и от 7 до 10	от 1 до 1,9 и от 15 до 24,9	менее 0,9 и более 25

Следует подчеркнуть, что наличие у предприятия стремления иметь в денежной наличности излишне большие средства является признаком низкого качества управления финансами, хотя, внешне безусловно, такая ситуация безобиднее плохой обеспеченности наличностью. Границы ухудшения оценки за пределами 7 дневного интервала определяется в первую очередь возможностями найти, подходящие доходные финансовые инструменты для временного размещения финансовых средств.

Снижение оценки при сокращении запасов денежных средств определяется риском невозможности предприятием исполнить свои обязательства по срочным платежам. Изменение этого риска представлено на рис. 2.2.

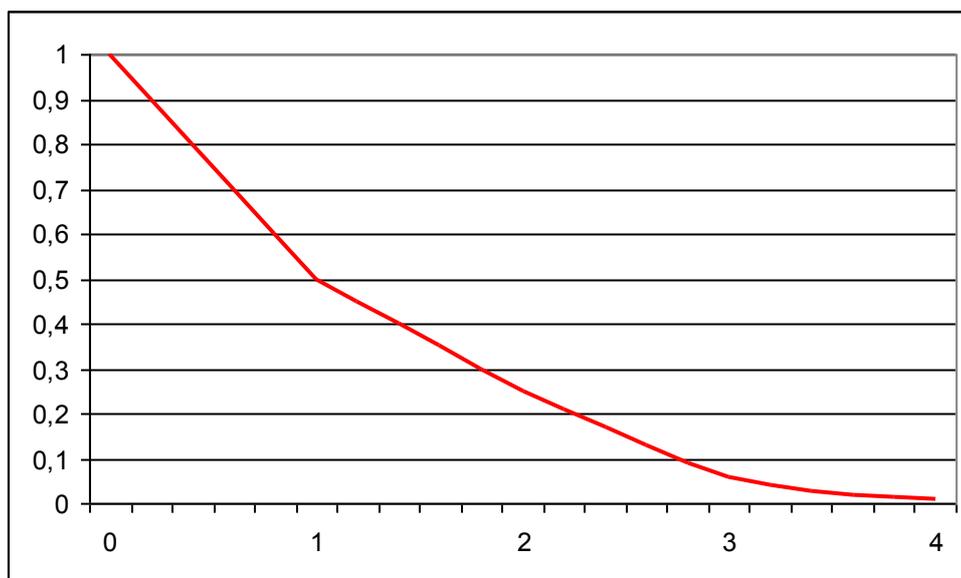


Рис. 2.2. Риск неисполнения срочных платежей в зависимости от обеспеченности денежными средствами.

2.4.4. Показатели времени оборота пассивов предприятия

Показатели оборачиваемости пассивов показывают, за сколько дней предприятие может рассчитаться по своим обязательствам. На практике обычно рассчитывают пять таких показателей:

- время оборота текущих пассивов ($ВО_{ТП}$);
- время оборота кредиторской задолженности ($ВО_{КЗ}$);
- время оборота первоочередных платежей ($ВО_{ПП}$);
- время оборота заемных средств ($ВО_{ЗС}$);
- время ожидания наличности ($ВОЖ$).

Время оборота текущих пассивов ($ВО_{ТП}$) рассчитывается как:

$$ВО_{ТП} = \frac{ТП}{В} * \theta. \quad (2.32)$$

Практически ни одно предприятие не обходится без краткосрочных обязательств.

В большинстве случаев предприятие заинтересовано в росте этой задолженности, т.к. в российских условиях практически все популярные источники краткосрочных средств (за исключением краткосрочных кредитов банков и займов, а также задолженности перед государством) являются бесплатными. Однако, излишне большой размер текущих пассивов является дестабилизирующим фактором, т.е. в любой момент перед предприятием может появиться необходимость моментного погашения текущих долгов, что сделать без привлечения внешних источников финансирования оно окажется не способно и сможет привести к потере самостоятельности.

В табл. 2.10 представлены рекомендуемые границы данного показателя.

Таблица 2.10. Ранжирование значений показателя времени оборота текущих пассивов

Оценка	Отлично	Хорошо	Удовлетворительно	Плохо
Значение показателя	менее 44 дней	от 45 до 59 дней	от 60 до 89 дней	Более 90 дней

На практике, чтобы более детально проанализировать возможность возникновения проблем, кроме этого показателя следует произвести расчет ряда показателей, характеризующих оборот отдельных видов обязательств.

Время оборота кредиторской задолженности (ВО_{кз}) равно

$$VO_{кз} = \frac{КЗ}{В} * \theta, \quad (2.33)$$

где КЗ – кредиторская задолженность.

Этот коэффициент дает представление о том, увеличивается или уменьшается срок предоставления коммерческого кредита и других краткосрочных средств, предоставляемых предприятию. Рост показателя – увеличение срока, снижение – сокращение сроков.

Время оборота первоочередных платежей (ВО_{пп}) равно

$$V_{пп} = \frac{КЗ_{бп} + КЗ_{вф} + КЗ_{от}}{В} * \theta, \quad (2.34)$$

где КЗ_{бп} – кредиторская задолженность по бюджетным платежам;

КЗ_{вф} - кредиторская задолженность по платежам ЕСН;

КЗ_{от} - кредиторская задолженность по оплате труда.

Коэффициент ВО_{пп} дает представление о том, в течение какого периода предприятие может рассчитаться по своим первоочередным платежам. Увеличение значения данного показателя говорит о том, что возможность отказа оплачивать текущую срочную задолженность возрастает.

В табл. 4.3. представлены рекомендуемые качественные границы оценки данного показателя.

Таблица 2.11. Ранжирование значений показателя «Время оборота кредиторской задолженности»

Оценка	Отлично	Хорошо	Удовлетворительно	Плохо
Значение показателя	Менее 14	От 15 до 29	от 30 до 59 дней	более 60 дней

Время оборота заемных средств (ВО_{кзс}) рассчитывается как

$$VO_{кзс} = \frac{КЗС + ДЗС / СС}{В} * \theta, \quad (2.35)$$

где СС – средний срок кредитования по долгосрочным кредитам.

Данный показатель позволяет оценить предельную величину кредита, который может быть выдан предприятию. Согласно банковским стандартам считается, что заемщик может рассчитывать получить краткосрочный кредит на сумму, не превышающую четверть от выручки, планируемой к получению

в период использования кредита. Таким образом, по значению данного показателя можно судить о возможности получения краткосрочного кредита предприятием.

Время ожидания наличности (ВОЖ) равно

$$\text{ВОЖ} = \text{ВО}_{\text{ТЗ}} + \text{ВО}_{\text{ДЗ}} - \text{ВО}_{\text{КЗ}}, \quad (2.36)$$

где $\text{ВО}_{\text{ТЗ}}$ – время оборота товарных запасов;

$\text{ВО}_{\text{ДЗ}}$ – время оборота дебиторской задолженности;

$\text{ВО}_{\text{КЗ}}$ – время оборота кредиторской задолженности.

Показатель дает представление о том, кто (предприятие или кредиторы) и в какой степени финансируется фонды обращения предприятия. Отличное значение данного показателя говорит о том, что большая часть дебиторской задолженности и товарных запасов предприятия финансируется за счет поставщиков и подрядчиков. Увеличение значения данного показателя может рассматриваться либо как излишне осторожная (жесткая) политика предприятия в области получения отсрочки оплаты за полученные товары, либо об излишнем накапливании товаров на складе и предоставлении посредникам на реализацию. Уменьшение данного показателя должна насторожить кредиторов предприятия и консервативно настроенных менеджеров предприятия, т.к. отрицательное значение рассматриваемого показателя говорит о том, что часть производственных оборотных фондов (наименее ликвидной части оборотных средств) финансируется за счет источников, не предназначенных по своей сути к этому.

В табл. 2.12 представлены рекомендуемые качественные границы оценки данного показателя.

Таблица 2.12. Ранжирование значений показателя «Время ожидания наличности»

Оценка	Отлично	Хорошо	Удовлетворительно	Плохо
Значение показателя	от 1 до 2,9	от 0,1 до 0,9 или от 3 до 4,9	От -14,9 до 0 или от 5 до 14,9	Менее -15 или более 15

2.5. Анализ результативности деятельности предприятия

2.5.1. Общая характеристика показателей результативности

Оценка результативности деятельности предприятия является завершающим этапом финансового анализа. *Результативность*, экономическая целесообразность функционирования коммерческого предприятия измеряются абсолютными и относительными показателями. Различают показатели экономического эффекта (результата) и экономической эффективности.

Экономический эффект — показатель, характеризующий результат деятельности. Это абсолютный стоимостной показатель, значения которого могут суммироваться по разным группам производств, видов деятельности, а если абстрагироваться от временной стоимости денег, то и по разным

периодам. В зависимости от уровня управления, отраслевой принадлежности объекта и других параметров в качестве показателей эффекта используют показатели валового национального продукта, национального дохода, валовой продукции, прибыли, валового дохода от реализации товаров и т.д.

Если спуститься с макроуровня на уровень предприятия, то окажется, что в качестве результата (R), могут рассматриваться:

- выручка без НДС (В);
- прибыль от текущей операционной деятельности (ПтОД -ЕВИДТА);
- операционная прибыль (ПП - ЕВИТ)
- прибыль до налогообложения (ПдН - ЕВТ);
- прибыль после налогообложения (ПпН - ЕАТ);
- *распределяемая прибыль* (РП – NP), представляющая собой прибыль после налогообложения за вычетом платежей, уменьшающих с позиции собственников фактически получаемый финансовый (например, погашение облигаций, возврат кредитов и тд.)
- *свободные (распределяемые) денежные средства* (РДС – NCF) – определяемые как прибыль после налогообложения плюс амортизационные отчисления.

Основным показателем эффекта работы коммерческого предприятия является прибыль после налогообложения. Однако только по этому одному показателю, нельзя сделать обоснованные выводы об уровне эффективности производства. Одинаковая по размеру прибыль может быть получена разновеликими по масштабам деятельности предприятиями. Иными словами, сумма прибыли после налогообложения, как правило, не дает возможности судить о размерах и эффективности деятельности предприятия. Кроме того, прибыль может быть получена разными способами - в одних случаях за счет основной деятельности, а в других от продажи имущества. Соответственно, степень устойчивости результата будет неодинаковой. Поэтому в анализе используют разнообразные показатели, сопоставляющие различные *результаты (экономические эффекты)* с использованными для их получения *ресурсами*.

В качестве таких ресурсов (С) могут выступать:

- операционная себестоимость производства (ОСП)- себестоимость производства за вычетом амортизации;
- полная себестоимость реализованной продукции (Рс);
- активы предприятия (А);
- внеоборотные активы, определяющие получение результата, под которыми для нефинансовых предприятий понимают основные средства и нематериальные активы (ВНАР);
- текущие активы (ТА);
- собственные средства (СС);
- акционерный капитал, основных акционеров (СС);
- акционерный (уставной) капитал (УК).

Ресурсы, которые используются для получения определенного результата, могут расходоваться практически одновременно с получаемым

результатом. Примером таких ресурсов могут служить затраты, формирующие себестоимость товаров. Подобные ресурсы называют *синхронными результату*. Значительная часть ресурсов бывает вложена в производство ранее получаемого результата. Примером таких ресурсов служат вложения в акционерный капитал предприятия, приобретение основных средств и т.д. Если ресурсы формируются одновременно с получаемым результатом, то они называются *асинхронными результату*.

Анализ эффективности хозяйственной деятельности предприятия может производиться как на уровне предприятия в целом, так и применительно к отдельным видам деятельности или даже частным управленческим решениям, связанным, например, с продажей определенных видов товаров, определением размеров закупки сырья, с заменой оборудования или технологии и т.д.

Основными задачами анализа эффективности являются:

- оценка отдачи ресурсов;
- выявление факторов, способствовавших достижению полученного результата, и причин, препятствовавших его увеличению;
- подготовка и обоснование принимаемых управленческих решений;
- выявление и мобилизация резервов повышения эффективности хозяйственной деятельности;
- определение рациональности расширения привлечения капитала;
- оценка инвестиционной привлекательности предприятия как объекта вложения средств;
- оценка способности предприятия справиться с задачами по обслуживанию кредитов и займов.

Под показателями экономической эффективности понимают индикаторы, соизмеряющие полученный эффект с ресурсами, использованными для достижения этого результата. Значения этих показателей уже далеко не всегда можно суммировать по разным видам деятельности и времени.

Для анализа результативности деятельности предприятия используется несколько групп показателей, отличающихся друг от друга по способу построения. Простейшими из них являются *коэффициенты экономической эффективности*, представляющих собой отношение полученного результата к использованным ресурсам. В зависимости от того, какой результат рассматривается как экономический эффект, коэффициенты эффективности могут быть объединены в следующие группы:

1. Показатели, в которых в качестве эффекта выступает выручка, называются показателями *отдачи*.
2. Показатели, в которых в качестве эффекта выступает текущая операционная прибыль, называются показателями *текущей операционной прибыльности*.
3. Показатели, в которых в качестве эффекта выступает операционная прибыль, называются показателями *операционной прибыльности*.

4. Показатели, в которых в качестве эффекта выступает прибыль до налогообложения, называются показателями *прибыльности*.
5. Показатели, в которых в качестве эффекта выступает прибыль после налогообложения, называются показателями *рентабельности*.
6. Показатели, в которых в качестве эффекта выступает распределяемая прибыль, называются показателями чистой *рентабельности*.
7. Показатели, в которых в качестве эффекта выступают распределяемые денежные средства, называются показателями *доходности*.

Все показатели результативности измеряются в процентах в год (исключением являются показатели отдачи). В зависимости от синхронности результата с использованием ресурсов, можно выделить два типа коэффициентов эффективности:

1. *Коэффициенты эффективности для ресурсов с синхронным результатом.* Они вычисляются относительно себестоимости производства, полной себестоимости и т.д. по формуле:

$$E = \frac{R}{S} * 100, \quad (2.37)$$

где E – коэффициент эффективности, %; R – результат, руб.;
S – используемые ресурсы.

Данный показатель является безразмерным.

2. *Коэффициенты эффективности для ресурсов асинхронным результатом.* Они вычисляются относительно себестоимости производства, полной себестоимости и т.д. по формуле:

$$E = \frac{R}{\tau \cdot S} * 100, \quad (2.38)$$

где τ – продолжительность периода, за который получен результат (измеряется в годах).

Показатели в данной группе традиционно имеют размерность – проценты в год. Исключением из правил можно считать показатели отдачи, единицей измерения которых являются не проценты, а разы в год.

Теоретически может быть рассчитано 49 коэффициентов эффективности, но на практике, используются далеко не все. В табл. 2.13 показатели, наиболее часто используемые на практике, выделены цветом.

3. Для оценки эффективности используют также показатели сравнения эффективности использования ресурсов с нормативами (CEN).

Общая формула их расчета выглядит следующим образом:

$$CEN = E - n * S, \quad (2.39)$$

где n – норматив эффективности использования ресурса.

Наиболее распространены эти показатели при сопоставлении таких ресурсов как капитал, активы с прибылью после налогообложения, операционной прибылью и свободными денежными средствами. В качестве нормативов эффективности могут использоваться данные о средних

отраслевых или межотраслевых коэффициентах эффективности, а также средние банковские ставки по кредитам, уровень инфляции и т.д.

Таблица 2.13. Основные коэффициенты эффективности

Наименование показателя	Условные обозначения	Текущая себестоимость производства	Полная себестоимость проданной продукции	Активы	Внеоборотные активы, опред. Рез-т	Текущие активы	Собственный капитал, основных акционеров	Уставный капитал
Условные обозначения		ОСП	С	А	ВНАР	ТА	СС	УК
Выручка	В							
Прибыль от текущей операционной деятельности	ПтОД							
Прибыль от операционной деятельности	ПП							
Прибыль до налогообложения	ПдН							
Прибыль после налогообложения	ПпН							
Распределяемая прибыль	РП							
Распределяемые денежные средства	РДС							

Наконец, могут рассчитываться показатели *дисконтированного эффекта от длительного использования ресурсов (LTR)*.

$$LTR = \sum_{t \in T} \frac{E(t) - S(t)}{(1 + \alpha)^t}, \quad (2.40)$$

где α – дисконт.

Наиболее распространены эти показатели при определении стоимости капитала, в которых в качестве результата рассматривается прибыль после налогообложения, а в качестве ресурсов дополнительные вложения в капитал. В качестве дисконта могут рассматриваться средние банковские ставки по кредитам, отраслевые данные о рентабельности и т.д.

2.5.2. Показатели отдачи деятельности предприятия

Показатели отдачи обычно бывают “интересны” для следующих групп заинтересованных в эффективности производства лиц:

- для крупных собственников или стратегических инвесторов;
- для крупных кредиторов предприятия;
- для руководящего аппарата компании.

Единица измерения всех показателей отдачи - раз в год.

Показатель отдачи производства (ОТР) рассчитывается следующим образом:

$$OT_P = \frac{B}{C}, \quad (2.41)$$

где В – выручка; С – полная себестоимость проданных товаров.

Этот коэффициент показывает, сколько рублей принесет предприятию каждый рубль, вложенный в производство продукции, или во сколько раз выручка предприятия превосходит вложение в производство. В условиях сравнительно низкой инфляции данный показатель обычно не требует коррекции. Однако, в условиях когда инфляция начинает превышать 10% в год, а хозяйственный цикл (начинающийся с вложения денежных средств в производство и завершающийся получением их от покупателей) превышает 3 месяца, величина показателя должна быть скорректирована на величину обесценения денег, произошедшую с момента вложения средств в производство. Продолжительность хозяйственного цикла фактически равна чистому времени оборота, поэтому *фактическая отдача производства*

$$OT_{PФ} = \frac{OT_P}{J^{BO_{ТАМ}} / 360}, \quad (2.42)$$

где J – годовой индекс инфляции; BO_{ТАМ} – чистое время оборота (в днях).

Для показателя фактической отдачи производства можно определить определенные нормативы, которые могут быть как отраслевыми, так и межотраслевыми. Эти нормативы существенно зависят от состояния экономики. Применительно к 2000-м годам эти межотраслевые нормативы представленные в табл. 2.14.

Таблица 2.14. Ранжирование значений показателя фактической отдачи производства

Оценка	Отлично	Хорошо	Удовлетворительно	Плохо	Очень плохо
Значения показателя	более 1,45	от 1,3 до 1,45	От 1,12 до 1,29	от 1 до 1,11	Менее 0,99

Существует и катастрофическое состояние, когда фактическая отдача производства фактически не покрывает текущие затраты. Границы катастрофического производства определяются условием

$$OT_{PФ} < 1 - N_{AM} \quad (2.43)$$

где N_{AM} – доля амортизации в полной себестоимости.

Показатель отдачи активов (OT_А) рассчитывается следующим образом:

$$OT_A = \frac{B}{\tau \cdot A}, \quad (2.44)$$

где В - выручка; А - балансовая сумма активов.

Этот показатель позволяет определить, сколько рублей можно получить за один год, вложив один рубль в активы предприятия. Показатель в первую очередь бывает “интересен “ для крупных кредиторов, предоставляющих долгосрочные кредиты. Необходимо отметить, что величина активов, и,

прежде всего, основных фондов, должна быть приведена в соответствие с их реальной стоимостью в соответствии с правилами, изложенными в разделе 1.7.

Также как и для показателей отдачи для этого показателя могут быть определены межотраслевые и отраслевые нормативы, величина которых зависит от состояния экономики и отраслевых факторов (например, капиталоемкости предприятий отрасли). Средние межотраслевые границы оценки отдачи активов представленные в табл. 2.15.

Таблица 2.15. Ранжирование значений показателя отдачи активов

Оценка	Отлично	Хорошо	Удовлетворительно	Плохо
Значение показателя	более 1,5	от 1 до 1,49	от 0,5 до 0,99	Менее 0,49

Показатель фондоотдачи или отдачи внеоборотных активов (ОТ_{ВНА}) рассчитывается как:

$$ОТ_{ВНА} = \frac{В}{\tau \cdot ВНАР}, \quad (2.45)$$

где **ВНАР** – внеоборотные активы без учета долгосрочных финансовых вложений, отложенных налоговых активов и незавершенных капитальных вложений. Необходимо отметить, что стоимость основных фондов, должна быть приведена в соответствие с их реальной стоимостью в соответствии с правилами, изложенными в разделе 1.7.

Этот коэффициент показывает, какую отдачу дадут средства, вложенные в основные фонды предприятия. Разновидностью данного показателя является показатель отдачи инвестиций, когда в качестве внеоборотных активов выступают инвестиции в новое производство.

Для данного показателя в настоящее время существуют межотраслевые критерии оценки.

Таблица 2.16. Ранжирование значений показателя отдачи внеоборотных активов (без учета долгосрочных финансовых вложений)

Оценка	Отлично	Хорошо	Удовлетворительно	Плохо
Значение показателя	более 3	От 2 до 2,99	от 1 до 1,99	менее 0,99

Показатель отдачи текущих активов (ОТ_{ТА}) определяется следующим образом:

$$ОТ_{ТА} = \frac{В}{\tau \cdot ТА}, \quad (2.46)$$

где ТА - текущие активы; τ - продолжительность периода, за который получен результат. Легко видеть, что показатель отдачи активов является скоростью оборота текущих активов.

Данный показатель дает представление о том, какой результат может дать вложение дополнительного рубля в оборотные средства предприятия. Значение показателя может быть интересно кредитору, предоставляющему

ресурсы на краткосрочный период (на пополнение оборотного капитала), собственнику предприятия, получающему предложение отложить получение дивидендов на краткосрочный период и, наконец, топ - менеджеры должны отдавать себе отчет о реальной результативности оборотных активов. Неудовлетворительные значения данного показателя признаются неудовлетворительными, причинами могут быть:

- плохая структура текущих активов (например: излишне большие запасы сырья, неудачная торговая политика – высокая доля дебиторской задолженности и/или запасов готовой продукции и т.п.);
- низкая квалификация менеджеров, управляющих финансовыми активами предприятия;
- «болезнь роста» – переоценка темпов собственного развития, а также переоценка размеров рынков сбыта;
- случайные или плохо прогнозируемые финансово-экономические факторы.

Считается, что отдача текущих активов является достаточно высокой, если отдача активов превышает 4.

2.5.3. Показатели текущей операционной прибыльности предприятия

Показатель текущей операционной прибыльности предприятия (ПОП_р) рассчитывается следующим образом:

$$\text{ПОП}_р = \frac{\text{ПтОД}}{С - \text{Ам}}, \quad (2.47)$$

где ПтОД – текущая операционная прибыльность предприятия.

Этот коэффициент показывает, сколько рублей принесет предприятию каждый рубль, вложенный непосредственно в текущие операционные расходы. Также как и для отдачи производства необходимо учитывать инфляционный фактор. Поэтому показатель фактической текущей операционной прибыльности имеет вид:

$$\begin{aligned} \text{ПОП}_р &= \frac{\text{ПтОД}_\Phi}{\text{ТСП}_\Phi} = \frac{В - (С - \text{Ам}) * J^{\text{ВО}_{\text{ТАМ}} / 360}}{(С - \text{Ам}) * J^{\text{ВО}_{\text{ТАМ}} / 360}} = \\ &= \text{ОТ}_{р\Phi} * \left(1 + \frac{Н_{\text{АМ}}}{1 - Н_{\text{АМ}}}\right) - 1 \end{aligned} \quad (2.48)$$

Таким образом, зная для конкретного предприятия долю амортизации в полной себестоимости и нормы отдачи производства легко определить уровень удовлетворительности состояния предприятия по данному показателю.

Показатель текущей операционной прибыльности активов (ПОП_а) рассчитывается следующим образом:

$$\text{ПОП}_A = \frac{\text{ПтОД}}{\tau \cdot A}, \quad (2.49)$$

где A - балансовая сумма активов.

Этот показатель позволяет определить, сколько рублей может принести производство за один год, вложив один рубль в активы предприятия. Показатель в первую очередь бывает “интересен” для крупных кредиторов, предоставляющих долгосрочные кредиты, так как оставшаяся часть может быть использована для погашения процентов и выплаты процентов. В частности, если кредит (L) выдается на период T (в годах), то предприятие должно за этот период выплатить проценты по кредиту и вернуть основную ссуду, т.е. должно соблюдаться неравенство

$$T \geq \frac{1}{\text{ПОП}_A - r}, \quad (2.50)$$

где r – ставка процентов по кредиту.

При отрицательной текущей операционной прибыльности активов выдача кредитов не целесообразна. В случае, если выражение: $r - \text{ПОП}_A + 1/T$ положительно, то предприятие может получить кредит, но для выполнения обязательств по кредиту ему придется расстаться с частью своих активов. Наконец, предприятие гарантированно возвратит кредит и не уменьшит своих активов, если r меньше, чем ПОП_A .

Показатель текущей операционной прибыльности предприятия по внеоборотным активам ($\text{ПОП}_{\text{ВНА}}$) рассчитывается как:

$$\text{ПОП}_{\text{ВНА}} = \frac{\text{ОП}}{\tau \cdot \text{ВНАР}}, \quad (2.51)$$

где ВНАР – внеоборотные активы, определяющие получение результата.

Этот коэффициент показывает, какой результат могут обеспечить средства, вложенные в основные фонды предприятия.

2.5.4. Показатели операционной прибыльности

Показатель прибыльности операционной деятельности предприятия (ПОД_P) равен

$$\text{ПОД}_P = \frac{\text{ПП}}{P} * 100, \quad (2.52)$$

где ПП – прибыль от продаж; P – себестоимость проданных товаров (без НДС).

Показатель дает представление об относительном размере выигрыша от операционной деятельности предприятия всех заинтересованных сторон: общества, собственников организации, инвесторов и кредиторов.

Также как и для отдачи производства необходимо учитывать инфляционный фактор. Поэтому показатель фактической операционной прибыльности имеет вид:

$$\text{ПОП}_P = \frac{\text{ПП}}{C_\Phi} = \frac{B - C * J^{\text{BO}_{\text{TAM}} / 360}}{C * J^{\text{BO}_{\text{TAM}} / 360}} = \text{OT}_{\text{PФ}} - 1 \quad (2.53)$$

Таким образом, показатель операционной деятельности является фактически дублирующим к показателю отдачи производства.

Показатель операционной прибыльности активов (ПОДА) определяется как:

$$\text{ПОД}_A = \frac{\text{ПП}}{\tau \bullet A} * 100, \quad (2.54)$$

где ПП – прибыль от продаж; А - балансовая сумма активов.

Показатель говорит о том, какой прирост капитала может дать вложение средств в активы данного предприятия. Показатель предназначен для стратегических инвесторов и для крупных кредиторов, предоставляющих долгосрочные кредиты.

Данный показатель связан с отдачей активов соотношением

$$\text{ПОД}_A = \text{OT}_A - 1 \quad (2.55)$$

Поэтому для его оценки можно использовать представленные выше в таблице граничные значения за вычетом 1. При расчетах обычно ограничиваются рассмотрением только одного из показателей – либо отдачей активов, либо операционной прибыльностью активов.

Показатель операционной прибыльности собственных средств (ПОДсс) равен

$$\text{ПОД}_{\text{СС}} = \frac{\text{ПП}}{\tau \bullet \text{СС}} * 100, \quad (2.56)$$

где СС – собственный (акционерный) капитал, принадлежащий основным акционерам предприятия.

Этот показатель предназначен для крупного инвестора и показывает, какой прирост капитала может дать каждый рубль, потраченный на приобретение пакета акций компании.

Обычно этот показатель сопоставляется с оценками, характеризующими альтернативные источники вложения собственных средств (с индикаторными ставками), среди которых основными являются:

R_к – средняя ставка коммерческого банка;

R_{ГЦБ} – средняя ставка государственных ценных бумаг;

R_д – средняя ставка по депозитам коммерческих банков;

J_Г – годовой индекс инфляции.

Источником информации о значении выше перечисленных ставок является официальная информация, публикуемая в деловых периодических изданиях, справочниках Госкомстата, на Интернет сайте Центрального банка РФ по адресу www.cbr.ru.

Для компаний, акции которых котируются на бирже, величина собственного капитала, принадлежащая основным акционерам, должна быть скорректирована на стоимость акций. Получаемый показатель называется рыночной стоимостью капитала, которая определяется по следующей формуле:

$$C_k = \frac{УК}{СС} * P, \quad (2.57)$$

где P – рыночная стоимость одного рубля номинала акции соответствующего предприятия на открытом рынке (если предприятие не котируется на биржевом рынке, то в расчетах следует принимать, что P = 1 руб.); УК – уставный капитал.

Отношение уставного капитала к собственным средствам – это доля уставного капитала в собственных средствах, т.е. доля от одного рубля уставного капитала, которую “приобретает” инвестор при приобретении одного рубля собственных средств.

Для данного показателя существуют следующие границы качественной оценки, представленные в табл. 2.17.

Таблица 2.17. Ранжирование значений показателя прибыльности основного производства по собственным средствам

Оценка	Очень хорошо	Хорошо	Удовлетворительно
Значение показателя	$\frac{ПО_{СС}}{C_k} \geq 1,25 * R_k$	$\frac{ПО_{СС}}{C_k} \geq 1,25 * R_{ГЦБ}$	$\frac{ПО_{СС}}{C_k} \geq 1,25 * R_d$

Кроме того, вложение является обоснованным, если

$$\frac{ПО_{СС}}{C_k} \geq J_{Г} \quad (2.58)$$

2.5.5. Показатели прибыльности

Показатель прибыльности производства (Пп) рассчитывается как:

$$П_{п} = \frac{ПдН}{P + ВР} * 100\%, \quad (2.59)$$

где ПдН – прибыль до налогообложения; ВР – прочие расходы; P – себестоимость проданной продукции.

Показатель прибыльности производства позволяет определить общую результативность работы предприятия, а не только эффективность основного производства. Высокий уровень прибыльности производства дает

возможность утверждать, что предприятие является хорошим местом приложения капитала с высоким уровнем результата на инвестиции, сделанные в первую очередь в оборотные средства. Низкий уровень прибыльности, напротив, должен будет насторожить аналитика, т.к. данный показатель отражает внутреннюю эффективность без учета выплаты налогов из прибыли, а также возврата задолженностей предприятия.

Показатель прибыльности активов (П_А) определяется как:

$$P_A = \frac{\Pi_{дН}}{\tau \cdot A} * 100, \quad (2.60)$$

где А – балансовая сумма активов; τ – продолжительность периода, за который получен результат.

Для данного показателя существуют следующие границы качественной оценки, представленные в табл. 2.18.

Таблица 2.18. Ранжирование значений показателя прибыльности активов

Оценка	Отлично	Хорошо	Удовлетворительно
Значение показателя	более 31%	от 20% до 30%	менее 19%

Показатель прибыльности собственных средств (П_{СС}) определяется как:

$$P_{CC} = \frac{\Pi_{дН}}{\tau \cdot CC} * 100, \quad (2.61)$$

где СС – собственные средства предприятия.

Показатель предназначен для оценки потенциальной привлекательности предприятия с точки зрения крупного инвестора, который может управлять процессом получения и распределения прибыли.

Для данного показателя существуют следующие границы качественной оценки, представленные в табл. 2.19.

Таблица 2.19. Ранжирование значений показателя прибыльности основного производства по собственным средствам

Оценка	Очень хорошо	Хорошо	Удовлетворительно
Значение показателя	$P_{CC} \geq R_k$	$P_{CC} \geq R_{гцб}$	$P_{CC} \geq R_d$

Кроме того, вложение является обоснованным, если:

$$P_{CC} \geq J \quad (2.62)$$

Показатель прибыльности уставного капитала ($\Pi_{УК}$) рассчитывается как:

$$\Pi_{УК} = \frac{\text{ПдН}}{\tau \cdot \text{УК}} * 100, \quad (2.63)$$

где УК – уставный капитал (часто, для целей анализа, его величину увеличивают на величину добавочного капитала).

Этот показатель используется для оценки выгодности приобретения крупного пакета акций по определенной цене.

В качестве базы для ранжирования значений показателя прибыльности уставного капитала, используются ряд индикаторных показателей I_i (индикаторные ставки):

$I_1 = \max (R_K ; R_{ГЦБ} ; R_D ; I_N)$, т.е. выбирается максимальная по величине ставка;

$I_2 = \max 2 (R_K ; R_{ГЦБ} ; R_D ; I_N)$, т.е. выбирается вторая по величине ставка;

$I_3 = \max 3 (R_K ; R_{ГЦБ} ; R_D ; I_N)$, т.е. выбирается третья по величине ставка;

$I_4 = \min (R_K ; R_{ГЦБ} ; R_D ; I_N)$, т.е. выбирается минимальная по величине ставка.

где R_K – средняя ставка коммерческого банка;

$R_{ГЦБ}$ – средняя ставка государственных ценных бумаг;

R_D – средняя ставка по депозитам коммерческих банков;

I_N – годовой индекс инфляции.

Для данного показателя существуют следующие границы качественной оценки, представленные в табл. 2.20.

Таблица 2.20. Ранжирование значений показателя прибыльности уставного капитала

Оценка	Выгодная сделка	Хорошая сделка	Удовлетворительная сделка
Значения показателя	$\frac{\Pi_{УК}}{P} \geq 2 * I_1$	$2 * I_2 \leq \frac{\Pi_{УК}}{P} < 2 * I_1$	$2 * I_3 \leq \frac{\Pi_{УК}}{P} < 2 * I_2$

Здесь P – рыночная стоимость одного рубля номинала акции соответствующего предприятия на открытом рынке (если предприятие не котируется на биржевом рынке, то можно принять $P=1$ руб.).

Показатель прибыльности текущих активов ($\Pi_{ТА}$) рассчитывается как:

$$\Pi_{ТА} = \frac{\text{ПдН}}{\tau \cdot \text{ТА}} * 100, \quad (2.64)$$

где ТА - текущие активы.

Этот показатель предназначен, прежде всего, для кредиторов, предоставляющих краткосрочные кредиты.

С помощью этого показателя, как и с помощью показателя прибыльности активов, можно сузить границы неопределенности в вопросе о рациональности или нерациональности предоставления краткосрочного кредита, так как обычно краткосрочные заемные средства направляются на пополнение оборотных средств. В частности, если прибыльность текущих

активов выше процента по кредитам, то можно ожидать гарантированного соблюдения условий по кредитам.

2.5.6. Показатели рентабельности

Показатели рентабельности должны быть интересны, прежде всего, крупным собственникам и руководителям данного предприятия.

По величине прибыли после налогообложения можно судить о потенциальных возможностях по выплате дивидендов, вложении средств в новое производство, возврата долгосрочного кредита и т.п.

Показатель рентабельности производства (ROC) рассчитывается по формуле:

$$ROC = \frac{ПпН}{P} * 100, \quad (2.65)$$

где ПпН - прибыль после налогообложения (ЕАТ);

С – себестоимость проданной продукции.

Данный показатель дает представление о том, каков размер средств получает предприятия от вложения 1 руб. в производство реализуемой в соответствующем периоде продукции.

Для данного показателя существуют следующие границы качественной оценки, представленные в табл. 2.21.

Таблица 2.21. Ранжирование значений показателя рентабельности производства

Оценка	Отлично	Хорошо	Удовлетворительно	Плохо
Значение показателя	Более 26%	От 15% до 25%	от 7,5% до 14%	Менее 7,4%

Показатель рентабельности активов (ROTA) равен:

$$ROTA = \frac{ПпН}{\tau \cdot A} * 100, \quad (2.66)$$

где А - балансовая сумма активов.

Данный показатель дает представление о том, на какой доход может рассчитывать инвестор, вложив 1 руб. в любой вид активов анализируемого предприятия. Показатель может быть полезен крупным инвесторам или крупным кредиторам. Показатель не имеет четких критериев оценки, так как в каждом конкретном случае инвестор вынужден учитывать не только количественные, но и качественные факторы, оказывающие существенное влияние на текущую деятельность анализируемой организации.

Показатель рентабельности собственного капитала (ROE) и показатель рентабельности уставного капитала (P_{УК}) рассчитываются:

$$ROE = \frac{\text{ПпН}}{\tau \cdot \text{СС}} * 100; \quad (2.67)$$

$$P_{\text{УК}} = \frac{\text{ПпН}}{\tau \cdot \text{УК}} * 100, \quad (2.68)$$

где СС - собственный (акционерный) капитал, принадлежащий основным акционерам; УК – уставный капитал (включая добавочный).

Величина уставного капитала может вследствие инфляции иметь номинально очень маленький размер, поэтому часто на практике оценку рентабельности уставного капитала заменяют оценкой рентабельности собственного капитала, принадлежащего основным акционерам.

Как и при ранжировании показателя прибыльности вложений в уставный капитал, ранжирование показателя рентабельности уставного капитала производится исходя из сопоставления с указанными ранее индикаторными величинами (I_N) по следующей схеме:

$$I_N \leq \frac{P_{\text{УК}}}{P} \langle I_{N-1}, \quad (2.69)$$

где $N = 1 \dots 4$

$I_1 = \max (R_K ; R_{\text{ГЦБ}} ; R_D ; I_N)$, т.е. выбирается максимальная по величине ставка;

$I_2 = \max 2 (R_K ; R_{\text{ГЦБ}} ; R_D ; I_N)$, т.е. выбирается вторая по величине ставка;

$I_3 = \max 3 (R_K ; R_{\text{ГЦБ}} ; R_D ; I_N)$, т.е. выбирается третья по величине ставка;

$I_4 = \min (R_K ; R_{\text{ГЦБ}} ; R_D ; I_N)$, т.е. выбирается минимальная по величине ставка.

P – рыночная стоимость одного рубля номинала акции соответствующего предприятия на открытом рынке (если предприятие не котируется на биржевом рынке, то в расчетах следует принимать, что $P = 1$ руб.).

Рентабельность продаж (ROS, Коммерческая маржа). Коэффициент показывает, какую норму чистой прибыли приносит предприятию каждый рубль, полученный им в качестве выручки (обычно ROS выражают в процентах). По существу, это чистая экономическая рентабельность оборота, или чистая рентабельность реализованной продукции. У предприятий с высоким уровнем прибыли коммерческая маржа превышает 20 и даже 30%, у других едва достигает 3-5%.

Данный показатель рассчитывается по формуле:

$$ROS = \frac{\text{ПпН}}{B} \times 100, \quad (2.70)$$

где ПпН – прибыль после налогообложения (ЕАТ); В – выручка

2.5.7. Показатели чистой рентабельности

Показатели чистой рентабельности представляют собой отношение распределяемой прибыли к тому или иному виду ресурсов. Данная группа показателей важна для тех, кто не в состоянии оказывать существенного

влияния как на процесс управления предприятием, так и на формирование политики предприятия в области развития производства.

Показатель чистой рентабельности собственных средств (ЧР_{СС}) рассчитывается следующим образом:

$$\text{ЧР}_{\text{СС}} = \frac{\text{РП}}{\tau * \text{СС}} * 100, \quad (2.71)$$

где РП – распределяемая прибыль.

Данный показатель служит инструментом для определения стоимости ценных бумаг эмитента, так как показывает какой размер средств, получает собственник предприятия на инвестированный 1 рубль, вложенный в собственные средства предприятия.

Показатель чистой рентабельности уставного капитала (ЧР_{УК}) рассчитывается по формуле:

$$\text{ЧР}_{\text{УК}} = \frac{\text{РП}}{\tau * \text{УК}} * 100, \quad (2.72)$$

где УК – уставный капитал предприятия.

Значение данного показателя можно сопоставить со средней величиной чистой рентабельности уставного капитала для аналогичных предприятий. Данный показатель приобретает особое значение, когда оценка проводится учредителем предприятия, который вкладывал в предприятие именно то количество средств, которое указано в номинале акции.

Показатель чистой рентабельности активов (ЧР_А) равна:

$$\text{ЧР}_{\text{А}} = \frac{\text{РП}}{\tau * \text{А}} * 100, \quad (2.73)$$

где А – балансовая сумма активов.

Данный показатель демонстрирует, сколько рублей распределяемой прибыли может быть получено при вложении одного рубля в активы данного предприятия.

Рассмотренный показатель используется мелкими инвесторами при размещении облигаций, чтобы оценить вероятность исполнения компанией своих обязательств по облигационным займам.

Расчетные значения данного показателя обычно сопоставляется со ставкой размещения облигаций, причем, если доходность активов оказываются меньше, чем указанная ставка, то это невыгодно для предприятия, а также в рыночных условиях практически невозможно найти того, кто предоставит денежные средства на таких условиях.

Показатель помогает определить способность предприятия выполнить свои обязательства по облигациям, банковским кредитам и т.п.

2.5.8. Показатели доходности

Распределяемые денежные средства говорят о том, сколько денег собственники предприятия получают в свое распоряжение. Этот показатель может быть интересен владельцам индивидуальных предприятий, другим лицам, которые могут реально воздействовать на управление подобным предприятием, а также банковским учреждениям, проценты по кредитам которых, выплачиваются не из себестоимости.

Показатель доходности расходов (ПРР) рассчитывается как:

$$D_p = \frac{РДС}{С} * 100, \quad (2.74)$$

где РДС – распределяемые денежные средства; С - себестоимость проданных товаров.

Данный показатель говорит о том, сколько процентов средств останется у предприятия в реальном распоряжении после вложения 1 рубля в текущие затраты.

Для данного показателя существуют следующие границы качественной оценки, представленные в табл. 2.22.

Таблица 2.22. Ранжирование значений показателя доходности затрат

Оценка	Отлично	Хорошо	Удовлетворительно	Плохо
Значение показателя	Больше 36%	От 18% до 35%	от 5% до 17%	менее 4%

Показатель доходности активов (ДА) рассчитывается следующим образом:

$$D_A = \frac{РДС}{А} * 100, \quad (2.75)$$

где А - балансовая стоимость активов.

Данный показатель говорит о том, сколько будет получено распределяемых денежных средств при вложении одного рубля в активы.

Данный показатель не носит нормативного характера и является справочным. Однако предполагается, что предприятие функционирует нормально, если доходность активов (ДА) более 15%.

Показатель доходности собственного капитала (ДСС) определяется как:

$$D_{CC} = \frac{РДС}{СС} * 100, \quad (2.76)$$

где СС – собственный капитал предприятия.

Данный показатель интересен для владельца частного предприятия.

Для показателя доходности собственных средств границы эффективности определяются исходя из существующих индикаторных ставок (перечислены после формулы 2.56).

2.6. Анализ качества прибыли

Данная группа показателей позволяет оценить степень эффективности деятельности по управлению прибылью. Данная группа показателей интересна, как высшему менеджменту, так и инвесторам.

Первая формула Дюпона представляет собой модификацию показателя рентабельности активов, в соответствии с которой данный показатель, может быть найден по формуле:

$$ROTA = ROS * OT_A = ROC * \frac{OT_A}{OT_P}, \quad (2.77)$$

где ROTA – рентабельность активов (Return on total assets),

ROS - доля прибыли в выручке (Return of sales, рентабельность/отдача реализации, коммерческая маржа, чистая рентабельность продаж), расчет производится согласно формуле 2.70;

OT_A – отдачи активов (см. формулу 2.44).

Данный подход к расчету одного из ключевых показателей эффективности деятельности предприятия позволяет провести более углубленный анализ причин его изменения. Причем интерес вызывает как сама по себе оценка силы влияния множителей, так и их индивидуальный анализ. Данный подход к анализу этого коэффициента дает представление на качественном уровне о том, что является основным источником, обеспечивающим фиксируемую динамику его изменения. Считается, что если в рентабельность активов (ROTA) основной вклад вносит отдача активов (OT_A), то прибыль (качество прибыли) относительно устойчиво. Напротив, если прибыль в первую очередь является следствием торговых операций с высокой наценкой, то любая заминка в продажах может привести к технической неплатежеспособности предприятия. Очевидно, что в случае отсутствия должного уровня продаж предприятия имеет слишком узкой коридор для тактического маневра, в отличии от первой ситуации, где решением может стать оперативное сокращение продаж.

У предприятий с высокой скоростью оборота отдача активов (*коэффициент трансформации*) может достигать нескольких десятков, у других едва достигает 1-3 раза. Для большинства предприятий малого и среднего бизнеса, данный показатель должен находиться в пределах от 3 до 7 раз в год.

Если величина рентабельности активов низкая, то формула Дюпона позволяет выявить причины этого. По результатам анализа можно определить приоритетность тех или иных действий. В частности, увеличение рентабельности продаж может быть достигнуто за счет:

- уменьшения расходов;
- повышения цен на продукцию;
- превышения темпов роста доходов над темпами роста расходов.

Повышение скорости оборота активов может быть достигнуто за счет:

- роста использования мощностей (превышения темпов роста реализации над темпами роста активов);
- уменьшением активов, за счет ускорения оборота и продажи малодоходных внеоборотных активов.

Имеется и вторая формула Дюпона, представляющая показатель рентабельности акционерного капитала в следующем виде:

$$\mathbf{ROE = ROS * OT_A * A / CC = ROS * OT_A / C_{aut} * PCC / CC} \quad (2.78)$$

где C_{aut} – коэффициент независимости; PCC – расширенные собственные средства предприятия.

Если считать, что расширенный собственный капитал предприятия равняется собственному капиталу, то получаем классическую вторую формулу Дюпона. Вторая формула Дюпона показывает, что рост рентабельности капитала может быть достигнута за счет увеличения привлечения дополнительных займов, а также роста задолженности. Насколько, рационально подобное увеличение за счет заемных средств оценивается с помощью показателя эффект финансового рычага.

Эффект финансового рычага (FL) характеризует выгодность для предприятия использования заемных средств. Считается, что заемные средства целесообразно привлекать, если они дают возможность увеличить размер прибыли после налогообложения, приходящуюся на долю собственников. Величина, отражающий уровень дополнительно генерируемой прибыли на собственный капитал при различной доле использования заемных средств, называется *эффектом финансового рычага*. Он рассчитывается по следующей формуле:

$$\mathbf{FL=(1-C_{нп}) * (П_A - r) * (ДЗС+КЗС) / CC}, \quad (2.79)$$

где $C_{нп}$ – ставка налога на прибыль; $П_A$ – прибыльность активов; r – средняя процентная ставка по кредитам, уплачиваемых предприятием по долгосрочным (ДЗС) и краткосрочным (КЗС) кредитам; CC – собственный капитал предприятия.

Отдельные составляющие эффекта финансового рычага имеют индивидуальные названия. Так разность между прибыльностью активов и ставкой привлечения кредитов называют *дифференциалом финансового рычага*. *Плечом финансового рычага* называют отношение суммы заемного капитала к собственному капиталу $((ДЗС+КЗС)/CC)$. Под *налоговым корректором финансового рычага* понимаю ставку налога на прибыль.

Необходимо отметить, что средний размер процента за используемый кредит включает не только банковскую (прямую) ставку, но и другие расходы, связанные с его привлечением и обслуживанием (платежи по обслуживанию ссудного счета, страхованию имущества и т.д.).

Эффект финансового рычага положителен, если $П_A^k > r$. В этом случае увеличение доли заемного капитала ведет к росту рентабельности

собственного капитала. Если же $\Pi_A^k < r$, то, увеличение финансовой задолженности предприятия снижает рентабельность собственного капитала.

Данный показатель интересен, прежде всего, для менеджеров предприятия, а также собственников предприятия.

Таким образом, рост рентабельности может быть объяснено либо за счет увеличения плеча, либо за счет дифференциала. Считается, что качество роста прибыли выше, если оно достигнуто за счет роста дифференциала, а не за счет плеча.

Наконец, снижение налогового корректора за счет умелого использования льгот может рассматриваться как достаточно рискованный способ увеличения рентабельности собственного капитала. Достаточно напомнить дело «ЮКОСа».

Показатель экономической добавленной стоимости (EVA) определяется как:

$$EVA = (1 - C_{\text{нп}}) * \text{ПП} - (CC + ДЗС + КЗС) * WACC \quad (2.80)$$

где ПП – операционная прибыль; WACC - средневзвешенная цена капитала (Weighted Average Cost of Capital), которая определяется по формуле:

$$WACC = \sum_{j=1}^N k_j * d_j \quad (2.81)$$

где k_j - цена j -го источника средств; d_j - удельный вес j -го источника средств в общем их объеме. По существу WACC представляет собой аналог среднеотраслевой нормы рентабельности. В случае, если отсутствует информация о ставки привлечения отдельных ресурсов (денежных средств в капитал, заемных средств), то можно считать, что WACC находится в диапазоне от $(R_{\text{СВ}} + 1\%$ до $- R_{\text{СВ}} + 6\%)$, где $R_{\text{СВ}}$ - ставка рефинансирования центрального банка.

Считается, что если чистая прибыль компании от операционной деятельности (после вычета налогов) превышает совокупную стоимость собственного и привлеченного капитала, то это означает, что предприятие увеличивает свою стоимость. Этому случаю соответствует положительное EVA. В случае, если EVA имеет отрицательное значение, то это означает, что за отчетный период предприятие не смогло покрыть всех своих финансовых издержек, и тем самым, уменьшило стоимость компании для акционеров.

Наиболее часто на практике оценка добавленной экономической стоимости применяется при выработке стратегии развития предприятия. Этот показатель может использоваться также аналитиками инвестиционных банков и инвестиционных фондов при выборе ценных бумаг для инвестирования.

2.7. Оценка класса заемщика

2.7.1. Общие подходы к оценке класса заемщика

Класс заемщика определяется на основе сведений о ликвидности предприятия, эффективности его деятельности, а также исходя из имеющейся у него кредитной истории. При оценке показателей, мы будем предполагать, что оценка показателей $C(j)$ проводится по обратной пятибалльной шкале, т.е. если показатель оценивается как:

- «отлично», то ему соответствует $E(C(j)) = 1$;
- «хорошо», то $E(C(j)) = 2$;
- «удовлетворительно», то $E(C(j)) = 3$;
- «плохо», то $E(C(j)) = 4$;
- «очень плохо», то $E(C(j)) = 5$.

Обычно при оценке класса заемщика аналитиками используются три основных метода:

1. Метод взвешенной суммы

Каждому коэффициенту присваивается свой коэффициент значимости β_j . Сумма этих коэффициентов должна быть равна 1 и все $\beta_j > 0$.

$$E_L = \sum_j \beta_j \cdot E(C_j) \quad (2.82)$$

где E_L – комплексная оценка.

2. Метод максимальной оценки

$$E_L = E(C_{j^*}) \text{ такой, что } \beta_{j^*} \cdot E(C_{j^*}) = \max_j (\beta_j \cdot E(C_j)) \quad (2.83)$$

3. Метод комбинирования оценок

Вся совокупность показателей делится на 2 части:

- основных показателей (M_1), определяющих наиболее значимые характеристики платежеспособности и эффективности деятельности предприятия (например, коэффициентов покрытия, взвешенного коэффициента текущей ликвидности или рентабельности производства, отдачи производства и т.д.);
- дополнительных показателей, которые незначительно могут улучшить или ухудшить оценку.

Общая оценка получается следующим образом: для основных показателей оценка формируется по методу максимальной оценки, т.е.

$$E_L = E(C_{j^*}) \text{ такой, что } \beta_{j^*} \cdot E(C_{j^*}) = \max_{j \in M_1} (\beta_j \cdot E(C_j)), \quad (2.84)$$

Общая оценка строится, таким образом, что все веса, относящиеся к

основному показателю, суммируются, а для дополнительных показателей используются те же веса, что и при взвешенной сумме, т.е.:

$$E_L = E_{L1} * \sum_{j \in M_1} \beta_j + \sum_{j \notin M_1} \beta_j * E(C_j) \quad (2.85)$$

Общая оценка E_L обычно округляется, при этом могут использоваться разные системы округления. В частности, может использоваться обычное округление, округление до наименьшего целого или до наибольшего целого. Могут использоваться и округления до дробных частей. Примером подобного округления, является округление до третей или четвертей, т.е. комплексной оценке 2,45 соответствует конечная оценка $2 \frac{1}{3}$ при округлении до третей, или $2 \frac{1}{2}$ при округлении до четвертей. Дробные конечные оценки используются при формировании внутренних рейтинговых оценок заемщика (см. раздел 4.6.9 1-ой части пособия), чтобы соответствовать требованиям Базель 2.

При оценке заемщика обычно отдельно рассматривают оценку по показателям ликвидности и эффективности. Обычно оценки, полученные по этим группам показателей, рассматривают как равноправные. Факторы, которые должны быть учтены при оценке заемщика, рассмотрены в разделе 4.6.9 первой части настоящего пособия.

2.7.2. Определение класса заемщика по показателям ликвидности

При определении класса заемщика по показателям ликвидности используют определенные методики сведения различных показателей ликвидности в некоторую общую оценку ликвидности. Обычно используют показатели:

1. Коэффициент покрытия (C_P).
2. Коэффициент срочности (C_T).
3. Коэффициент абсолютной ликвидности (C_A).
4. Взвешенный коэффициент текущей ликвидности (C_{WCL}).
5. Коэффициент независимости (C_{IND}).
6. Коэффициент общей ликвидности (C_{GL}).
7. Взвешенный коэффициент общей ликвидности (C_{WGL}).
8. Коэффициент маневренности (C_M).
9. Коэффициент качества активов (C_{QA}).

Таблица 2.23. Пример значение весовых коэффициентов для отдельных аналитических показателей ликвидности

Показатель	Значение весового коэффициента (β_j)
Коэффициент покрытия (C_p)	0.05
Коэффициент срочности (C_t)	0.05
Коэффициент абсолютной ликвидности (C_A)	0.05
Взвешенный коэффициент текущей ликвидности (C_{WCL})	0.20
Коэффициент независимости (C_{IND})	0.20
Коэффициент общей ликвидности (C_{GL})	0.05
Взвешенный коэффициент общей ликвидности (C_{WGL})	0.20
Коэффициент маневренности (C_M)	0.10
Коэффициент качества активов (C_{QA})	0.10

2.7.3. Определение класса заемщика по показателям эффективности

При определении класса заемщика по показателям ликвидности используют определенные методики сведения различных показателей ликвидности в некоторую общую оценку ликвидности. Обычно используют показатели:

1. Отдачи производства ($OT_{ПФ}$).
2. Отдачи текущих активов (OT_A).
3. Отдачи внеоборотных активов ($OT_{ВНАФ}$).
4. Текущей операционной прибыльности активов ($Π_{ОА}$).
5. Прибыльности активов ($Π_A$).
6. Рентабельность активов ($ROTA$)
7. Рентабельность собственного капитала (ROE).
8. Рентабельности производства (ROC).
9. Доходность производства ($ΠP_3$).
10. Доходность собственных средств ($ΠP_{CC}$)

Таблица 2.24. Значение весовых коэффициентов отдельных аналитических показателей

Показатель	Значение весового коэффициента (β_j)
Отдачи производства ($OT_{ПФ}$).	0,05
Отдачи текущих активов (OT_A).	0,1
Отдачи внеоборотных активов ($OT_{ВНАФ}$).	0,05
Текущей операционной прибыльности активов ($Π_{ОА}$).	0,15
Рентабельности активов ($ROTA$).	0,2
Прибыльности активов ($Π_A$).	0,1
Рентабельности собственного капитала (ROE).	0,05
Рентабельности производства (ROC).	0,15
Доходность производства ($ΠP_3$).	0,1
Доходность собственных средств ($ΠP_{CC}$)	0,05

2.8. Оценка предельных размеров кредитования на основе ликвидности предприятия

Оценка предельного размера кредитования может производиться как самим предприятием, так и банком. В первом случае, предприятие должно осознавать, что взятие дополнительных кредитов приводит к ухудшению его платежеспособности. И желание получить максимальную прибыль (см. 2.6) должно ограничиваться разумными пределами. Во втором случае, когда оценка проводится банком, целью оценки является определение разумных границ риска, на которые он может пойти, выдавая кредиты.

При расчете максимально возможных размеров краткосрочного и долгосрочного кредитов, которые могут быть получены предприятием, обычно следует исходить из того предположения, что заем дополнительных средств не должно привести значения показателей ликвидности ниже определенных ранее предельно допустимых границ.

При определении предельно допустимых границ кредитования используют следующие коэффициенты:

1. Коэффициент покрытия (C_P).
2. Взвешенный коэффициент текущей ликвидности (C_{WCL}).
3. Коэффициент независимости (C_{AUT}).
4. Коэффициент общей ликвидности (C_{GL}).
5. Взвешенный коэффициент общей ликвидности (C_{WGL}).

Первые три коэффициента используются при оценке дополнительных размеров краткосрочного кредитования, а последние три – для долгосрочного.

2.8.1. Определение максимального размера краткосрочного кредита

Пусть ΔL – дополнительно получаемый кредит.

Поскольку кредит является краткосрочным, то, скорее всего, он будет направлен на приобретение текущих активов (сырье, материалы и т.п.).

Когда берется кредит, то к текущим активам и текущим пассивам добавляется ΔL .

Использование коэффициента покрытия для определения размеров кредитования.

Для того, чтобы кредит не пошел во вред предприятию, необходимо ограничить размеры средств, получаемых в кредит. Предельная величина C_P составляет 1,5.

При использовании этого показателя размер кредита определяется из соотношения

$$\frac{TA + \Delta L}{TP + \Delta L} \geq C_{PP} \quad (2.86)$$

Решая это неравенство относительно ΔL , получаем, что дополнительный кредит не может превышать следующую величину

$$T\Pi \frac{C_P - C_{P\Pi}}{C_{P\Pi} - 1} = \Delta L . \quad (2.87)$$

Оценка размеров кредитования на основе коэффициента взвешенной текущей ликвидности.

Будем предполагать, что после получения краткосрочного кредита структура текущих активов, достаточно быстро вернется к существующей на момент взятия кредита. Обозначим через γ_i величину, которая характеризует долю i -го вида текущих активов в общем объеме текущих активов.

$$\gamma_i = \frac{\alpha_i}{TA} \quad (2.88)$$

При получении ΔL , i -й актив увеличивается на $\gamma_i \cdot \Delta L$. В качестве предельного значения ухудшения показателя взвешенной текущей ликвидности ($C_{WCL\Pi}$) можно рассматривать величину от 1 до 1,2. Таким образом, после получения кредита мы должны для коэффициента взвешенной текущей ликвидности соблюдать неравенство:

$$\frac{\sum_i (\lambda_i A_i + \Delta L * \gamma_i)}{T\Pi + \Delta L} \geq C_{WCL\Pi} \quad (2.89)$$

C_{QCA} – коэффициент качества текущих активов – показывает, сколько стоит в реальности 1 рубль балансовой стоимости текущих активов при быстрой распродаже.

$$T\Pi \cdot \frac{C_{WCL} - C_{WCL\Pi}}{C_{WCL\Pi} - C_{QCA}} \geq \Delta L . \quad (2.90)$$

Оценка размеров кредитования на основе коэффициента независимости проводится как при краткосрочном, так и долгосрочном кредитовании. Взятие кредита приводит к снижению коэффициента независимости. Если задать предельный размер снижения C_{AUTN} , то должно выполняться неравенство

$$\frac{PCC}{A + \Delta L} \geq C_{AUTN} \quad (2.91)$$

Решая это неравенство относительно ΔL , получаем, что дополнительный кредит не может превышать следующую величину

$$A \frac{C_{AUT} - C_{AUTN}}{C_{AUNN}} = \Delta L . \quad (2.92)$$

В качестве предельных размеров краткосрочного кредитования

рассматривают величину 0,67, а рот долгосрочном 0,75.

2.8.2. Определение максимального размера долгосрочного кредита

Оценка предельных размеров кредитования на основе коэффициента *общей ликвидности* (C_{GL}) проводится также, как и для коэффициента покрытия. В результате получаем формулу:

$$(\text{ДП} + \text{ТП}) \cdot \frac{C_{GL} - C_{GL\Pi}}{C_{GL\Pi} - 1} \geq \Delta L \quad (2.93)$$

В качестве предельного значения взвешенного коэффициента общей ликвидности (C_{WGL}) можно рассматривать 1,5.

Оценка предельных размеров кредитования на основе *коэффициента взвешенной общей ликвидности*. Получение долгосрочного кредита обычно бывает связано с долгосрочными целями, т. е. долгосрочный кредит обычно получают для того, чтобы приобрести новые оборотные фонды, внеоборотные активы.

Предполагаемое направление средств кредита устанавливается коэффициентами σ_i . Они определяют долю кредита L , например, в основных фондах.

$$\sum_i \delta_i = 1, \delta_i \geq 0 \quad (2.94)$$

Поступая, также как в случае с коэффициентом взвешенной текущей ликвидности, получаем неравенство:

$$(\text{ТП} + \text{ДП}) \cdot \frac{C_{WGL} - C_{WGL\Pi}}{C_{WGL\Pi} - C_{QANF}} \geq \Delta L, \quad (2.95)$$

где C_{QANF} - коэффициент качества новых инвестиций, который равняется

$$\sum_i \lambda_i * \delta_i. \quad (2.96)$$

Этот коэффициент показывает, насколько ликвидными окажутся те активы, которые образуются в результате использования дополнительного кредита. В частности, если весь кредит идет на приобретение оборудования, то C_{QANF} равняется 0,4 – 0,5.

3. ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ

3.1. Цель, задачи и методы финансового планирования

В качестве основных целей финансового планирования рассматриваются:

- обеспечение достаточной платежеспособности и финансовой устойчивости в плановом периоде;
- повышение рентабельности и эффективности деятельности компании;
- обеспечение роста стоимости компании;
- достижение прибыли, достаточной для развития бизнеса и выплаты дохода инвесторам.

К задачам финансового планирования относятся:

1. Определение размеров финансовых ресурсов необходимых для осуществления хозяйственной деятельности в плановом периоде.
2. Установление финансовых отношений с бюджетом, финансовыми организациями и другими предприятиями.
3. Выявление путей рационального вложения капитала.
4. Увеличение прибыли за счет экономного использования денежных средств.

В систему планирования входит разработка финансовых планов разной срочности. К ним относятся:

1. *Долгосрочные прогнозы и планы*, составляемые на период до 10 лет. В них определяются основные финансовые цели фирмы и направления использования денежных средств и стратегия привлечения финансовых средств компанией. В последнее время долгосрочные планы принято называть бизнес-планами развития предприятия.
2. *Краткосрочные (годовые) финансовые планы*. В них конкретизируются цели компании на предстоящий год, а также определяются целевые показатели и определяет ресурсы, необходимые как для фирмы в целом, так и для ее подразделений. Краткосрочные финансовые планы принято называть бюджетами предприятия.
3. *Оперативные (квартальные, месячные) финансовые планы*. В них определяется конкретный перечень расходов финансовых средств в рамках лимитов и нормативов, утвержденных в годовом бюджете.
4. *Календарные планы (календари платежей)* составляются на период от 1 до 2-х недель. В них формируются бюджеты поступлений и платежей в разрезе конкретных потребителей и поставщиков.

Общая схема финансового планирования на предприятии представлена на рис. 3.1.



Рис. 3.1. Общая схема финансового планирования на предприятии

Методы планирования представляют собой конкретные способы расчетов показателей. В зависимости от решаемых задач и долгосрочности планов могут применяться такие методы как: нормативный, расчетно-аналитический, балансовый, метод оптимизации плановых решений, эконометрическое моделирование.

Сущность *нормативного метода планирования* финансовых показателей заключается в том, что на основе заранее установленных норм и нормативов рассчитывается потребность предприятия в финансовых ресурсах и их источниках. Такими нормативами являются ставки налогов, ставки тарифных взносов и сборов, нормы амортизационных отчислений, нормативы потребности в оборотных средствах и др. В финансовом планировании применяется целая система норм и нормативов, которая включает:

- федеральные нормативы;
- субфедеральные нормативы (республиканские, краевые, областные, автономных образований);
- локальные нормативы;
- отраслевые нормативы;
- нормативы предприятия.

Федеральные нормативы действуют на всей территории Российской Федерации и обязательны для всех отраслей и хозяйствующих субъектов. К ним относятся ставки федеральных налогов, ставки отчислений в государственные социальные фонды. Субфедеральные нормативы и

локальные нормативы действуют в отдельных субъектах Российской Федерации и их муниципальных образованиях. Отраслевые нормативы применяются в масштабах отдельных отраслей или по группам организационно-правовых форм хозяйствующих субъектов (малые предприятия, акционерные общества и т.п.). Эти нормативы включают нормы предельных уровней рентабельности предприятий-монополистов, предельные нормы отчислений в резервный фонд, нормы льгот по налогообложению и др.

Нормативы предприятия – это нормативы, разрабатываемые самой фирмой и используемые ею при осуществлении бизнес процессов и финансовой деятельности, контроля за использованием финансовых ресурсов. К этим нормативам относятся: нормы потребности в оборотных средствах; нормы кредиторской задолженности, нормы запасов сырья, материалов, товаров и др. Нормативный метод планирования является самым простым методом. Зная норматив и объемный показатель, можно легко рассчитать плановый показатель.

Расчетно-аналитический метод планирования финансовых показателей заключается в том, что достигнутые величины финансовых показателей принимаются за базу, и с помощью индексов изменения в плановом периоде рассчитывается плановая величина этого показателя. Данный метод планирования используется при отсутствии нормативов, а взаимосвязь между показателями установлена не прямо, а на основе статистического анализа их динамики и связей. Иногда в основе этих методов используются экспертные оценки. Расчетно-аналитический метод широко применяется при планировании отдельных показателей.

Балансовые методы планирования финансовых показателей основываются на построении балансов и увязки прогнозируемых финансовых ресурсов с плановой потребности в них. Балансовый метод применяется, прежде всего, при планировании движения денежных средств, распределения прибыли и т.п. Балансовая увязка осуществляется на основе уравнения:

$$O_T = O_{T-1} + П_T - Р_T \quad (3.1)$$

где O_{T-1} – остаток средств фонда на начало планового периода, руб.; $П_T$ – поступление средств в фонд, руб.; $Р_T$ – расходование средств фонда, руб.; O_T – остаток средств фонда на конец планового периода, руб.

Оптимизационные методы сводятся к разработке множества вариантов решений и выбора из них оптимального. При этом могут применяться разные критерии выбора:

- 1) максимум приведенной прибыли;
- 2) минимум вложения капитала
- 3) минимум текущих затрат;
- 4) минимум времени на оборот текущих активов;
- 5) максимум рентабельности капитала;
- 6) максимум рентабельности активов;
- 7) минимум финансовых рисков.

Эконометрическое моделирование предполагает нахождение количественных зависимостей между финансовыми показателями и факторами, их определяющими. Эти связи формируют экономико-математическую модель, которая представляет собой математическое описание экономических процессов. В модель включаются только основные (определяющие) факторы. Модель может строиться с использованием как функциональных связей (например, балансовым), так и корреляционных, выявленных на основе статистического анализа изменяющихся показателей и факторов. Особое значение для обоснованности модели имеет ее репрезентативность. Репрезентативность модели проверяется путем проведения ретроспективных расчетов и определения среднеквадратического отклонения модельных данных от фактических, а также коэффициента вариации.

3.2. Прогнозирование финансового состояния предприятия

Традиционные подходы к прогнозированию, нашедшие применение в экономической практике, можно подразделить на три основные группы. Это методы экспертных оценок, методы построения эконометрических моделей и сценарные методы.

Методы экспертных оценок является одним из самых популярных. Он базируется на многоступенчатом экспертном опросе с последующей обработкой данных различными методами. Для этого используются как статистические методы, так и методы, базирующиеся на основе теории нечеткой логики и нечетких множеств. Предметом экспертной оценки могут быть финансовые цели предприятия, устанавливаемые на длительный период, доступность финансовых ресурсов, состояние конъюнктуры рынка в отдаленном периоде.

Ограниченность методов экспертных оценок состоит в том, что в них присутствует субъективный элемент и возможность ошибочного суждения. Важно отметить, что эксперт может игнорировать новые факты и гипотезы, которые противоречат сложившемуся у него взгляду на вещи. Чем консервативнее эксперт, тем больше вероятность подобных ошибок. Причиной ошибок может быть и подверженность коллективному мнению, особенно если эксперт не полностью уверен в своем собственном мнении или боится критики со стороны коллег.

Эконометрические прогностические модели существенно варьируют по сложности используемых моделей. Простейшая модель прогноза предполагает однопараметрическую зависимость прогнозируемого параметра от времени:

$$Y(t) = F(a, t-1) + \varepsilon(t), \quad (3.2)$$

где $F(a,t)$ – функция регрессии (линейная, логарифмическая, экспоненциальная, и т.д.), a – вектор параметров регрессии. (определяемых обычно по методу наименьших квадратов), $\varepsilon(t)$ – случайная величина с

нулевым математическим ожиданием.

Более сложным является метод авторегрессии, когда прогнозируемое значение параметра зависит от некоторой совокупности предыдущих значений параметров:

$$Y(t) = A_0 + F_1(A_1, t-1) + F_2(A_2, t-2) + \dots + \varepsilon(t). \quad (3.3)$$

Авторегрессия свидетельствует об инерционности и стационарности прогнозируемого процесса, о сохранении на всем интервале прогнозирования исторически сложившейся экономической парадигмы.

На основе подобных зависимостей могут строиться и более сложные эконометрические модели, позволяющие прогнозировать значения не только отдельных показателей, но и динамику финансовой деятельности предприятия в целом (агрегированные баланс и отчет о прибылях и убытках). Сначала определяются основные параметры зависимости отчета о прибылях и убытках от времени, а затем формируется прогнозный агрегированный баланс. Рассмотрим одну из таких моделей более подробно.

На 1 этапе формируется прогнозный отчет о прибылях и убытках.

Прогнозная величина *выручки* определяется исходя из регрессионного анализа, который базируется на данных предыдущих периодов.

При этом следует обратить внимание на сезонность получения выручки и вероятное изменение ситуации на рынке сбыта в прогнозном периоде.

Прогнозная величина *себестоимости* определяется исходя из:

- структуры затрат (желательно разделить себестоимость на условно-переменные и условно-постоянные расходы, используя соответствующие методы);
- динамики выручки (ее изменение должно найти соответствующие отражение в величине условно-переменных расходах).

На основе прогнозных экспертных оценок формируется представление о возможном изменении ситуации на рынке используемого материалов и сырья, деловых услуг и заработной платы.

Прогнозная величина *прибыли от продаж* определяется как разность прогнозных величин выручки и себестоимости.

Прогнозная величина *прибыли до налогообложения* определяется исходя из значения прибыли от продаж, скорректированной на прогнозное значение результатов от прочей операционной и внереализационной деятельности. Прогноз этих показателей также формируется на основе регрессионного анализа данных в предшествующих периодах. *Величина прибыли после налогообложения (ЕАТ)* устанавливается исходя из существующих ставок налога на прибыль с учетом экспертных оценок, относящиеся к возможным изменениям в системе налогообложения.

Прогнозная величина *распределяемой прибыли* определяется, как разность прибыли после налогообложения (ЕАТ) и затрат, уменьшающих фактически получаемый финансовый результат с позиции собственников (возврат долгосрочного кредита и пр.).

На втором этапе происходит *предварительное определение основных параметров прогнозного баланса*.

Прогнозная величина *внеоборотных активов* определяется как разность значения данной строки агрегированного баланса по факту за последний отчетный период минус прогнозная величина начисляемой за прогнозный квартал амортизации плюс ожидаемые вложения из прибыли. Результат следует при необходимости скорректировать исходя из ожидаемого выбытия каких-либо внеоборотных активов.

Прогнозная величина *текущих активов* определяется как сумма входящих в данную строку активов составных элементов.

Прогнозная величина *запасов сырья и материалов (ЗСМ^П)* определяется, опираясь на формулу 3.4, следующим образом:

$$\text{ЗСМ}^{\text{П}} = \frac{(\text{ВО}_{\text{ЗСМ}} \pm \Delta_{\text{ЗСМ}}(\text{T})) * \text{В}^{\text{П}}(\text{T})}{\theta^{\text{П}}}, \quad (3.4)$$

где $\text{ВО}_{\text{ЗСМ}}$ – время оборота запасов сырья и материалов в базовом периоде, дней;

$\Delta_{\text{ЗСМ}}(\text{T})$ - изменение времени оборота запасов сырья и материалов, дней (определяется на основе регрессионного анализа);

$\text{В}^{\text{П}}(\text{T})$ – выручка, прогнозируемая для T-го периода;

$\theta^{\text{П}}$ – длительность прогнозного периода, дней.

Прогнозная величина *незавершенного производства (НЗП^П)* определяется, таким же образом, т.е.

$$\text{НЗП}^{\text{П}} = \frac{(\text{ВО}_{\text{НЗП}} \pm \Delta_{\text{НЗП}}(\text{T})) * \text{В}^{\text{П}}(\text{T})}{\theta^{\text{П}}}, \quad (3.5)$$

где $\text{ВО}_{\text{НЗП}}$ – время оборота запасов в незавершенном производстве в базовом периоде, дней;

$\Delta_{\text{НЗП}}(\text{T})$ – изменение времени оборота запасов в незавершенном производстве, дней (определяется на основе регрессионного анализа или экспертных оценок).

Прогнозная величина *товарных запасов (ТЗ^П)* определяется, опираясь на формулу 3.6, следующим образом:

$$\text{ТЗ}^{\text{П}} = \frac{(\text{ВО}_{\text{ТЗ}} \pm \Delta_{\text{ТЗ}}(\text{T})) * \text{В}^{\text{П}}(\text{T})}{\theta^{\text{П}}}, \quad (3.6)$$

где $\text{ВО}_{\text{ТЗ}}$ – время оборота товарных запасов в базовом периоде, дней;

$\Delta_{\text{ТЗ}}(\text{T})$ - изменение времени оборота запасов товарных запасов, дней (определяется на основе регрессионного анализа);

Прогнозная величина *краткосрочной дебиторской задолженности (КДЗ^П)* определяется, опираясь на формулу 3.7, следующим образом:

$$\text{КДЗ}^n = \frac{(\text{ВО}_{\text{КДЗ}} \pm \Delta_{\text{КДЗ}}(T)) * \text{B}^n(T)}{\theta^n}, \quad (3.7)$$

где $\text{ВО}_{\text{ЗСМ}}$ – время оборота краткосрочной дебиторской задолженности в базовом периоде, дней;

$\Delta_{\text{ДЗ}}(T)$ – изменение времени оборота краткосрочной дебиторской задолженности, дней (определяется на основе регрессионного анализа);

Прогнозная величина *налога на добавленную стоимость по приобретенным ценностям* (НДС^n) определяется исходя по следующей формуле:

$$\text{НДС}^n = \text{ЗСМ}^n * \text{C}_{\text{НДС}}, \quad (3.8)$$

где $\text{C}_{\text{НДС}}$ – средневзвешенный размер ставки налога на добавленную стоимость в запасах сырья и материалов, дней.

Прогнозная величина *денежных средств* (ДС^n) определяется исходя из формулы 4.14 следующим образом:

$$\text{ДС}^n = \frac{\text{ВО}_n^n * (\text{C}^n(T) - \text{Ам}^n(T) + \text{НДС}_{\text{ПР}}^n(T) + \text{НП}^n)}{\theta^n}, \quad (3.9)$$

где $\text{ВО}_{\text{ЗСМ}}$ – время оборота наличности в базовом периоде, дней;

ВО_n^n – должно составлять от 3 до 7 дней, обычно принимается равным 7 дням, в иных случаях значения оговариваются в рекомендациях;

$\text{C}^n(T)$, $\text{Ам}^n(T)$, $\text{НДС}_{\text{СБ}}^n(T)$, НП^n – соответственно, себестоимость, амортизация, налог на добавленную стоимость, уплачиваемый в бюджет, налог на прибыль, запланированные в прогнозном периоде T ;

θ^n – длительность прогнозного периода, дней.

Прогнозная величина *краткосрочных финансовых вложений, а также других оборотных (текущих) активов, включая прочие оборотные активы*, определяются исходя из динамики значений данной строки в предшествующих периодах.

Прогнозная величина строки *итого активы*, определяются как сумма внеоборотных и текущих активов.

Прогнозная величина *собственных средств*, определяется как сумма собственных средств в базовый период и прогнозной величины прибыли после налогообложения (ЕАТ).

Прогнозная величина *долгосрочных заемных средств* (ДЗС^n) определяется следующим образом:

$$\text{ДЗС}^n(T) = \text{ДЗС}^n(T-1) \pm \Delta_{\text{ДЗС}}(T), \quad (3.10)$$

где ДЗС^Б (Т-1) – величина долгосрочных заемных средств в базовом периоде; Δ_{ДЗС} (Т) – изменение величина данной группы пассивов (определяется экспертным путем исходя из имеющихся обязательств, а также возможности получения кредитов).

Прогнозная величина *текущих пассивов* определяется как сумма входящих в данную строку пассивов составных элементов.

Прогнозная величина *краткосрочных заемных средств* (КЗС^П) определяется исходя из формулы 3.11 следующим образом:

$$КЗС^П = \frac{(ВО_{КЗС} \pm \Delta_{КЗС}(Т)) * В^П(Т)}{\theta^П}, \quad (3.11)$$

где ВО_{КЗС} – время оборота краткосрочных заемных средств в базовом периоде, дней;

Δ_{КЗС} (Т) – изменение длительности периода оборота по данной статье оборотных пассивов, дней (определяется на основе регрессионного анализа);

θ^П – длительность прогнозного периода, дней.

Прогнозная величина *кредиторской задолженности* (КЗ^П) определяется исходя из формулы 3.12 следующим образом:

$$КЗ^П = \frac{(ВО_{КЗ} \pm \Delta_{КЗ}(Т)) * В^П(Т)}{\theta^П}, \quad (3.12)$$

где ВО_{КЗ} – время оборота кредиторской задолженностью в базовом периоде, дней;

Δ_{КЗ} (Т) – изменение длительности периода оборота по данной статье оборотных пассивов, дней (определяется регрессионной зависимостью или экспертными оценками).

Прогнозная величина строки *итого пассивы*, определяются как сумма собственных средств, долгосрочных заемных и текущих пассивов.

На 3-м этапе осуществляется сведение прогнозного баланса

После завершения этапа 2 чаще всего наблюдается несоответствие значений строк «*итого активы*» и «*итого пассивы*», причем возможны два варианта:

- 1) строка «*итого активы*» превосходят «*итого пассивы*»;
- 2) строка «*итого активы*» меньше строки «*итого пассивы*».

Рассмотрим поочередно каждый из них.

Первый вариант – строка «*итого активы*» превосходят «*итого пассивы*».

В этом случае наблюдается дефицит источников средств. Первое направление решения проблемы - это уменьшение прогнозной величины активов (потребности предприятия в ресурсах), что для этого за счет уменьшения запланированного прироста выручки (следовательно, необходимых предприятия оборотных активов) и/или внеоборотных активов.

Второе направление решения проблемы - это увеличение прогнозной величины пассивов (источников финансирования ресурсов предприятия), что может быть достигнуто за счет вложений в собственные средства, привлечения долгосрочных заемных средств, увеличения текущих пассивов (краткосрочных заемных средств и/или кредиторской задолженности). Общий подход к расстановке приоритетов выбора средства «сведения баланса» представлен в табл.

Второй вариант – строка «итого активы» меньше «итого пассивы».

В этом случае, наблюдается избыток источников средств. Первое направление решения проблемы – это снижение величины привлекаемых источников. При этом, обычно придерживаются следующей логики расстановки приоритетов сокращения статей при не конъюнктурном характере снижения потребности в ресурсах:

- краткосрочные заемные средства,
- кредиторская задолженность,
- долгосрочные заемные средства,
- собственные средства.

При условии, что иное не следует из проведенного финансового анализа (например, плохие значения долгосрочной ликвидности, прежде всего, предполагают сокращение долгосрочных заемных средств).

Второе направление решения проблемы - это увеличение прогнозной величины активов (потребности предприятия в ресурсах). Такой вариант обычно используется в тех случаях, когда снижение потребности носит конъюнктурный характер. В этом случае, возможными направлениями использования «временно лишних средств» являются:

- запасы сырья и материалов (особенно при высокой инфляции),
- краткосрочные финансовые вложения,
- долгосрочные финансовые вложения.

Очевидно, что в случаи большого изначального расхождения значений «итого активы» и «итого пассивы» необходимо использовать одновременно несколько решений данной проблемы поэтапно приближая, их друг к другу.

Построенный прогнозный баланс и выручка может стать основой для задания долгосрочных нормативов, определяющих цели финансовых планов, а также предварительной основой для разработки инвестиционных долгосрочных планов.

Таблица 3.1. Сравнительная характеристика возможных источников финансирования роста величины вовлеченных активов и/или улучшения финансового состояния предприятия

Причина дефицита средств в прогнозном балансе	Источники финансирования расширения активов или улучшения финансового состояния предприятия			
	Собственные средства	Долгосрочные заемные средства	Краткосрочные заемные средства	Кредиторская задолженность
Прогнозируемый рост внеоборотных активов	Плохая ликвидность, высокие показатели эффективности использования собственных средств, отрицательная величина показателя «Собственный оборотный капитал»	Хорошие показатели долгосрочной ликвидности, хорошая эффективность использования внеоборотных активов (или стремление ее улучшения).	Нежелательно	Нежелательно
Прогнозируемый рост текущих активов (в т.ч. увеличение выручки)	Неконъюнктурный характер потребности, отрицательное значение показателя «Собственный оборотный капитал»	Неконъюнктурный характер потребности, отрицательное значение показателя «Собственный оборотный капитал»	Нормативные показатели текущей ликвидности, хорошее значение времени оборота краткосрочных заемных средств, конъюнктурный характер потребности	Нормативные показатели текущей ликвидности, хорошее значение времени оборота кредиторской задолженности, конъюнктурный характер потребности,

Рассмотренные методы прогнозирования опирались на предпосылку о стационарности развития. В последние годы Энгл и Боллерслев разработали семейство методов ARCH и GARCH, соответственно, которые допускают, что прогнозируемый процесс не является стационарным, но может быть предсказано будущее значение волатильности этого процесса (например, наличие периодических составляющих в прогнозном тренде). Этими

методами предусматривается расчет значений не только ожидаемого среднего значения характеристики, но и параметры распределения ошибки прогноза.

Развитием методов ARCH и GARCH является технология так называемых *нейронных сетей*, когда система прогнозирования в автоматическом режиме осуществляет оценивание параметров регрессии, минимизируя функцию ошибки. Методы ARCH и GARCH (равно как и построенные на их основе нейронные сети) перестают работать, когда в будущем поведении экономической системы можно предполагать возможность наличие катастрофических изменений, вызванных резким сломом сложившихся тенденций. При таких изменениях весь предшествующий тренд оказывается неприменим для прогноза. Катастрофические переломы как раз и должны предсказываться либо экспертными методами, либо рассмотренным ниже сценарным методом.

Сценарные методы предполагают генерацию экономических сценариев и моделирование реакции системы на сгенерированный сценарий, измеряемое по финансовым результатам системы. Всем сценариям в генеральной их совокупности присваиваются вероятностные веса. Таким образом, итоговый ожидаемый финансовый результат интерпретируется как математическое ожидание случайной величины показателя, распределенной в соответствии с исходным весовым распределением входных сценариев.

Если сценарии воздействия на финансовую систему являются многоступенчатыми, процессными, то в ходе исследования финансовых результатов строится дерево решений. Построение дерева решений влечет «расщепление» исходных вероятностей возникновения сценариев на вероятности возникновения подсценариев, вложенных в базовый. Тогда результирующее вероятностное распределение финансовых результатов восстанавливается по известным формулам Байеса для полной вероятности.

3.3. Долгосрочное финансовое планирование

3.3.1. Цели и задачи долгосрочного финансового планирования

Долгосрочное финансовое планирование предназначено для определения целей развития предприятия и оценки их достижения. В самом общем виде долгосрочный финансовый план – это план развития бизнеса, в котором сформулированы предмет, основные цели, стратегия, направления бизнеса и географические регионы деятельности, определены ценовая политика, емкость и структура рынка, условия осуществления поставок и закупок, транспортировки, страхования и переработки товаров, факторы, влияющие на рост или снижение доходов и расходов по группе товаров и услуг, являющихся предметом деятельности предприятия. Если требуются вложения в основные средства (здания, станки, офисное оборудование и т.д.), нематериальные активы (лицензии, патенты, имущественные права, товарные знаки и т.д.), запасы товаров и сырья, которые требуются для

развития предприятия, то должны быть определены источники финансирования этих вложений. Если расчеты показывают, что у предприятия могут образовываться избыточные финансовые средства, то долгосрочный финансовый план должен предусматривать направления их инвестирования. В долгосрочном финансовом плане требуется показать, какие активы будут приобретены и как будут использованы, чтобы принести прибыль.

Долгосрочный финансовый план всегда носит прогнозный, а значит, вероятностный характер, предполагает возможность различных вариантов делового поведения фирмы. В первую очередь в долгосрочном финансовом плане должны рассматриваться вопросы сбыта продукции, а также возможные действия при изменении конъюнктуры рынка.

Основной задачей долгосрочного финансового плана является определение финансового эффекта, возникающего в результате реализации того или иного комплекса мероприятий. Поэтому долгосрочный финансовый план не требует обязательной проработки до тонкостей всех деталей и обычно выполняется для определения направлений развития корпораций. В основу долгосрочного финансового плана обычно закладывают эскизные варианты технической реализации проектов, определяющие только общие технические и экономические характеристики приобретаемого оборудования, новых технологий, используемых сырья и материалов, выпускаемой продукции. Задачей долгосрочного финансового плана рассмотреть альтернативные варианты развития предприятия и определить наиболее эффективный и/или устойчивый вариант развития. Итогом рассмотрения должен быть один вариант, который и будет заложен в основу годовых планов.

При определении горизонта планирования долгосрочного финансового плана желательно учитывать следующие факторы:

1. Срок реализации основных бизнес проектов, заложенных в инвестиционную часть финансового плана;
2. Предполагаемый срок возврата займов или окупаемость проекта для стороннего инвестора, если при развитии предприятия предполагается привлечение внешних источников финансирования;
3. Объем требуемых инвестиций;
4. Достоверность исходных данных (возможная точность их прогноза);
5. Специфическими особенностями предприятия.

Долгосрочные финансовые планы создаются на период от 5 до 10 лет.

Первый и второй факторы определяют верхнюю границу горизонта финансового плана. Нет необходимости прогнозировать развитие экономического субъекта после того, как все планируемые эффекты смогут полностью проявиться и все планируемые заемные средства будут возвращены. В рамках рассматриваемого сценария событий финансово-экономические показатели организации станут стабильными.

Объем предполагаемых инвестиций определяет необходимость более полного учета всех нюансов реализации проектов при росте требуемых для

их реализации средств. В частности, чем больше требуется инвестиций, тем более детально должны быть рассмотрены риски развития предприятия и его чувствительность к изменению ситуации в худшую сторону, относительно основного, заложенного при составлении долгосрочного финансового плана сценария. Ухудшение ситуации естественно ведет к увеличению срока возврата заемных средств, удлинению сроков окупаемости, возможности выхода из относительно стабильной ситуации в силу “умирания” выпускаемых продуктов. Так как для предприятия эти нюансы крайне существенны (из-за масштабов потенциальных потерь), то горизонт планирования увеличивается на время необходимое для окупаемости проектов при наиболее неблагоприятных из прогнозируемых условий.

Влияние четвертого фактора очевидно – нет смысла тратить средства и силы на составление долгосрочного прогноза, если невозможно получить нормальные исходные данные для его составления.

В ряде случаев, горизонт планирования приходится увеличивать, по сравнению с нормальными, определенными выше границами из-за особенностей бизнеса предприятия. Наиболее типичной причиной удлинения горизонта является необходимость предусматривать капиталовложения не только в создание объектов, но и в их утилизацию (например, при планировании развития АЭС требуется учитывать инвестиции, как в реконструкцию станции, так и на ее консервацию и демонтаж после вывода из эксплуатации).

Основными этапами составления долгосрочного финансового плана являются:

1. Планирование сбыта произведенной продукции и конъюнктуры рынка. Составленный на его основе маркетинговый план является основой для большинства других прогнозов.
2. Планирование организационных изменений в компании.
3. Планирование необходимых изменений в технологии, которые позволят обеспечить конкурентоспособность продукции;
4. Предварительное формирование портфеля инвестиционных проектов
5. Предварительная оценка объемов капиталовложений в оборотные активы и основные средства, которые потребуются компании для обеспечения финансирования при разных вариантах состава инвестиционных проектов, реализуемых предприятием.
6. Расчет финансовых потребностей компании при разных вариантах состава инвестиционного портфеля и оценка эффективности разных вариантах инвестиционных портфелей, а также оценка их чувствительности.
7. Выбор окончательного варианта долгосрочного маркетингового плана, финансовой программы, инвестиционного портфеля на основе критериев финансовой эффективности и риска

Хотя создание маркетингового плана собственно не входит в создание финансового плана, но без этого документа собственно финансовый план, включающий инвестиционную и финансовую части создать не возможно.

В данном документе должны быть отражены как минимум следующие позиции:

- *описание групп продуктов, которые предполагается выпускать предприятием, сроки их появления на рынке;*
- *рынок сбыта и его сегментация.* В данном разделе обычно дается довольно полная характеристика рынка потенциальных потребителей основных групп продуктов, которые предполагает выпускать предприятие. Наиболее подробно описываются целевые сегменты, для которых желательно выполнить прогноз развития ситуации на них;
- *сведения о конкурентах.* В данном разделе необходимо представить список основных конкурентов на целевых рынках сбыта, занимаемые ими доли, цены на схожую по ассортименту продукцию, проводимая ими маркетинговая политика. Если предполагается, что рынок будет завоевываться не столько за счет цены, сколько за счет качества товара (услуги), то особое место должно быть уделено сопоставлению продукции по качеству. Кроме того, требуется указать не только прямых конкурентов, которые выходят на рынок с аналогичным товаром, но и косвенных, выпускающих замещающую продукцию.
- *конкурентоспособность* планируемой к выпуску продукции. В данном разделе необходимо подробно указать преимущества планируемого к выпуску продукции на Вашем предприятии по сравнению с уже имеющимися на рынке образцами;
- *объемы поставки разных групп товаров.* В этом подразделе указывается, какие объемы товаров и по какой цене будут поставляться на рынок.
- *маркетинговая стратегия и затраты на ее реализацию.* В данном разделе должны быть указаны затраты, связанные с выходом на новые рынки, поддержание спроса на уже существующих и т.д.
- *факторы коммерческого риска.* В данном разделе следует указать, какие препятствия ожидают бизнес на рынках разных товаров и варианты их преодоления.

3.3.2. Инвестиционная часть долгосрочного финансового плана

Инвестиционная часть долгосрочного финансового плана начинает формироваться на основе технических предложениях, которые должны быть сделаны всеми отделами предприятия. На основе этих предложений формируются инвестиционные проекты.

Под *инвестиционным проектом* понимается создание внеоборотных активов, за счет вложения определённого количества ресурсов, в том числе интеллектуальных, финансовых, материальных, людских, для получения запланированного результата и достижения определённых целей в обусловленные сроки. Финансовым результатом инвестиционного проекта чаще всего является прибыль/доход, материально-вещественным

результатом – новые или реконструированные основные фонды (объекты) или приобретение и использование финансовых инструментов или нематериальных активов с последующим получением дохода. Основным отличием инвестиционного проекта от инвестиционного предложения является наличие предварительного расчета потребности в ресурсах, необходимых для их реализации и эскизной оценки того эффекта, который будет получен в результате его реализации.

Среди проектов различают:

Проекты стратегического характера – определяют развитие предприятия на длительную перспективу. Имеют далеко не всегда полностью предсказуемые результаты. Охватывают мероприятия, связанные, как правило, с корректировкой генеральных целей предприятия.

Операционные проекты – направлены на решение задач в рамках уже сформированных направлений. Обычно имеют хорошо предсказуемый результат. Практически не содержат задач, имеющих вариантный характер исходов.

Инновационные проекты – проекты, связанные с решением локальных проблем, которые, тем не менее, содержат задачи с альтернативными исходами.

Одной из основных частей долгосрочного финансового плана является формирование *портфеля инвестиционных проектов*, под которым понимают совокупность вложений во внеоборотные активы, которые уже начали осуществляться ранее, и пока не завершены, предполагаемые к осуществлению в будущем, а также инвестиционные инициативы. В *предварительный инвестиционный портфель* могут попасть все предложения по инвестициям, которые могли бы быть реализованы на предприятии. В ходе долгосрочного финансового планирования из их состава устраняются малоэффективные инвестиционные проекты, а также те проекты, реализация которых вызывает сомнение. Предварительный отбор приводит к созданию *промежуточного инвестиционного портфеля*. При формировании промежуточного инвестиционного портфеля учитывают степень необходимости их реализации для предприятия; новизну; коммерческую привлекательность. При отборе проектов необходимо помнить, что часть инвестиций уже начала осуществляться и в первую очередь должны быть проинвестированы те мероприятия, в которые уже были вложены средства. Прекращение финансирования определенных мероприятий, в которые ранее уже были вложены средства, должно быть экстраординарным событием. Последовательность включения проектов в промежуточный портфель для комплексной оценки представлена на рис.



Рис. 3.2. Отбор проектов в промежуточный инвестиционный портфель.

Проекты, включенные в промежуточный инвестиционный портфель, становятся объектом детальной проработки. Для них уточняются сроки реализации, проводится оценка экономической эффективности.

При формировании инвестиционного портфеля следует помнить, что при их формировании существует четыре основные проблемы:

1. Излишнее количество одновременно выполняемых проектов, которые зачастую дублируют друг друга.
2. Неправильный выбор проектов, реализация проектов, не представляющих ценности для организации.
3. Отсутствуют увязки выполняемых проектов со стратегическими целями организации.
4. Несбалансированность состава портфеля проектов, выражающаяся в:
 - излишнем количестве проектов, относящихся к производственным аспектам, при недостаточности проектов, затрагивающих рыночные аспекты деятельности организации;
 - излишнем числе проектов, направленных на разработку новой продукции при недостатке исследовательских проектов;
 - слишком большом числе проектов с краткосрочными целями и малом количестве проектов, нацеленных на долгосрочную перспективу;
 - несоответствии портфеля проектов наиболее важным активам организации;

- его несоответствии стратегическим ресурсам организации;
- недостаточном учёте имеющихся основных возможностей для получения дохода, рисков и др.

Одной из причин отмеченных общих проблем является неопределённость или недостаточная чёткость оценок окупаемости проектов.

3.3.3. Критерии оценки инвестиционных проектов и инвестиционного портфеля

Оценка эффективности инвестиционного портфеля является одной из основных задач при долгосрочном финансовом планировании.

Для оценки большинства проектов обычно предлагается использовать как дисконтированные, так и недисконтированные показатели эффективности. К недисконтированным показателям эффективности относятся

ROI (Return on investments, рентабельность инвестиций) – ожидаемая прибыль (ППИ) делится на инвестиции (IN)

$$\mathbf{ROI} = \frac{\mathbf{ЧП}}{\mathbf{И}} \quad (3.13)$$

Простой срок окупаемости (Payback Period), который является обратным к показателю ROI.

$$\mathbf{PP} = \frac{\mathbf{1}}{\mathbf{ROI}} \quad (3.14)$$

Простой срок окупаемости (PP) рассчитывался в годах.

Если проект реализуется действующей компанией, то требованием к любому операционному проекту отбираемому ей должно быть:

$$\mathbf{ROI} > \mathbf{ROTA} \quad (3.15)$$

Чистый доход (Net Value, NV) – накопленный чистый денежный поток от реализации проекта за расчетный период после вычета (сальдирования) инвестиций.

$$\mathbf{NV} = \sum_{t=1}^{\mathbf{Tпр}} (\mathbf{ППК}_t - \mathbf{И}_t) \quad (3.16)$$

Денежный поток на инвестиции (Cash Flow Return on Investment, CFROI) - скорректированные денежные притоки (cash in) в текущих ценах / скорректированные денежные оттоки (cash out) в текущих ценах.

$$\text{CFROI} = \frac{\sum_{t=1}^{T_{\text{пр}}} (\text{ППК}_t + \text{АМ}_t)}{\sum_{t=1}^{T_{\text{пр}}} \text{И}_t} \quad (3.17)$$

Бухгалтерский/финансовый период окупаемости (Accounting Payback Period, APP) – период за который чистый доход становится положительным.

В последние годы в практике оценки эффективности основное внимание отводится дисконтированным показателям эффективности, таким как:

1) *Чистая текущая/дисконтированная стоимость (Net Present Value, NPV)* Разность между текущей стоимостью денежных поступлений по проекту и текущей стоимостью инвестиций и расходами, связанными с реализацией проекта. Обычно рассчитывается с фиксированной ставкой дисконта.

Основной формулой расчета NPV является следующая:

$$\text{NPV}_{T_{\text{пр}}} = \sum_{t=1}^{T_{\text{пр}}} \frac{\text{ППК}_t + \text{АМ}_t - \text{И}_t}{(1 + d)^t} \quad (3.18)$$

где d – ставка дисконта.

При расчете NPV, как правило, используется постоянная ставка дисконтирования, однако в зависимости от обстоятельств (например, ожидается изменение уровня процентных ставок) ставка дисконтирования может дифференцироваться по годам

2) *Внутренняя норма прибыли (Internal Rate of Return, IRR, внутренняя норма доходности)*. Ставка дисконтирования, при которой чистая текущая стоимость денежных выплат и поступлений равна нулю к моменту завершения реализации проекта $T_{\text{пр}}$.

Индекс рентабельности инвестиций (Profitability Index, PI, Economic rate of return, ERR,) рассчитывается как отношение дисконтированной чистой прибыли к сумме дисконтированных инвестиций.

$$\text{ERR} = \frac{\sum_{t=1}^{T_{\text{пр}}} \text{ППК}_t / (1 + d)^t}{\sum_{t=1}^{T_{\text{ин}}} \text{И}_t / (1 + d)^t} \quad (3.19)$$

Дисконтированный период возврата (Discounted Payback Period, DPP), период, который необходим, чтобы NPV стало неотрицательным.

Несмотря на многочисленность показателей, в практике принятия инвестиционных решений чаще всего применяются критерии NPV, PI и IRR. Однако возможны ситуации, когда эти критерии противоречат друг другу. Приоритет одного критерия над другим существенно зависит от того, в какой конкретно ситуации применяются эти критерии.

Проекты в инвестиционном портфеле могут быть *альтернативными* (*конкурентными*) или *независимыми* (*комплементарными*). Проекты считаются *конкурентными* (*альтернативными*), если по техническим или финансовым ограничениям они не могут быть реализованы одновременно. В противном случае они независимы или комплементарны.

Если проекты являются альтернативными, то обычно пытаются определить тот эффект, который могла бы получить фирма при реализации каждого из них. Однако, критерии эффективности могут быть противоречивы. Например, противоречие между критерием IRR и NPV иллюстрирует *контур чистой текущей стоимости*, под которым понимают изменение величины NPV в зависимости от дисконта (d). Может оказаться, что в точке $d=0$ (NPV равняется накопленному доходу) NPV проекта А больше, чем у проекта В. Однако, IRR проекта А меньше, чем проекта В. Точка пересечения двух контуров NPV, называется *точкой Фишера*, а дисконт, при котором происходит пересечение *дисконтом Фишера*. Она примечательна тем, что служит пограничной точкой, разделяющей ситуации, в которых проект А более предпочтителен, чем проект В.

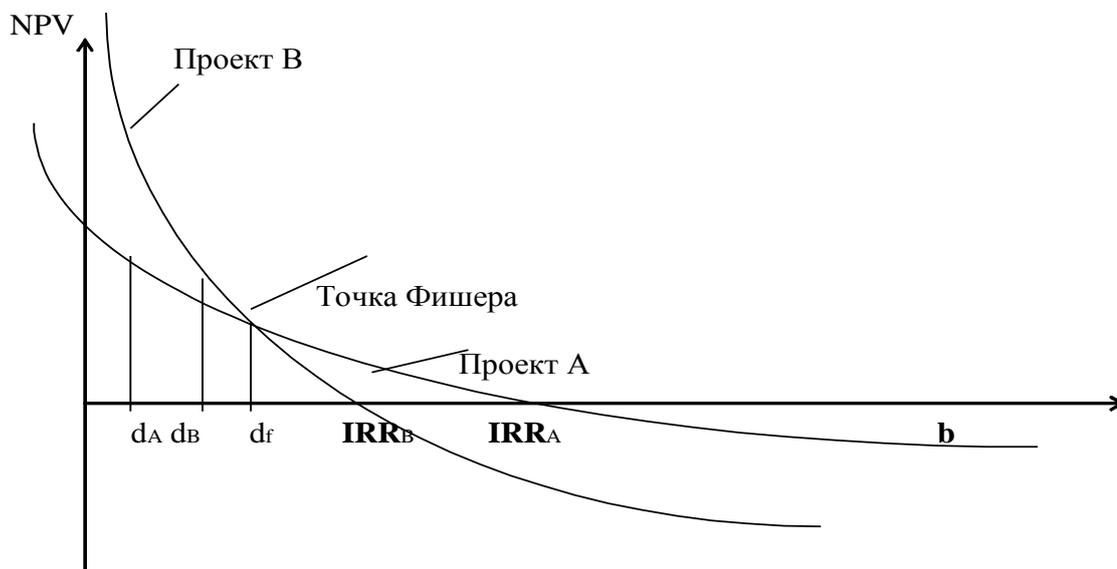


Рис. 3.2. Контур NPV и точка Фишера

Для альтернативных проектов, входящих в портфель, рекомендуется использовать следующее правило:

- если дисконт Фишера больше, чем дисконт (с учетом риска) одного из проектов А или В, то нужно опираться на NPV;
- если дисконт Фишера меньше, чем дисконты проектов А и В то нужно опираться при выборе проектов на IRR.

При независимых нестратегических инвестиционных проектах при расхождении оценок по NPV, IRR и ERR рекомендуется использовать ERR, так как внутренняя норма возврата скорее ориентирована на оценку риска, сколько на получение реального экономического эффекта.

Рассматривая в целом дисконтированные финансовые показатели можно констатировать следующее:

1. Эти показатели ориентируют на выбор инвестиционных проектов, дающих эффект в наиболее короткой перспективе.
2. Показатель NPV должен применяться как основной только в случае сравнения конкурентных (альтернативных) проектов с относительно небольшим риском
3. Показатель ERR должен применяться как основной в случае сравнения независимых (комплементарных) проектов с относительно небольшим риском
4. В остальных случаях в качестве основного критерия должен выступать IRR.
5. Непротиворечивая процедура ранжирования независимых проектов предполагает по парное сопоставление ERR контуров проектов.
6. Применение дисконтированных финансовых показателей эффективности, основанных на NPV, недопустимо без существенных корректировок к проектам, связанным с развитием производства продукции или предоставления услуг, с государственно регулируемым тарифом. Так как, методы оценки эффективности, основанные на NPV, в этих случаях дают преимущество проектам, увеличивающим затратам. Более рационально в данной ситуации использовать методы, основанные на экономическом эффекте.
7. Методы оценки эффективности, основанные на NPV, мало применимы к проектам, предполагающим стратегическое развитие некоторого процесса, так как они, при сравнении по NPV, PI и IRR, обычно проигрывают надежным краткосрочным проектам.

К стратегическим проектам рационально использовать показатели основанные на модификации показателя экономически добавленной стоимости (EVA). Если проект требует дополнительного привлечения акционерного или заемного капитала, то дополнительная прибыль, генерируемая проектом, должна давать прирост EVA.

Естественно EVA проекта может быть определено только после определения источников финансирования. Под капиталом проекта понимается:

$$\begin{aligned}
 KP_T = & q * \sum_{t=1}^{T-1} \max(0; OP_t - G_t - W_t - T(OP_t; \sum_{l=1}^t I_l; G_t)) + \\
 & + \sum_{t=1}^{T-1} I_t + \sum_{t=1}^{T-1} DL_t - \\
 & - \sum_{t=1}^{T-1} \max(0; G_t + W_t - H(OP_t; \sum_{l=1}^t I_l; G_t - OP_t))
 \end{aligned}
 \tag{3.20}$$

где KP(T) – капитал проекта в году T; q – доля чистой прибыли оставляемая в среднем на развитие предприятия; OP_t – операционная прибыль до налогообложения, полученная от реализации проекта в году t; I_t –

инвестиции в активы (во внеоборотные активы и оборотный капитал), необходимые по проекту в году t ; DL_t – дополнительные кредиты (сверх величины I_t , привлеченные для реализации проекта (выплата процентов на инвестиционной стадии, погашение других срочных задолженностей, возникающих на стадии функционирования проекта при недостаточности операционной прибыли) в году t ; G_t – выплата процентов по кредитам и займам в году t ; W_t – возврат кредитов (основных и дополнительных), взятых для реализации проекта в году t ;

$H(OP_t; \sum_{l=1}^t I_l; G_t)$ – налоги, выплачиваемые из операционной прибыли в

году t , в число таких налогов включают налог на прибыль и имущество. В модели величина этих налогов представлена как функция, зависящая от таких факторов как:

- операционная прибыль до налогообложения,
- проценты по кредитам и источник их выплат (прибыль после/до налогообложения),
- размер накопленных инвестиций, их структура и степень завершенности.

Операционная прибыль проекта NOTAP определяется по формуле

$$NOTAP_T = OP_T - T(OP_T; \sum_{t=1}^T I_t; G_T) \quad (3.21)$$

Средневзвешенная стоимость капитала проекта определяется как

$$WACC_T = d * \frac{DE_T}{KP_T} - \sum_{j=1}^n G_j * \frac{SL_T^j}{KP_T}, \quad (3.22)$$

где d – дисконт для проекта, с учетом риска инвестирования в него;

DE_T – инвестированные и накопленные в результате реализации проекта собственные средства предприятия и акционеров,

G_j – процентная ставка для j -го источника средств проекта;

SL_T^j – непогашенная к началу года T ссуда, привлеченная для реализации проекта из j -го источника;

n – число источников заимствования для проекта

Показатель экономической добавленной стоимости (EVA) проекта определяется по формуле:

$$EVA_T = NOTAP_T - WACC_T * KP_T \quad (3.23)$$

Стоимость использования дополнительного капитала определяется на основе минимальной ожидаемой ставки доходности, необходимой для того, чтобы рассчитаться как с акционерами, так и с кредиторами. Точно определив стоимость использования собственного капитала, можно эффективнее распределять его и выявлять рентабельные и нерентабельные проекты.

Так же, как и другие финансовые показатели, в процессе анализа можно “разложить” EVA на несколько частей, сложение которых вместе дают EVA предприятия. Эта особенность позволяет выявлять эффективные и неэффективные части проекта.

Для инвестиционных проектов, имеющих большую продолжительность, EVA рассматривают как функцию от времени и сравнивают с той добавленной стоимостью, которая может быть получена без реализации инвестиционного проекта. Необходимо отметить, что изменение EVA во времени будет происходить не только под влиянием изменения размеров прибыли, но изменения средневзвешенной стоимости капитала, так как по мере возврата части заемных средств величина WACC может начать снижаться.

В качестве возможного критерия использования EVA для инвестиционных проектов можно рассматривать такие критерии как обеспечение поддержания EVA на определенном уровне или обеспечение устойчивого роста EVA. В первом случае, если происходит реинвестирование части средств в капитал предприятия, должен наблюдаться устойчивый рост NOTAP. Равномерный рост EVA означает, что при росте капитала должно происходить равномерно ускоренное увеличение прибыли на капитал. Ускоренное увеличение прибыли на капитал приводит к постоянному увеличению доходности, что для большинства отраслей оказывается невозможным, однако подобная установка может быть применима в ряде случаев:

1. Полученная прибыль полностью используется на дивидендные и кредитные платежи.
2. Исходное значение EVA крайне низкая и желательно его повысить.

И тот и другой случай могут существовать у большинства компаний в течение какого-то ограниченного временного промежутка.

Поэтому в качестве основной установки для EVA следует рассматривать обеспечение максимально возможного уровня к какому-то периоду и поддержание ее на этом уровне.

Иногда к оценке крупных инвестиционных проектов в последние годы привлекают такие критерии как:

Market Value Added (MVA, стоимость добавленная рынком) – критерий увеличения стоимости, в результате роста стоимости капитала компании и рыночную стоимость долгов компании. В результате реализации крупного инвестиционного проекта капитализация компании может существенно возрасти, а по мере возврата долгов их относительная стоимость будет увеличиваться. Обычно MVA рассчитывают как прогнозный показатель.

Shareholder Value Added (SVA, прирост стоимости акционерного капитала) – изменение стоимости акционерного после проведения инвестиций и стоимостью того же капитала до этой операции.

Рассчитывается как прогнозный показатель для инвестиционных проектов, реализация которых может повлиять на стоимость компании. Позволяет оценить акционерам выгодность привлечения средств за счет прямого инвестирования средств. Во многом аналогичен ROE

Формально, концепция EVA основывается на тех же принципах, которые применяются при традиционном NPV анализе, что позволяет рассматривать показатель EVA в качестве альтернативы NPV.

Концептуальная схожесть показателей определяется следующим:

1. В основе обоих показателей лежит принцип денежных потоков. Так как деньги имеют ценность во времени, необходимо считать денежный поток возникшим в тот момент, когда деньги действительно перешли от одного субъекта к другому, а не тогда, когда по бухгалтерскому принципу начислений он будет отражен в учете.
2. Результаты сопоставляются, обычно, не отвлеченно, а применительно к заданному базовому варианту ("результат с проектом/без проекта").
3. Оба показателя оценивают эффект от инвестирования в абсолютном размере.

Формально, базовым отличием концепции EVA от NPV, является то, что:

1. EVA связан не с проектом, а с инвестором. Если в общем случае, величина NPV не зависит от того, какой источник финансирования используется для инвестирования проекта, то величина EVA существенно зависит от источника инвестиций.
2. NPV обычно предполагает неизменность коэффициента дисконтирования, а средневзвешенную стоимость задействованного капитала может существенно варьироваться во времени.
3. Основными преимуществами концепции EVA перед NPV состоят в том, что:
 - в случае NPV, изменение в размерах необходимой величины инвестиций, требует проведения полного перерасчета модели денежного потока, так как ее величина существенно зависит от объема и распределения во времени инвестиций, тогда как определение EVA можно проводить по каждому отдельному периоду функционирования предприятия без дополнительного учета минувших событий и предсказания будущего. Таким образом, с помощью EVA значительно легче проводить сравнительный анализ плановых показателей инвестиционного проекта с фактически достигнутыми.
 - концепция EVA позволяет легче учитывать изменения в размерах прибыли. Если во время реализации проекта изменяется величина прибыли по сравнению с отраженной в бизнес-плане, то для NPV проекта при традиционном анализе необходимо проводить новые перерасчеты всех показателей проекта. При применении EVA ничего, кроме выполнения стандартных операций – изменение

результатов практически автоматически отражается как на величине дохода, так и на размере необходимого капитала.

Однако наиболее существенным отличием концепции EVA от NPV состоит в абсолютно разной оценке проектов с убывающей и растущей отдачей. При сопоставлении проектов по NPV, предпочтение отдается проектам с убывающей отдачей, а при EVA анализе с возрастающей.

Для наглядного показа этого различия рассмотрим следующий пример:

1. Имеются три схожих по размеру инвестиций, срокам реализации и накопленной прибыли проекта. В качестве источника инвестирования предполагаются заемные средства. Будем предполагать, что дисконты для всех источников инвестирования одинаковы. Проценты по кредитам выплачиваются из чистой прибыли. Погашение кредита происходит равными частями, в течение всего срока реализации проекта. Инвестиционный период по всем проектам составляет 1 год. Чистая прибыль (до выплаты процентов) появляется со второго года начала реализации проекта. Чистая прибыль после выплаты процентов капитализируется.
2. Различие между проектами А, В и С состоит в том, что по проекту В предполагается получение одинаковой прибыли в каждом году реализации проекта, начиная со второго. Проект А предполагает, что максимальная чистая прибыль получается во втором году реализации проекта, а затем она начинает равномерно падать. Наконец, проект С предусматривает, что размер получаемой чистой прибыли обратен к проекту А, т.е. во втором году чистая прибыль по проекту С равна прибыли, получаемой по проекту А в последнем году проекта, в третьем году получается прибыль равная прибыли в предпоследнем по проекту А и т.д. Иначе говоря, проект С является проектом с нарастающим потоком прибыли.

Графики изменения EVA и NPV от времени представлена на рис. 3.3 и 3.4.

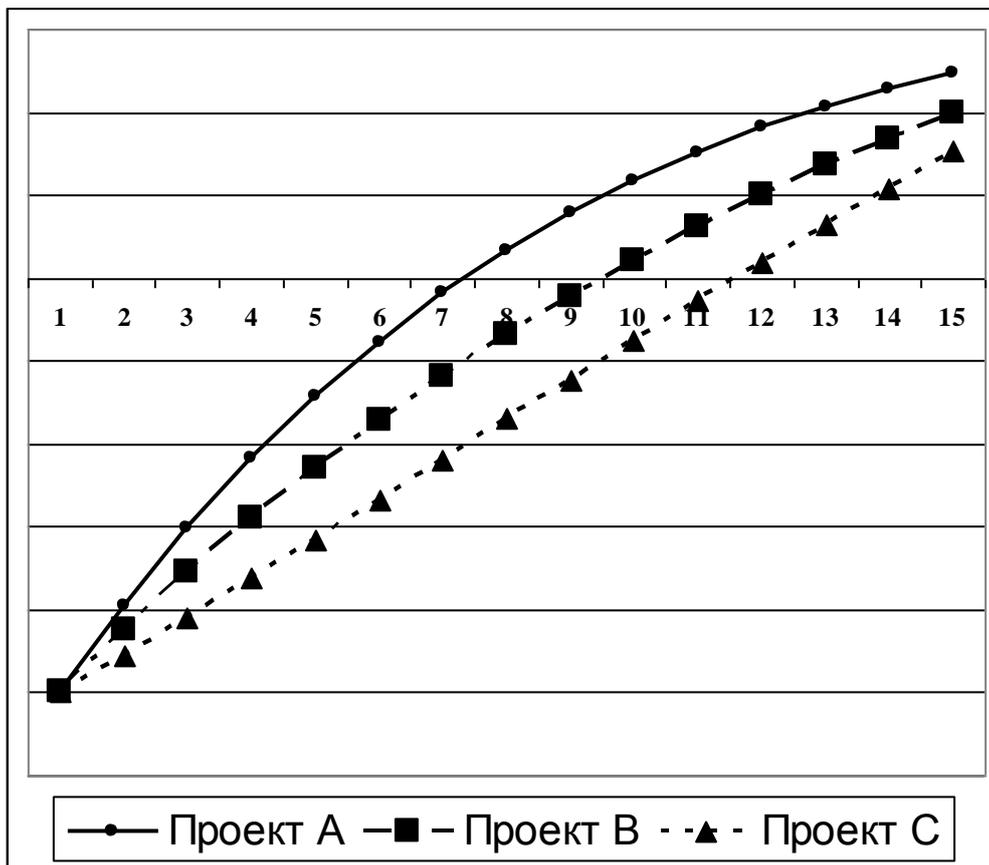


Рис. 3.3. Динамика изменения NPV по разным проектам

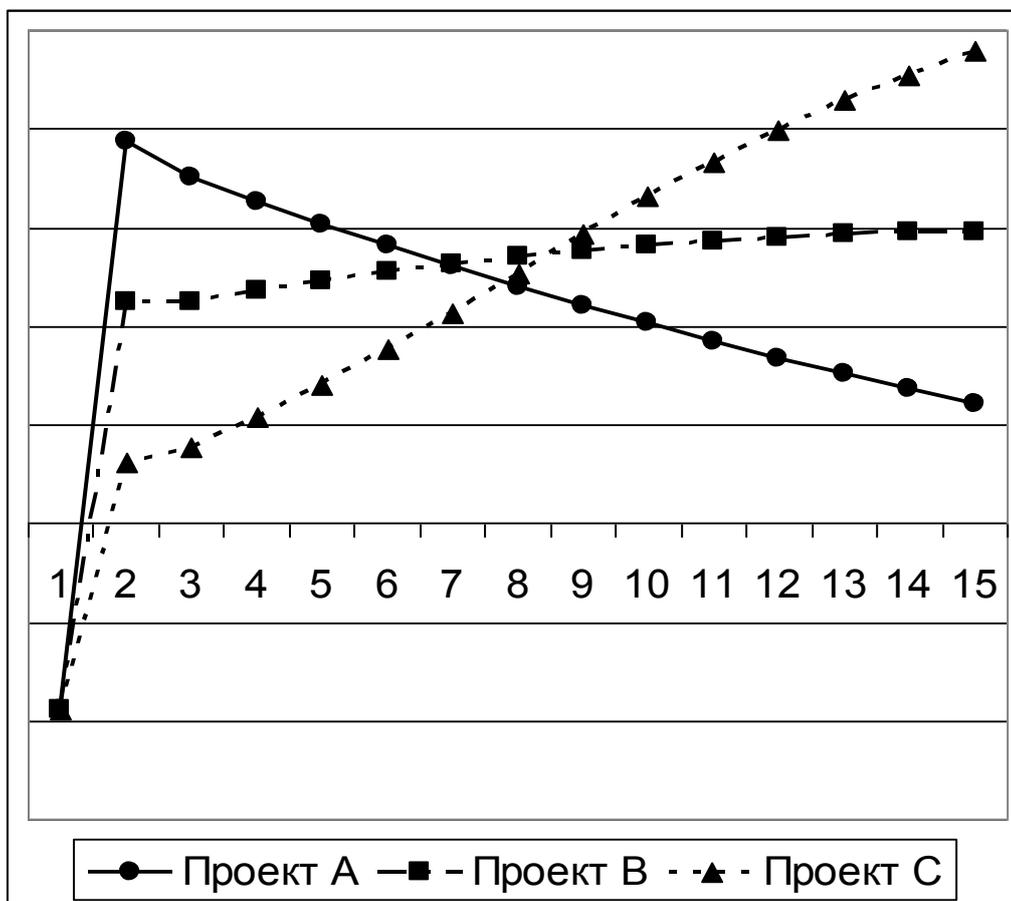


Рис. 3.4. Динамика изменения EVA по разным проектам

Как видно из примера, наилучший с точки зрения NPV, проект А, оказывается наиболее плохим с точки зрения EVA, так как он не только ведет к падению величины EVA, но и имеет наименьшую величину накопленного за период реализации проекта EVA.

Показатель EVA предполагает, что реализация проекта (или серия проектов) позволит обеспечить рост прибыли пропорционально или быстрее, чем происходит увеличения капитала. В последнее время звучат предложения, что показатель EVA должен стать основным показателем при стратегическом планировании на предприятии и при отборе проектов. Указанное выше противоречие EVA и NPV заставляет детально регламентировать применение каждого из них.

Критерий NPV по своему назначению является тактическим критерием, схожим по своему смыслу к прибыли, а EVA стратегическим, обеспечивающим устойчивый рост фирмы. Поскольку все проекты делятся на стратегические, операционные и инновационные, то в соответствии с этим происходит и деление инвестиционного портфеля компании. Величина каждого из портфелей зависит от конкретных условий функционирования компании. Если фирма уже сформировала свою стратегию и начала реализовывать один или несколько стратегических инвестиционных проектов, то величина новых проектов включаемых в эту часть портфеля должна быть сравнительно мала. Напротив, в тех случаях, когда новая стратегия еще не сформирована, а реализация принятой ранее приводит к устойчивому падению финансовых показателей, то доля стратегического портфеля может приближаться к 100% от всего возможного объема инвестиций в развитие компании.

Ко всем проектам, как стратегическим, так и тактическим должны быть предъявлены два требования:

- 1) NPV проекта к концу его реализации должно быть положительно;
- 2) EVA проекта должна быть неотрицательна для любого периода с момента начала получения устойчивого дохода по проекту, в идеале с первого года после завершения инвестиционного периода.

Для операционных и инновационных проектов приоритет при выборе должен отдаваться критериям, основанным на NPV. В зависимости от конкретной ситуации (см. ранее) могут использоваться такие показатели как IRR, ERR, NPV или EF. Дополнительным требованием к ним является требование неотрицательности EVA.

Для стратегических проектов приоритет должен отдаваться критерию EVA. Нужно отметить, что стратегические проекты практически все являются альтернативными. Следовательно, должен выбираться такой проект, который обеспечивает максимальный устойчивый рост капитала проекта, при соблюдении заданной заранее минимальной величине NPV, если проект относится к безрисковым, или минимальный фиксированный уровень IRR, если проект имеет достаточно высокий уровень риска.

Фактически это условие означает, что наиболее рациональным является проект отвечающий следующим условиям:

1) $\text{Min}(EVA_T)$ должен быть максимальным с момента получения устойчивого $T \in \text{HP}$ дохода по проекту;

2) $\text{IRR} > \text{IRR}_n$ или $\text{NPV} > \text{NPV}_n$

В случае равенства EVA для нескольких проектов они должны сопоставляться по критериям, основывающимся на NPV, так как это было описано ранее.

3.3.4. Разработка основных документов долгосрочного финансового плана

Обычно при составлении долгосрочного финансового плана формируются следующие документы: движение денежных средств, движение доходов и расходов, движение баланса предприятия, инвестиционный план и план финансирования инвестиционного плана. Формирование долгосрочного финансового плана обычно происходит в 2 этапа. На первом из них составляется предварительный долгосрочный финансовый план, в котором определяется состав инвестиционного портфеля и последовательность реализации, входящих в него проектов. На втором этапе происходит уточнение долгосрочного финансового плана по источникам финансирования инвестиций, размерам инвестиций в конкретных интервалах (периодах) планового горизонта.

Обычно в качестве интервала планирования рассматривается год. Однако, в ряде случаев составляются долгосрочные финансовые планы с переменной длине интервалов планирования, в которых первые интервалы планирования бывают более короткими, чем последующими. В частности, первые годы планирования могут быть разбиты на кварталы (и даже месяцы), а для более отдаленного времени используется годовой интервал.

Первый этап долгосрочного планирования начинается с *определения размеров текущей операционной прибыли*, в зависимости от того какой инвестиционный портфель реализуется. Основным отличием долгосрочного плана от долгосрочного прогноза состоит в том, что рассматривается динамика изменение не выручки в целом, а выручки от конкретных видов деятельности. При этом реализация прогнозируется как в натуральном, так и стоимостном выражении. Такое представление позволяет учитывать влияние на выручку разных проектов и цен на выпускаемую продукцию, т.е.

$$\mathbf{B}_T = \sum_{i=1}^T \mathbf{P}_i^T * \mathbf{U}_i^T \quad (3.24)$$

где \mathbf{P}_i^T – ожидаемые цены на i -ю продукцию; \mathbf{U}_i^T – ожидаемый объем реализации i -ой продукции в натуральных единицах. Величина ожидаемой реализации и цен определяется из сценарных или эконометрических прогнозов. Объем выпускаемой продукции зависит от инвестиционного портфеля, поэтому правильнее писать $U_i(T, \{\text{IN}(T)\})$, где $\{\text{IN}(T)\}$ инвестиции

законченные к периоду T .

Объем производства i -ой продукции рассчитывается с учетом запасов, которые могут находиться на складе готовой продукции:

$$\mathbf{V}_i^T = \mathbf{U}_i^T + \frac{\mathbf{BO}_i^T * \mathbf{U}_i^T - \mathbf{BO}_i^{T-1} * \mathbf{U}_i^{T-1}}{\Theta} \quad (3.25)$$

где $\mathbf{BO}_i(T)$ – время оборота товарного склада при реализации i -го вида продукции (рассчитывается в днях); Θ – продолжительность интервала планирования в днях.

В рамках затрат выделяют постоянные и переменные затраты. Постоянные затраты зависят от реализованного инвестиционного портфеля ($\mathbf{CF}(\{\mathbf{IN}(T)\})$). Переменные затраты рассчитываются по формуле:

$$\mathbf{CV}_j^T = \mathbf{S}_j^T * \sum_{i=1}^N \mathbf{a}_{ij}(T, \{\mathbf{I}_T\}) * (\mathbf{V}_i, \{\mathbf{I}_T\}), \quad (3.26)$$

$\mathbf{a}_{ij}(T, \{\mathbf{IN}(T)\})$ – удельные затраты ресурса j для производства i -го продукта, который может зависеть как от времени, так и набора осуществленных к моменту времени T инвестиций; \mathbf{S}_j^T – стоимость единицы j -го ресурса в году T ; \mathbf{CV}_j^T – величина переменных затрат на приобретение j -го ресурса в году T .

В отличие от прогноза в долгосрочном финансовом плане обычно большое внимание уделяется различным налогам, так как различные схемы их уплаты обеспечивают увеличение или уменьшение финансовых ресурсов в различные периоды времени. Обычно учитывают такие налоги как НДС, налог на прибыль, имущество, землю и другие природные ресурсы. Вводятся в рассмотрение и таможенные пошлины. На основе сопоставления доходов и расходов определяется прибыль от текущей операционной деятельности.

Вторым шагом является *определение размеров оборотного капитала* в течение каждого из периодов. Размеры отдельных составляющих оборотных активов (запасов готовой продукции, дебиторской задолженности за товары и услуги, незавершенного производства, авансов выданных) обычно определяют по формуле:

$$\mathbf{AC}_i^T = \sum_{i=1}^N \frac{\mathbf{BO}_{i1}^T * \mathbf{P}_i^T * \mathbf{V}_i^T \{\mathbf{I}^T\}}{\Theta} \quad (3.27)$$

где \mathbf{BO}_{i1}^T – время оборота 1 -го актива при реализации i -го вида продукции (в днях); \mathbf{AC}_i – размер 1 -ой составляющей оборотных активов. Величина времени оборота определяется исходя из анализа времени оборота различных активов в предшествующие периоды. В большинстве долгосрочных финансовых прогнозов размеры незавершенного производства, а также расходов будущих периодов считаются равными 0 .

Размер запасов сырья рассчитывается исходя из размеров расхода разных материалов и оценки нормативного времени их обеспеченности по

формуле:

$$AC_{CM}^T = \frac{\sum_{j=1}^{m_1} O_j * CV_j^T + \sum_{j=m_1+1}^m O_j * CF_j}{\Theta}, \quad (3.28)$$

где O_j – обеспеченность запасов (в днях); m_1 – число видов переменных затрат, учитываемых при планировании; m – общее число видов затрат, учитываемых при планировании.

Третьим шагом оказывается *определение размером основных средств*. Обычно предполагается, что недоамортизированные основные средства не продаются и не списываются. Снятие активов с учета происходит на основе данных представленных в ведомости основных средств. При долгосрочном планировании обычно не учитываются отложенные налоговые активы.

Считается, что основные фонды, реализуемые в рамках k -го инвестиционного проекта, входят в состав основных средств, только после полного завершения инвестиций в него. Таким образом, незавершенные капитальные (IP^T) вложения в году T оказываются равными:

$$IP^T = \sum_{k=1}^K I_k * \left(\frac{\sum_{t=1}^T I_t^k}{I_k} - \gamma_k^T \right), \quad (3.29)$$

где I_k – общий объем инвестиций необходимых для реализации k -го проекта. I_t^k – объем инвестиций в k -й проект в году t ; K – общее число проектов в инвестиционном портфеле; γ_k^T – признак завершения вложений в k -й проект. Он принимает только два значения 0 – если инвестиции в проект меньше I_k и 1, в противном случае.

Размер основных средств определяется по формуле:

$$AF_T = AF_0 + \sum_{k=1}^K \gamma_k^T * I_k - \sum_{t=1}^T AFO_t, \quad (3.30)$$

где AF_0 – стоимость основных фондов на начало планирования; AFO_t – стоимость выбывающих основных фондов.

Величина амортизационных отчислений вычисляется исходя из предположения, что ввод и выбытие основных фондов происходит в определенный период внутри интервала (например, в середине года или в конце года и т.д.). Таким образом, величина амортизационных отчислений равна:

$$CF_T^a = \sum_{t=1}^{T-1} \sum_{k=1}^K \gamma_t * I_k * d_k + CF_0^a - \sum_{k=1}^K (\gamma_k^T - \gamma_k^{T-1}) * \omega * I_k * d_k - \\ - \sum_{t=1}^{T-1} CFO_t^a - \varphi * CFO_T^a \quad , \quad (3.31)$$

где CFO_0^a – размер амортизационных отчислений на начало периода;

d_k – норма амортизации для основных средств вводимых в соответствии с k-м проектом;

ω – продолжительность использования основных фондов, введенных в интервале T в рамках этого интервала (в годах);

ψ – продолжительность не использования основных фондов, выводимых в интервале T в рамках этого интервала (в годах);

CFO_T^a – амортизационные отчисления по выводимым в интервале T основным фондам.

Балансовая стоимость основных средств определяется по формуле:

$$AFB_T = AF_T - \sum_{t=1}^T CF_t^a \quad , \quad (3.32)$$

Основное внимание при долгосрочном планировании уделяется движению денежных средств. При составлении прогнозного движения денежных средств основное внимание уделяется определению *финансовых разрывов*, под которым понимается разница между доходами от операционной (а иногда и финансовой деятельности) и расходами, связанными с хозяйственной, инвестиционной и финансовой деятельности. На первых этапах долгосрочного финансового планирования источниками покрытия финансовых разрывов обычно рассматривается кредитование.

Зная размер запасов и основных средств можно рассчитать величину налога на имущество организаций:

$$TX_T^{pt} = C^{pt} * (AFB_T + AFB_{T-1} + \sum_{l=1}^L (AC_l^T + AC_l^{T-1}) * 0,5) \quad , \quad (3.33)$$

где C_{pt} – ставка налога на имущество; L_1 – оборотные активы, включаемые в налогооблагаемую базу налога на имущество.

Платежи по налогу на имущество в интервале составляют

$$TXR_T^{pt} = TX_T^{pt} * \frac{q_1 - 1}{q_1} + LC_{T-1}^{pt} \quad , \quad (3.34)$$

где q_1 – число платежей налога на имущество в интервале, $LC_{pt}(T-1)$ – кредиторская задолженность по налогу на имущество в предшествующем интервале. Кредиторская задолженность по налогу на имущество организаций рассчитывается по формуле:

$$LC_T^{pt} = \frac{TX_T^{pt}}{q_1}. \quad (3.35)$$

Четвертым шагом является расчет *кредиторской задолженности*. Обычно в ее рамках выделяют кредиторскую задолженность по оплате труда, по сделанным инвестициям и приобретенным товарам, по отдельным видам налогов. Рассчитываются все виды налоговой задолженности, кроме налога на прибыль и НДС.

Кредиторская задолженность по товарам и услугам, а также по оплате труда и ЕСН определяется по формуле

$$LC_n^T = \frac{\sum_{j=1}^{m_1} G_{jn} * CV_j^T + \sum_{j=m_1+1}^m G_{jn} * CF_j}{\Theta}, \quad (3.36)$$

где G_{jn} - время оборота n -го вида кредиторской задолженности относительно расхода j -го вида затрат;

Размер полученных авансов определяется по формуле:

$$LC_D^T = \sum_{i=1}^N \frac{BO_{iD}^T * P_i^{T+1} * V_i^{T+1, \{IN(T+1)\}}}{\Theta}, \quad (3.37)$$

где BO_{iD} – оборачиваемость авансов на покупку продукции (в днях).

В качестве прочей кредиторской рассматривается задолженность по инвестиционным расходам, которая определяется по формуле:

$$LC_{inv}^T = \frac{\sum_{k=1}^K G_k * IN_k^T * (1 + v_k)}{\Theta}, \quad (3.38)$$

где G_k – кредиторская задолженность относительно вложений в k -ый инвестиционный проект; v_k – реальная ставка НДС по k -му проекту.

После расчета кредиторской задолженности приступают к расчету величины НДС в бюджет. Для этого рассчитывают НДС в поступлениях, НДС в платежах и НДС в инвестициях.

Размер поступлений $E(T)$ будет составлять:

$$E^T = LC_D^T - LC_D^{T-1} + B^T - AC_{ar}^T + v * AC^{T-1}, \quad (3.39)$$

где AC_{ar} дебиторская задолженность за товары и услуги; v – полный коэффициент инкассации дебиторской задолженности. Величина последнего коэффициента определяется исходя из анализа исходных данных для финансового прогноза.

Величина получаемого предприятием НДС в простейшем случае может быть определена как:

$$\mathbf{VAT}_r^T = \frac{\mathbf{E}^T}{1 + v_r} * v_r, \quad (3.40)$$

где v_r – средняя ставка НДС в реализуемой продукции.

Размеры расходов обычно рассчитывают как минимум по трем группам – расходы на закупку сырья и материалов, услуг и других платежей включающих НДС; расходы на оплату труда; налоговые и другие платежи, не содержащие НДС. В состав расходов амортизация не включается. Практически все они рассчитываются по одной и той же формуле. Однако, для определения размеров НДС учитываются только те расходы, которые попали в первую группу:

$$\mathbf{X}_c^T = \sum_{j \in G_{11}} \mathbf{C} \mathbf{V}_j^T + \sum_{j \in G_{12}} \mathbf{C} \mathbf{F}_j^T + \Delta \mathbf{L} \mathbf{C}_c^T + \Delta \mathbf{A} \mathbf{C}_{ad}^T + \Delta \mathbf{A} \mathbf{C}_{cm}^T, \quad (3.41)$$

где $\Delta \mathbf{L} \mathbf{C}_c^T$ – сальдо кредиторской задолженности по товарам и услугам; $\Delta \mathbf{A} \mathbf{C}_{cm}^T$ – сальдо запасов сырья и материалов; $\Delta \mathbf{A} \mathbf{C}_{ad}^T$ – сальдо авансов на закупку сырья, материалов и услуг.

Величина выплачиваемого предприятием НДС в простейшем случае может быть определена как:

$$\mathbf{VAT}_p^T = \frac{\mathbf{X}_c^T}{1 + v_p} * v_p, \quad (3.42)$$

где v_p – средняя ставка НДС в покупаемой продукции.

Объем оплаченных инвестиций в году T определяется с учетом НДС, т.е.

$$\mathbf{IN}_H^T = \sum_{k=1}^K \mathbf{IN}_k^T * (1 + v_k) + \mathbf{L} \mathbf{C}_{inv}^{T-1} - \mathbf{L} \mathbf{C}_{inv}^T, \quad (3.43)$$

Величина НДС выплаченного при осуществлении капиталовложений составляет:

$$\mathbf{VAT}_{pi}^T = \sum_{k=1}^K (\mathbf{IN}_k^T * (1 - \frac{G_k}{\Theta}) + \mathbf{IN}_k^{T-1} * \frac{G_k}{\Theta}) * v_k, \quad (3.44)$$

Таким образом, НДС в бюджет составляет:

$$\mathbf{VAT}^T = \mathbf{VAT}_r^T - \mathbf{VAT}_p - \mathbf{VAT}_{pi}. \quad (3.45)$$

Если \mathbf{VAT}^T отрицательно, то формируется дебиторская задолженность по НДС (\mathbf{AC}_{vat}). В случае, если \mathbf{VAT}^T меньше \mathbf{AC}_{vat} предшествующего периода, то:

$$\mathbf{AC}_{vat}^T = \mathbf{AC}_{vat}^{T-1} - \mathbf{V} \mathbf{T}^T. \quad (3.46)$$

Если $\mathbf{V} \mathbf{T}^T$ больше \mathbf{AC}_{vat} то реальные платежи в бюджет составят:

$$VT_b^T = \max(VT^T - AC_{vat}^{T-1}; 0) * \frac{q-1}{q} + LC_{vat}^{T-1}, \quad (3.47)$$

где q – число платежей НДС в бюджет в течение интервала планирования
Кредиторская задолженность по НДС составит

$$LC_{vat}^T = \frac{\max(VT^T - AC_{vat}^{T-1}; 0)}{q}. \quad (3.48)$$

Следующим шагом является построение движения денежных средств и оценка необходимого размера кредитования. Сначала определяются операционная прибыль:

$$ОП^T = \frac{B^T}{(1 + v_r)} - \frac{\sum_{j \in G_{11}} CV_j^T}{1 + v_p} - \frac{\sum_{j \in G_{11}} CF_j^T}{1 + v_p} - \sum_{j \in G_{11}} CV_j^T - \sum_{j \in G_{12}} CF_j^T. \quad (3.49)$$

Из величины операционной прибыли нужно вычесть налог на имущество и проценты по уже взятым кредитам. Относительно кредитов делаются следующие предположения:

- 1) Кредиты берутся в начале периода;
- 2) Предполагается 1 выплата процентов в интервал;
- 3) Проценты по кредитам выплачиваются в конце того интервала, в котором берется кредит;
- 4) Величина процентов пропорциональна взятым кредитам;
- 5) Погашение кредитов происходит в тот момент, когда появляется достаточный размер свободных денежных средств.

С учетом сделанных предположений, выплата процентов по уже взятым кредитам составит:

$$IP^T = R * L^{T-1} * \tau, \quad (3.50)$$

где R – годовая ставка процента по кредитам, τ - продолжительность интервала планирования в годах, L^{T-1} – объем кредитов на начало T -го интервала.

Так называемое начальное значения налогооблагаемой прибыли (НоП) равняется

$$НоП^T = ОП^T - TX_{pt}^T - IP_1^T, \quad (3.51)$$

При подобной величине налог на прибыль будет составлять:

$$НП_{дн1}^T = НоП^T * C_{нп}, \quad (3.52)$$

где $C_{нп}$ – ставка налога на прибыль; $НП_{дн1}^T$ – размер текущих платежей в бюджет по налогу на прибыль в интервале T без учета снижения их размера при взятии нового кредита

Финансовым разрывом называется разница между необходимыми

расходами и получаемыми доходами, т.е.

$$\begin{aligned} \mathbf{FR}^T &= \mathbf{Xc}^T + \mathbf{IN}_n^T + \mathbf{VTb}^T + \mathbf{IP}_1^t + \mathbf{TXP}_{pt}^T + \\ &+ \mathbf{\Pi}_{дн1}^T * \frac{q_2 - 1}{q_2} + \mathbf{LC}_{it}^{T-1} - \mathbf{E}^T - \mathbf{RI}^T - \mathbf{OI}^T + \mathbf{Y}^T, \end{aligned} \quad (3.53)$$

где q_2 – число платежей налога на прибыль в интервале T , \mathbf{RI}^T – плановые прямые инвестиции в капитал предприятия; \mathbf{OI}^T – прочие доходы (могут задаваться экзогенно); \mathbf{Y}^T – погашение уже взятых кредитов, предусмотренное соглашениями; \mathbf{LC}_{it}^{T-1} – кредиторская задолженность по налогу на прибыль (ее величина определяется также как и по налогу на имущество и НДС).

Если величина финансового разрыва оказывается отрицательной, то это означает, что у предприятия достаточно средств и оно сможет погасить часть средств. Если финансовый разрыв положителен, то это означает, что у предприятия средств оказывается недостаточно, и оно должно брать кредиты или привлекать дополнительный собственный капитал. На первом этапе составления долгосрочного финансового плана предполагается, что предприятие будет брать кредиты.

Минимальный размер кредитов, которые необходимо взять в начале интервала планирования T определяется по одной из следующих формул:

$$\Delta L^T = \frac{\mathbf{FR}^T}{1 - \mathbf{R} * \tau}, \quad (3.54)$$

если выполняется одно из условий: а) проценты по кредитам не включаются в прибыль; б) прибыль до налогообложения без учета процентов по «новым» кредитам была отрицательна; в) налог на прибыль, учитывающий при своем расчете проценты по «новым» кредитам, в том интервале планирования, в котором требуется дополнительный кредит, не выплачивается.

Если проценты по «новым» кредитам учитываются при расчете прибыли того периода, в котором они выплачиваются, величина кредита определяется по формуле:

$$\Delta L^T = \max\left(\frac{\mathbf{FR}^T}{1 - \mathbf{C}_{нн} * \mathbf{R} * \tau}; \frac{\mathbf{FR}^T - \mathbf{НП}_{дн1}^T}{1 - \mathbf{R} * \tau}\right), \quad (3.55)$$

Расчет размеров дополнительного кредита позволяет окончательно перейти к составлению трех основных финансовых документов:

- 1) Прогноза движения денежных средств;
- 2) Прогноза движения доходов и расходов;
- 3) Прогнозного агрегированного баланса.

Эти документы составляются на основе описанных выше зависимостей. Обычно эти документы имеют достаточно высокую степень агрегации, а их состав описан выше.

Описанная выше математическая модель по существу является оптимизационной. Основными переменными являются булевы (со значением 0 или 1) δ_k переменные, определяющие включение проекта ($\delta_k = 1$) инвестиции в основные средства или отказ во включении ($\delta_k = 0$). Кроме того, при оптимизации долгосрочного финансового плана определяется и оптимальное распределение инвестиций по интервалам планового горизонта. В качестве критериев оптимальности могут рассматриваться:

- 1) максимизация собственного капитала к концу планового периода;
- 2) максимизация показателя EVA к концу периода;
- 3) максимизация дисконтированной чистой прибыли за период.

При оптимизации выбора должны учитываться и определенные ограничения, а именно:

- 1) ограничения на минимальный коэффициент независимости;
- 2) ограничения на минимальный коэффициент покрытия;
- 3) возможность эффективно использовать инвестиции в течение одного интервала;
- 4) техническая альтернативность ряда проектов;
- 5) невозможность осуществления одних инвестиционных проектов без реализации других проектов.

Как в силу многокритериальности выбора, так и обычной нечеткости ограничений для дальнейшего рассмотрения отбирается обычно несколько вариантов (но не более 5).

На втором этапе для выбранных вариантов инвестиционных портфелей проектов может быть построен более детализированный долгосрочный финансовый план. В частности в нем более детально рассматриваются возможности привлечения заемного капитала и расширения собственного капитала за счет дополнительной эмиссии долевых финансовых инструментов. Уточняются возможности одновременного выполнения различных инвестиционных проектов. Обычно приходится детализировать состав инвестиций, их размер, а также распределение вложений в рамках одного проекта по годам.

Однако, основной задачей второго этапа является учет рисков, связанных с реализацией конкретного варианта инвестиционного портфеля и исследование чувствительности долгосрочного плана к неблагоприятным изменениям внешних и внутренних условий реализации портфеля инвестиционных проектов.

3.3.5. Анализ рисков и чувствительности долгосрочного финансового плана

Уровень неопределенности исходных данных, сопровождающий долгосрочный финансовый план, очень высок. Он имеет макроэкономическую природу и связан с неточностью определения рыночных сегментов и параметров динамики развития этих сегментов.

Можно два основных вида неопределенности:

- *неясность* (отсутствие точного знания) относительно будущего состояния всех прогнозируемых параметров финансовой модели хозяйствующего субъекта;
- *нечеткость* классификации отдельных сторон текущего финансового положения корпорации

Неопределенность – это объективное свойство рыночной среды, связанное с тем, что на состояние рынка одновременно воздействует очень большое число факторов различной природы и направленности, которые полностью учесть невозможно.

Неопределенность в части рыночных сегментов преобразуется в неопределенности планируемой выручки и затрат, а те, в свою очередь – в неопределенность интегральных показателей эффективности деятельности предприятия.

При этом неопределенность, связанная с выручкой, значительно выше, чем связанная с затратами, так как она практически полностью формируется вне рамок предприятия. Отсюда следует, что учет неопределенности в части ожидаемой выручки должно быть уделено особое внимание.

Под риском понимается возможность финансовых потерь, вытекающих из деятельности хозяйствующих субъектов, возникновения природных явлений или поведения людей. При планировании риск фактически оказывается проявлением неопределенности.

Все риски подразделяются на два вида:

- *чистые*, при реализации которых можно ожидать только негативных последствий
- *спекулятивные*, для которых возможны как положительные, так и отрицательные последствия.

Примером чистых рисков являются природные катаклизмы, техногенные катастрофы. К спекулятивным рискам относится, например, ценовой, при котором уровень цен может оказаться как выше, так и ниже планового.

При долгосрочном финансовом планировании должны учитываться:

- *коммерческий риск*, который связан с изменениями спроса на рынке, изменением цен на продаваемую продукцию и сырье;
- *риск ликвидности* возникает в ситуации, когда оборотные активы не могут быть быстро реализованы по своей рыночной стоимости. При долгосрочном финансовом планировании он выражается в удлинении времени оборота товарных запасов или дебиторской задолженности;
- *риск неплатежа* возникает в том случае, когда компания, взявшая

кредит оказывается не в состоянии выплачивать проценты или погасить основные суммы ссуд;

- *техногенный риск*, связанный с невозможностью использовать с предполагаемой эффективностью приобретенное оборудование в силу самых разнообразных причин;
- *процентный риск*, имеет место, когда изменяется стоимость привлечения денежных средств. Процентный риск касается как кредитов, так и облигаций;
- *риск покупательной способности денег* возникает, когда изменяется стоимость привлеченных денежных средств. Такое изменение может происходить как в случае взятии кредитов с гибкой процентной ставкой, так и в результате изменения стоимости валютного кредита. В эту же группу попадают также инфляционный риск и риски ликвидности;
- *рыночные риски*, которые учитываются, если финансовым планом предполагаются вложения в долевые и долговые финансовые инструменты. К ним относятся инвестиционный, упущенной выгоды, снижения доходности, прямых финансовых потерь, процентные риски, кредитные риски, биржевые риски, селективные риски и риски банкротства.

Указанные риски обычно являются спекулятивными. При финансовом планировании должны также учитываться такие виды рисков как климатические, социальные, трудовые, криминальные, юридические и политические риски.

Каждый из выделенных видов риска имеет свою специфическую процедуру управления, т.е. снижения вероятности наступления или снижения уровня негативных последствий при возникновении рискового события. Например, чистые риски подлежат страхованию, а спекулятивные риски часто анализируются на основе дерева сценариев (см. выше). Но во всех случаях базовым подходом в оценке рисков является использование вероятностных распределений сценариев возможных событий (сценарный анализ), влияющих на финансовый результат, а также анализ чувствительности финансового плана к неблагоприятным изменениям.

Анализ чувствительности помогает выявить наиболее важные факторы, которые влияют на результаты финансового плана. Анализ чувствительности проводится для последнего интервала планового периода, но может также применяться к нескольким интервалам

Для проведения этого анализа выбирают основные результирующие показатели финансового плана. В их качестве могут рассматриваться накопленная дисконтированная чистая прибыль, экономически добавленная стоимость, размер собственного капитала. Строят *функции отклонения* $P(x_j)$, показывающие изменение результирующего показателя при изменении j -го фактора на x_j процентов. Подобные зависимости строят в пределах отклонения значений фактора на 20% (как в сторону улучшения, так и ухудшения). Для удобства оценки функции отклонения представляют графически. Кроме того, оценивают предельное неблагоприятное изменение

$x_{jл}$, при котором значение функция отклонения начинает получать нежелательные значения.

Для того, чтобы выявить какие факторы наиболее существенно влияют на размер прибыли рассчитывают *параметр чувствительности*, который в дифференциальной форме рассчитывается по формуле:

$$\varepsilon_j(x_j) = \frac{\partial P(x_j)}{\partial x_j} * \frac{F_j(x_j)}{P(x_j)}, \quad (3.56)$$

или в конечно-разностной форме:

$$\varepsilon_j(x_j) = \frac{\Delta P(x_j)}{\Delta x_j} * \frac{F_j(x_j)}{P(x_j)}, \quad (3.57)$$

где $F_j(x_j)$ – значение j -го фактора по базовому сценарию измененное на x_j процентов; $\Delta P(x_j)$ – изменение результирующего показателя при изменении фактора на 1% в точке x_j .

Фактор признается значимым, если коэффициент чувствительности по модулю больше 1.

Вариант плана считается устойчивым, если изменение всех факторов в пределах до 20% не приводит к полному изменению ситуации

К числу наиболее значимых факторов обычно относятся

- 1) цены на материальные ресурсы;
- 2) кредитная политика поставщиков;
- 3) изменение численности персонала;
- 4) размер оплаты труда;
- 5) уменьшение сбыта всех видов продукции;
- 6) падение цен на продукцию;
- 7) увеличение инвестиционных затрат;
- 8) удлинение сроков освоения инвестиций.

Анализ чувствительности включает рассмотрение также *коммулятивных рисков*, возникающих при одновременном неблагоприятном изменении двух и более факторов риска. Для коммулятивных рисков также определяются величины предельных изменений, приводящих к неблагоприятным значениям результирующих показателей финансового плана.

Как для отдельных факторов, так и коммулятивных рисков устанавливаются границы изменений, которые не приводят к существенному ухудшения результирующих показателей финансового плана. В частности, сохраняются сроки возврата планируемых кредитов, не происходит существенного изменения в показателях эффективности и финансовой устойчивости плана.

Вслед за анализом чувствительности обычно проводят *сценарный анализ*, который опирается на рассмотрении нескольких сценариев развития событий, соответствующих выбранному варианту долгосрочного финансового плана. *Базовым сценарием* считают тот, который использовался на стадии оценки эффективности разных вариантов. Обычно полагают, что

именно он составлен на основе наиболее реалистичных предположений. Для того, чтобы проанализировать возможные сценарии, рекомендуется как минимум провести расчет основных показателей долгосрочного финансового плана для оптимистического и пессимистического сценариев.

Перед проведением сценарного анализа целесообразно выделить факторы и переменные (цены, себестоимость, объем продаж, ассортимент), к которым в наибольшей степени чувствительны показатели плана

Пессимистический сценарий должен содержать самые трудные обстоятельства, с которыми может столкнуться предприятие на плановом горизонте (низкий уровень продаж, высокая себестоимость, потери от брака) и оценить вероятность наступления каждого из этих событий. Анализ данного сценария позволит оценить степень риска и спланировать упреждающие меры в виде привлечения дополнительного капитала или резервирования финансовых ресурсов.

Оптимистический сценарий отражает то, что может произойти, если исходные предположения и параметры окажутся гораздо лучше, чем ожидалось (высокий уровень продаж, снижение затрат, другие позитивные факторы). Этот сценарий поможет разработать планы расширения производства, если имеются реальные возможности по увеличению объема продаж

Сопоставление пессимистического и оптимистического сценариев и вероятностей позволяет оценить последствия для выбранного варианта долгосрочного плана.

Еще одним вариантом сценарного подхода является использование метода Монте-Карло для формирования сценариев. В этом случае каждому значимому рисковому параметру соответствует свое вероятностное распределение. За счет случайного выбора каждого из выбранных параметров формируется случайный сценарий. В результате проигрывания множества случайных сценариев формируется вероятностное распределение основных экономических параметров для выбранного варианта (распределения роста капитала, оценок добавленной экономической стоимости, дисконтированной чистой прибыли, банкротства и т.д.).

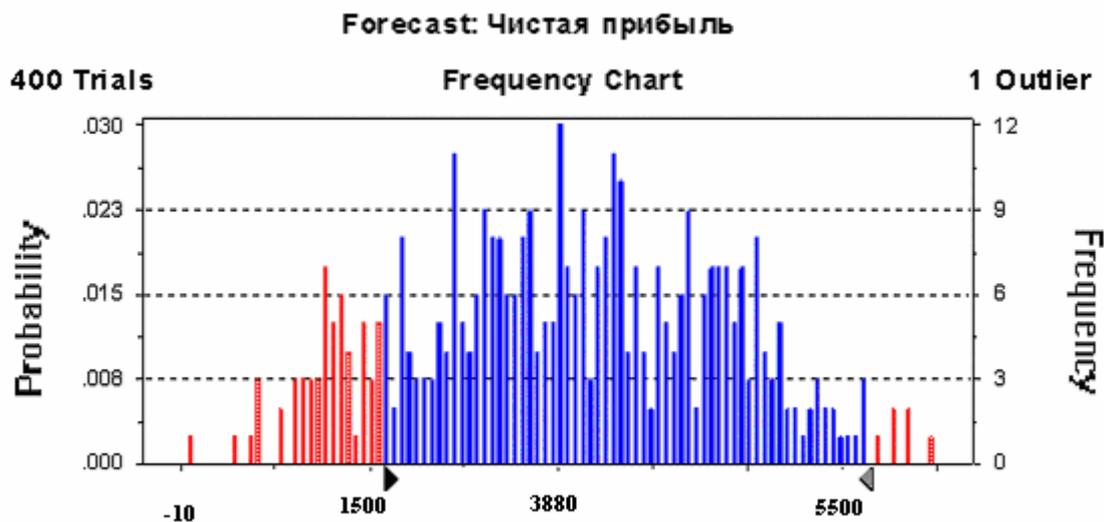


Рис. 3.5. Прогноз величины дисконтированной чистой прибыли по результатам имитационно- сценарного моделирования.

В последнее время вместо вероятностных подходов в сценарном анализе переходят к методам, использующим теорию нечетких множеств. Эти подходы, с одной стороны, свободны от вероятностной аксиоматики и от проблем с обоснованием выбора субъективных вероятностей, а, с другой стороны, включают в себя все возможные сценарии развития событий. Если некоторые параметры финансового плана обладают "размытостью", т.е. их точное планируемое значение неизвестно, то в качестве исходных данных уместно использовать так называемые **треугольные нечеткие числа** с функцией принадлежности треугольной формы (рис. 3.6). Эти числа моделируют высказывание следующего вида: "фактор F *приблизительно равен* $f_{ср}$ и однозначно находится в диапазоне $[f_{min}, f_{max}]$ ".

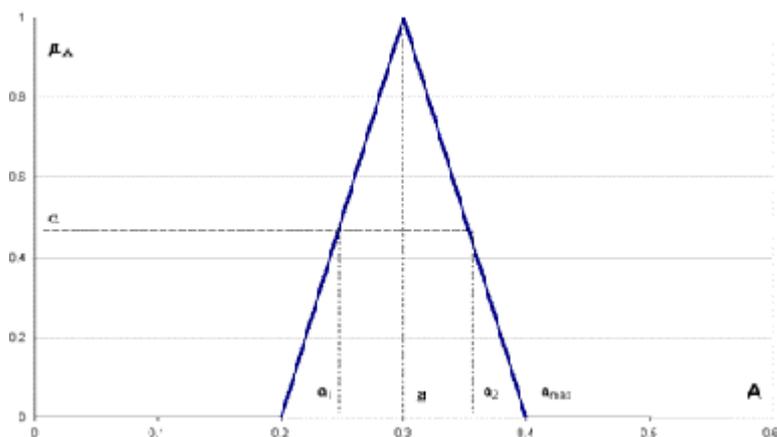


Рис. 3.6. Треугольное нечеткое число

В общем случае под **нечетким числом** понимается нечеткое подмножество множества действительных чисел, имеющее выпуклую функцию принадлежности. Такое описание позволяет использовать при формировании финансового плана интервал параметра $[f_{min}, f_{max}]$ и наиболее ожидаемое значение $f_{ср}$, и тогда соответствующее треугольное нечеткое

число $\underline{F} = (f_{\min}, f_{\text{ср}}, f_{\max})$ построено. Параметры f_{\min} , $f_{\text{ср}}$, f_{\max} называются *значимыми точками* числа \underline{F} .

Под **нечеткой функцией** понимается отображение множества действительных чисел во множество всех множеств нечетких действительных чисел. Если все нечеткие числа являются треугольными, то нечеткая функция задается тремя обычными функциями, построенными на значимых точках соответствующих функций принадлежности:

$$\mathbf{F}^T = (\mathbf{F}_{\min}^T; \mathbf{F}_{\text{aver}}^T; \mathbf{F}_{\max}^T), \quad (3.58)$$

и ее также называют треугольной. Задавая для каждого из выявленных при анализе чувствительности крайние возможные значения можно построить треугольную функцию результирующих показателей, которая и будет являться оценкой конкретного варианта финансового плана.

Наконец, нечетко-множественный подход позволяет учитывать в финансовой модели хозяйствующего субъекта качественные аспекты, не имеющие точной числовой оценки. Оказывается возможным совмещать в оценке учет количественных и качественных признаков, что резко повышает уровень адекватности применяемых методик.

Одной из наиболее важных задач при анализе рисков финансового плана является оценка риска неплатежеспособности. Согласно существующему законодательству неплатежеспособность наступает тогда, когда собственный капитал фирмы оказывается отрицательным. Если при базовом сценарии было введено ограничение на минимальное значение коэффициента независимости, то при рассмотрении пессимистического сценария подобное ограничение снимается, то есть собственный капитал может оказаться отрицательным. С другой стороны, неплатежеспособность наступает тогда, когда фирма не способна оплатить свои денежные обязательства, а такая угроза возникает уже при отрицательном собственном оборотном капитале. Поэтому при разработке окончательного варианта долгосрочного финансового плана особое внимание должно быть уделено политике привлечения финансовых средств.

В качестве основных источников привлечения финансовых средств в долгосрочном финансовом плане рассматриваются прямые инвестиции в уставной капитал предприятия, долгосрочные и краткосрочные кредиты. В окончательном варианте плана должны быть определены для каждого интервала планирования размеры привлечения новых средств из перечисленных трех источников, а для заемных средств и их возврата. При оценке размеров привлечения средств из разных источников необходимо учитывать как экономическую эффективность, так и финансовые риски, связанные с ними.

Наиболее надежным источником являются новые прямые инвестиции в уставной капитал, но по целому ряду причин, которые будут подробно рассмотрены в разделе 4, их увеличение сверх определенного уровня не

является целесообразным для предприятия. Поэтому первой задачей при формировании окончательного варианта долгосрочного плана является оценка размеров привлекаемых прямых инвестиций в уставной капитал и определение интервала планирования, в котором будет осуществлена новая эмиссия долевых инструментов. При определении этого интервала необходимо учитывать, что для того, чтобы новая эмиссия была успешной, предприятие должно находиться в достаточно хорошем финансовом состоянии. Обычно такое состояние у предприятия достигается либо перед началом реализации крупных инвестиционных проектов, либо после их выполнения. Поэтому прямые инвестиции обычно планируют либо на начало планового периода, либо на их конец. Размер прямой эмиссии оценивается на основе сопоставления пессимистического и базового сценариев долгосрочного плана, а также готовности финансового рынка поглотить ее.

Следующая задача, которая должна быть решена при формировании политики привлечения финансовых средств, это определение размеров и сроков взятия долгосрочных и краткосрочных кредитов.

Считается, что, чем короче сроки кредитования, тем больше риск того, что фирма не сможет возратить ссуды и выплатить проценты по ним. Кроме того, при коротких кредитах всегда существует риск того, что кредитор откажется возобновить кредитование. С другой стороны, чем длиннее кредиты, тем менее рискованным оказывается финансовая политика фирмы. Однако и здесь есть определенные риски. А именно, в сложных условиях (они моделируются пессимистическим сценарием), когда фирма не может погасить запланированную часть долгосрочных кредитов, кредитор вправе начать процедуру банкротства и потребовать немедленной выплаты по прежнему кредиту. Это в свою очередь может стать причиной сокращения расходов фирмы и ее банкротства. Таким образом, исследование пессимистического и базового сценариев должно дать ответ на вопрос: какие кредиты привлекать, на какой срок и как планировать их погашение.

Помимо рассмотренных рисков существует риск процентных ставок. Если финансирование осуществляется на долгосрочной основе, то фирма точно знает, какие проценты она должна платить в течение того времени, пока она использует эти средства.

Если же фирма осуществляет финансирование за счет краткосрочных ссуд, то процентная ставка на горизонте планирования может сильно меняться, причем изменения могут быть непредсказуемы. Такая неопределенность формирует процентный риск. При использовании краткосрочных кредитов, в качестве основы своего финансирования фирма, вынужденная рефинансировать свою краткосрочную ссуду в период повышения процентных ставок, может заплатить более высокий процент по краткосрочной ссуде, чем предусмотрено долгосрочными кредитами. Точно также, фирма может существенно выиграть от снижения кредитных ставок по краткосрочным кредитам. Поэтому при формировании окончательного плана привлечения финансовых средств предприятие должно учитывать и внимательно анализировать процентные риски. Точно такое же замечание можно сделать и относительно валюты

привлечения кредитных средств, так как валютные риски также могут оказаться очень существенными для предприятия.

Принято считать, что чем продолжительнее сроки кредитования, тем более "дорогим" будет кредит. Данное предположение оправдывается тем, что при долгосрочном кредитовании проценты обычно выплачиваются реже, чем при краткосрочном. И если проценты по краткосрочным кредитам рассматривать как номинальные, то при долгосрочном они должны быть равны эффективным (см раздел 4.6 части 1). Кроме того, считается, что риск кредитования для банков при долгосрочном кредите выше, чем при краткосрочном, и, следовательно, рискованная составляющая в проценте тоже должна быть больше. Еще одним фактором, удорожающим долгосрочное кредитование, является наличие различных дополнительных затрат, связанных с получением кредита, в том числе расходов на проведение аудиторских проверок, подготовку обоснования, выплату премий посредникам и т.д. По этой причине ожидаемые затраты при долгосрочном финансировании обычно выше, чем при краткосрочном. Поэтому, снижая финансовые риски за счет долгосрочного кредитования, предприятие уменьшает эффективность своей деятельности в соответствии с выбранным вариантом.

В дополнение к более высоким процентам по долгосрочным кредитам фирма должна выплачивать их даже в те интервалы, когда финансовые средства ей не нужны. Краткосрочное финансирование, с этой точки зрения, позволяет проводить более гибкую политику, снижая объемы заимствования в периоды, когда потребность в финансовых средствах сокращается. Таким образом, планируя увеличить долю долгосрочных кредитов, предприятие одновременно уменьшает эффективность варианта.

Составляя долгосрочный финансовый план, фирма определяет суммы будущих поступлений денежных средств, которые она сможет использовать для обслуживания задолженности в соответствии с заложенным графиком. Однако, при долгосрочном планировании поступлений носит вероятностный характер и значит, может возникнуть ситуация когда их будет не хватать. Для снижения вероятности банкротства в окончательном варианте долгосрочного плана предусматривают создание определенного резерва денежных средств, который может покрыть в отдельном интервале неблагоприятные изменения. Величина этого резерва определяется исходя из расчета двух показателей: показателя обеспеченности обслуживания кредита и обеспеченности обслуживания процентов.

Показатель *обеспеченности обслуживания кредита* рассчитывается как отношение тех средств, которыми предприятие может расплатиться по процентам и основной ссуде к величине обслуживаемого кредита. Эта величина рассчитывается как

$$C_{\text{los}}^T = \frac{M^{T-1} + (OP^T - TX_{pt}^T) * (1 - C_{\text{нп}}) + CF_a^T + C_{\text{нп}} * IP_L^T}{IP_L^T + W^T}, \quad (3.59)$$

где M^{T-1} – сумма остатка денежных средств на начало интервала; OP^T операционная прибыль; TX_{pt}^T – платежи по налогу на имущество; IP_L^T проценты по кредиту выплачиваемые в интервале T ; W^T величина погашаемого в данном периоде кредита; CF_a^T – величина амортизационных отчислений в периоде T ; $C_{нп}$ – ставка налога на прибыль.

Коэффициент показывает насколько предприятия способна погасить выданные ей кредиты в соответствии с соглашением. В случае, если показатель меньше либо равен 1, средств для полного обслуживания задолженности не хватает. Чем больше дисперсия вероятностных распределений, описывающих возможные поступления или чем больше размытость нечеткой функции, описывающей их получения, тем большей оказывается неопределенность в возможности исполнения предприятием своих обязательств и тем больше должно быть *нормативное значение коэффициента обеспеченности обслуживания кредита*, при котором риск кредитования отсутствует. Принято считать, что в качестве нормативного значения можно принять 1,5. При значениях от 1 до 1.5 можно говорить о существовании зоны риска по выполнению кредитного соглашения.

Существует и упрощенная формула расчета данного показателя:

$$C_{los}^T = \frac{M^{T-1} + EAT^T + CF_a^T}{IP_L^T + W^T}, \quad (3.60)$$

Задав нормативное значение этого показателя CF_{losn} можно сформулировать требования к минимальному остатку денежных средств в предшествующем периоде:

$$C_{losn} * (IP_L^T + W^T) - (OP^T - TX_{pt}^T) * (1 - C_{нп}) - C_{нп} * IP_L^T - CF_a^T \geq M^{T-1}, \quad (3.61)$$

Другим показателем, определяющим финансовую устойчивость кредитов, является показатель *обеспеченности выплаты процентов по кредиту*. Числитель данного показателя такой же, как и у предыдущего показателя. А знаменатель определяется как величина выплачиваемых в данном периоде процентов по кредиту, т.е.

$$C_{lis}^T = \frac{M^{T-1} + (OP^T - TX_{pt}^T) * (1 - C_{нп}) + IP_L^T * C_{нп} + CF_a^T}{IP_L^T}, \quad (3.62)$$

Коэффициент характеризует наличие риска процентных выплат в полном объеме. В случае, если показатель меньше либо равен 1, средств для полной выплаты процентов не хватает. В качестве нормативного значения, обеспечивающего безрисковость выплаты процентов по кредиту, рассматривают 1,5, хотя в зависимости от исследования различных сценариев эта величина может быть либо увеличена, либо уменьшена. При значениях от 1 до 1.5 можно говорить о существовании зоны риска по выполнению

кредитного соглашения.

Таким образом, при долгосрочном планировании заимствований необходимо соизмерять размеры обслуживания кредитов с остатком денежных средств или других легко реализуемых активов. Без создания подобного покрытия планового оттока денежных средств, долгосрочный финансовый план оказывается слишком рискованным. В результате предприятие может поддерживать определенный уровень обеспеченности кредитов за счет: 1) увеличения доли денежных средств в активах либо 2) за счет удлинения сроков финансирования. Оба эти решения влияют на эффективность варианта развития предприятия. В первом случае средства вкладываются в малоприбыльные активы, во втором - фирма может платить проценты по ссудам в периоды, когда в средствах нет необходимости.

Выбор окончательного варианта долгосрочного финансового плана происходит, после того как учтены все меры по снижению финансовых рисков за счет разработки плана привлечения денежных средств с финансового рынка и принятия всех мер по обеспечению достаточного количества легко реализуемых активов (денежных средств). При выборе окончательного варианта учитываются как критерии эффективности вариантов, так и повторно рассчитанные риски банкротства. Выбор окончательного варианта может быть осуществлен на основе использования одного из методов многокритериальной оптимизации.

3.4. Бюджетирование

Руководство любого предприятия должно знать, какие цели оно собирается достичь в течение года. Достижение поставленных целей требует планирования использования экономических ресурсов для выполнения поставленных задач. Применительно к финансам это относится к планированию привлечения капитала (получение кредитов, увеличение акционерного капитала и т.п.) и определению объемов инвестиций.

Бюджет представляет собой годовой финансовый план, сформулированный в стоимостных и количественных величинах, определяющий

- ассортимент и объемы продаж;
- загрузку производства;
- структуру и объемы производственных запасов;
- расход материалов и использование кадрового потенциала;
- затраты на оплату труда;
- величины накладных, коммерческих и управленческих расходов;
- прогнозный размер выручки и прибыли.

Бюджеты составляются на основе долгосрочных планов компании и целевых установок, задаваемых собственниками компании

Бюджет предприятия необходим, для того чтобы:

- более точно определить цели развития предприятия
- установить измеримые целевые показатели

- строго разграничить сферы ответственности и распределить финансовые ресурсы между подразделениями;
- создать систему стимулирования персонала на основе достижения запланированных показателей;
- получать необходимую прогнозную информацию для принятия решений в области производства и продажи продукции и эффективному использованию ресурсов;
- проводить сценарный анализ принимаемых решений, чтобы предвидеть неблагоприятные ситуации, возможные риски и предусматривать конкретные мероприятия по их снижению.

В бюджете должна быть обеспечена временная и функциональная координация выполнения отдельных мероприятий и деятельности подразделений предприятия. На крупных предприятиях бюджет предприятия является основой формирования бюджетов для отдельных подразделений. В этих бюджетах должны быть согласованы плановые результаты деятельности подразделений и выделенные для их достижения ресурсы. Принятие этих бюджетов служит основой для относительно самостоятельного принятия оперативных решений на уровне подразделений (децентрализованно), если они не приводят к нарушению установленных бюджетом рамок. Бюджет включает не только определение доходов и расходов, но и ряд других целевых показателей, за выполнение которых менеджеры компании несут ответственность.

Кроме того, бюджет является основой системы контроля деятельности предприятия. Контроль исполнения бюджетов предполагает сопоставление достигнутых результатов и израсходованных ресурсов, а также соблюдения бюджетных ограничений. При формировании бюджетного контроля основное внимание уделяется отклонениям значений показателей от плановых и анализу причин, вызвавших эти отклонения. Основная задача бюджетного контроля – оценка того, чем вызвано отклонение – объективными причинами или неудовлетворительным исполнением своих обязанностей исполнителями. В обоих случаях менеджмент и собственники компании заинтересованы в получении объективной информации, с тем, чтобы предпринять необходимую корректировку действий.

Таким образом, *бюджетирование* – это система управления ресурсами организации, включающая в себя планирование основных показателей деятельности предприятия посредством составления конкретных бюджетов, их исполнения и контроля, анализа отклонения и принятия обоснованных управленческих решений. Последовательность действий в рамках бюджетирования представлена на рис. 3.7.

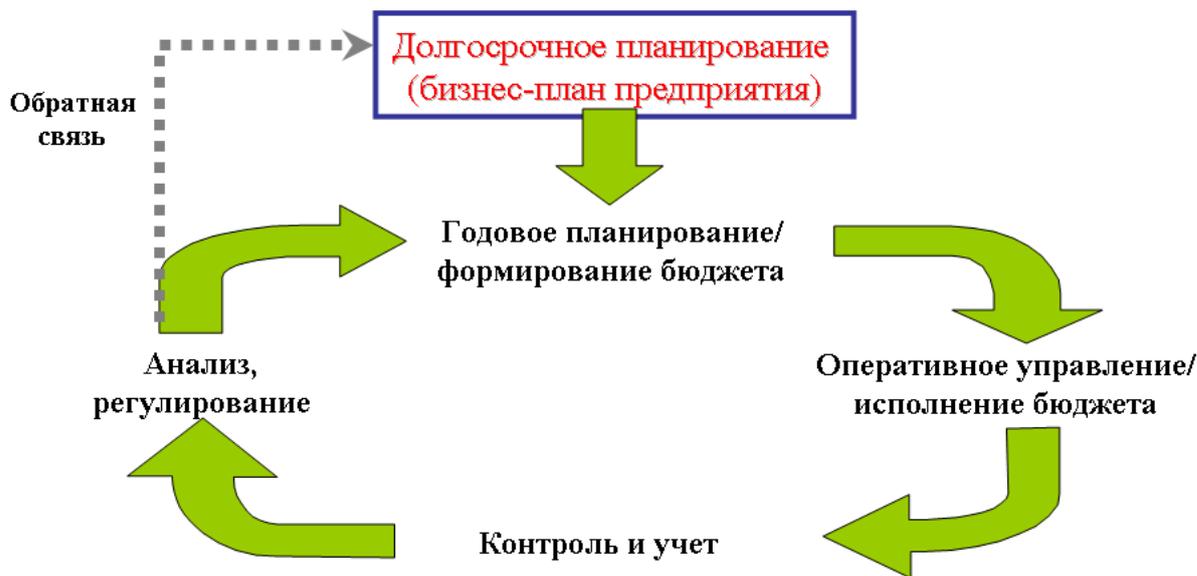


Рис. 3.7. Основные стадии бюджетирования

Технология бюджетирования предполагает непрерывность ее применения, т.е. планирование, исполнение, контроль и пр. могут протекать параллельно

Основными принципами построения системы бюджетов на предприятии являются:

- единства бюджетной системы;
- разграничения доходов и расходов между уровнями бюджетной системы;
- самостоятельности бюджетов;
- полноты отражения доходов и расходов бюджетов;
- сбалансированности бюджета;
- бездефицитности бюджета;
- эффективности и экономности использования бюджетных средств;
- общего (совокупного) покрытия расходов бюджетов;
- достоверности бюджета

Принцип единства бюджетной системы означает, что все бюджеты формируются на единой регламентирующей нормативной базе, используют унифицированные формы бюджетной документации, устанавливают единообразие санкций и стимулов, а также формируются и исполняются на основе общей методологии.

Принцип самостоятельности бюджетов означает, что каждый из отдельных субъектов управления имеет право самостоятельно осуществлять бюджетный процесс. Кроме того, каждое подразделение, став субъектом бюджетного процесса должно иметь собственные источники доходов, определяемых в соответствии с методологией

формирования бюджета предприятия, а также самостоятельно определять направления расходования средств соответствующих бюджетов. Принцип самостоятельности также предполагает недопустимость изъятия доходов, дополнительно полученных в ходе исполнения бюджета, сумм превышения доходов над расходами бюджетов и сумм экономии по расходам бюджетов, а также компенсации за счет других бюджетов потерь в доходах и дополнительных расходов, возникших в ходе исполнения бюджета.

В рамках общего бюджета предприятия выделяют три типа бюджетов:

- *сводные бюджеты предприятия* (движение доходов и расходов, движения денежных средств и движения балансов), отражающие основные финансовые показатели на уровне предприятия в целом, такие как прибыль, ликвидность и рентабельность капитала предприятия;
- *функциональные бюджеты*, представляющие планы деятельности в разрезе отдельных видов деятельности на предприятии (сбыт, производство, инвестирование и т.д.);
- *операционные бюджеты*, под которыми понимаются бюджеты подразделений предприятия

В состав бюджета предприятия обычно включают следующие составляющие

1. Функциональные бюджеты:

- сводный бюджет продаж;
- сводный бюджет производственных запасов;
- Сводный бюджет прямых затрат на материалы;
- сводный бюджет производственных накладных расходов;
- сводный бюджет прямых затрат на оплату труда;
- сводный бюджет коммерческих расходов;
- сводный бюджет управленческих расходов.

2. Операционные бюджеты подразделений

3. Сводные бюджеты предприятия

3.1. Финансовый бюджет (движение доходов и расходов, движения денежных средств и движения балансов, план привлечения денежных средств)

3.2. Инвестиционный бюджет

Основными этапами составления годового бюджета оказываются:

- анализ финансового состояния компании и формулирование целей на следующий год;
- формирование ограничений бюджета;
- планирование объема продаж, доходов и коммерческих расходов
- планирование производства и прямых производственных расходов
- планирование накладных расходов
- согласование операционных планов и планирование прибыли
- планирование инвестиций

- финансовое планирование
- согласование планов и принятие бюджета в целом.

Классическая последовательность формирования бюджета представлена на рис. 3.8.

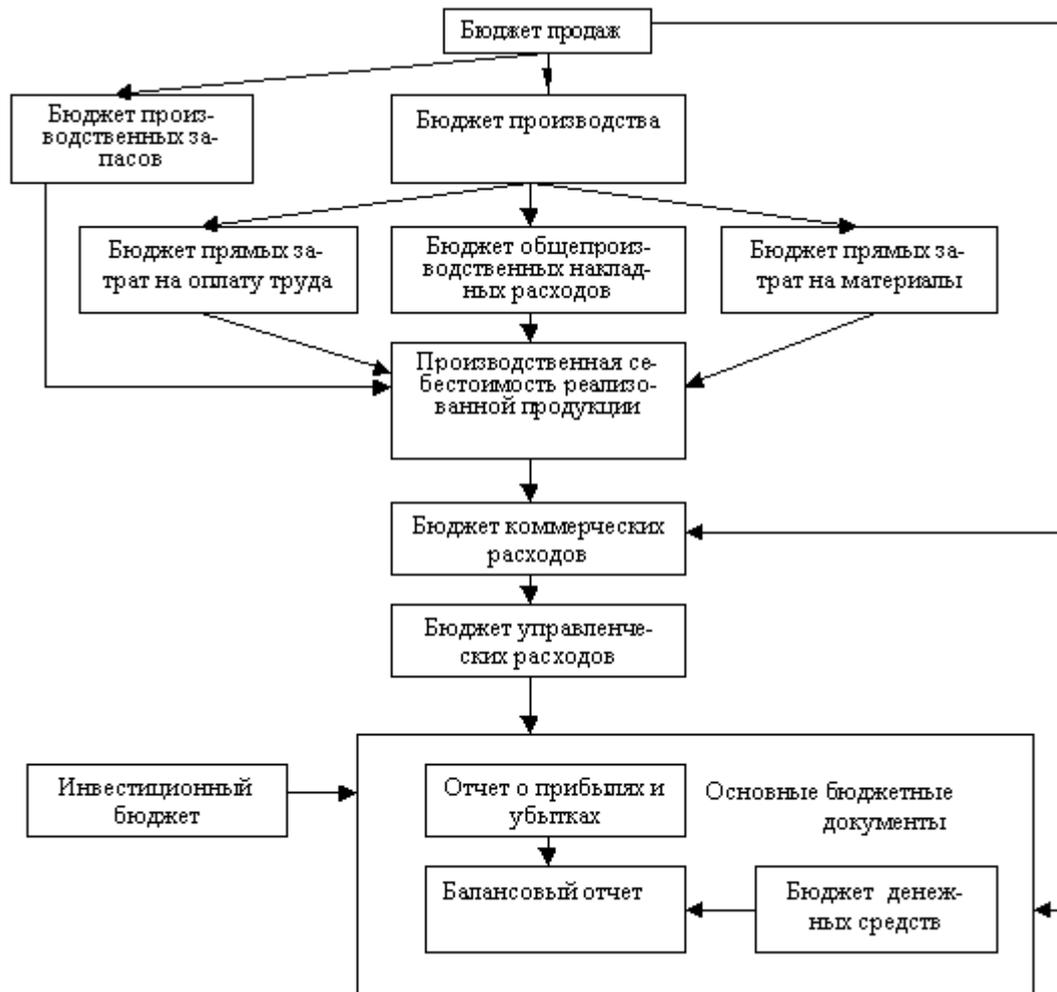


Рис. 3.8. Классическая последовательность формирования бюджета

Однако, в рамках конкретного предприятия могут быть определенные отклонения в последовательности составления общего бюджета, вызванные такими факторами, как

- размеры предприятия, которые существенно сказываются на предсказуемости процесса продаж;
- диверсифицированность бизнеса;
- ассортимент выпускаемой продукции и ее серийность;
- устойчивость рынков сбыта;
- надежность и формы расчета с продавцами и покупателями.

Основными целями проведения анализа финансового состояния в рамках бюджетного процесса оказываются:

- выявление наиболее существенных проблем в финансовом и экономическом положении предприятия;

- определение финансовых ограничений для составления бюджета (предельные размеры заимствования, предельные ставки эффективного заимствования, предельный уровень инкассации);
- выявление наиболее перспективных направлений повышения эффективности деятельности предприятия;
- определение исходя из долгосрочного плана финансовых целей на следующий год.

Инструментарий финансового анализа был подробно рассмотрен в разделе 2.

После формирования целей для предприятия переходят к *определению основных внешних ограничений бюджета и базовых предположений* о реализации бюджетов.

Внешние ограничения – это необходимые для составления бюджета параметры, которые задают предельно возможные границы привлечения и использования ресурсов, производства и продажи продукции. Их определяют для того, чтобы исключить со стороны подразделений, участвующих в составлении бюджета, не обоснованные предложения. Типичными ограничениями оказываются возможности:

- изменения номенклатуры выпускаемой продукции;
- размеры привлечения заемных средств;
- источники поставки сырья;
- предельного изменения цен на выпускаемую продукцию;
- предельное изменение численности работников (как в сторону увеличения, так и сокращения численности);
- предельные размеры расходов на НИОКР, вложений в венчурные бизнес-процессы;
- роста размеров складских запасов.

Могут иметь место и другие виды ограничений, связанных с реальными условиями функционирования предприятия и увеличения его мощности (например, пространственные).

Базовые предположения – это необходимые для составления бюджета гипотезы, которые формируются на основе экспертных оценок или регрессионного анализа. Их определяют для того, чтобы исключить неоднозначные оценки со стороны подразделений, участвующих в составлении бюджета, и локализовать места возможного возникновения погрешности. К числу основных базовых предположений относят:

- ассортимент выпускаемой продукции в плановом году и ожидаемые изменения в нем по сравнению с текущим годом;
- ожидаемые изменения в технологии производства продукции в результате ввода новых основных фондов;
- ожидаемый уровень инфляции, в том числе темпы роста цен на продукцию и покупное сырье;
- ожидаемая стоимость кредитных ресурсов;
- ожидаемый уровень дебиторской задолженности, в том числе сомнительный;

- ожидаемый уровень товарных запасов;
- предполагаемое распределение прибыли.

В число базовых предположений входит также конъюнктура рынка, действия на нем конкурентов, динамика цен.

Правильное формирование внешних ограничений и базовых предположений позволяет перейти к составлению надежного бюджета предприятия, в котором будут сбалансированы поставленные цели и ресурсы для их достижения.

Если первые два этапа создания бюджета предприятия выполняются практически всегда централизованно, то разработка функциональных и операционных бюджетов может происходить двумя способами:

А) *Централизованным (административным)*, при котором функциональные и операционные бюджеты формируются внутри финансово-экономической службы с привлечением руководителей или специалистов отдельных подразделений. ФЭС сохраняет полный контроль за распределением и использованием финансовыми ресурсами.

Б) *Децентрализованным (демократическим)*, при котором ответственными за формирование и исполнение функциональных и операционных бюджетов оказываются менеджеры подразделений. ФЭС отвечает за разработку и поддержку процесса бюджетирования, предоставляет менеджерам необходимые сведения и помогает в подготовке планов и бюджетов, а также контролирует увязку средств с общим бюджетом предприятия.

Первый способ предпочтителен в случае сравнительно небольшого предприятия, имеющего относительно небольшой ассортимент продукции. Второй имеет существенные преимущества перед первым на крупных, многопрофильных предприятиях, у которых уже имеются относительно самостоятельные производственные подразделения.

Отправной точкой формирования бюджетов является план продаж, в котором содержится информация о запланированном объеме продаж, цене и ожидаемом доходе от реализации каждого вида продукции (или их группы).

При составлении бюджета продаж нужно ответить на следующие вопросы:

- какую продукцию выпускать;
- в каких объемах она будет реализована (с разбивкой на определенные промежутки времени);
- какую установить цену продукции;
- какой процент продаж будет оплачен в текущем месяце, какой в следующем, какой объем может составить сомнительная задолженность.

Основными этапами составления бюджета продаж являются

1. Формирование базового варианта прогноза продаж
2. Разработка альтернативных прогнозов продаж при разных условиях состояния рынка и оценка вероятности их реализации;
3. Прогнозирование размеров дебиторской задолженности и

поступления денежных средств.

При составлении различных вариантов прогноза продаж учитываются следующие факторы:

1. Объём продаж предшествующих периодов.
2. Производственные мощности.
3. Зависимость продаж от общеэкономических показателей, уровня занятости, цен, уровня личных доходов, фазы экономического цикла и т.д.
4. Изученность рынка, на котором предполагается продавать продукцию.
5. Известность продукта за счет проведения в прошлом рекламных кампаний и реализации других мероприятий по его продвижению.
6. Ценовая политика предприятия.
7. Качество продукции.
8. Уровень конкуренции на рынках.
9. Сезонные колебания.
10. Долгосрочные тенденции продаж для различных товаров данного профиля, а также для товаров заместителей.
11. Существующие и предполагаемые условия по сервисному обслуживанию продукции, а в ряде случаев и возможности утилизации.
12. Социальные факторы, которые могут сдерживать или наоборот благоприятствовать сбыту товаров (например, отношение к нему «зеленых», отношение государственных органов и т.д.).

При формировании прогноза продаж используют 4 группы методов

А) *Экспертно-функциональный метод* – прогноз формируется на основе индивидуальных экспертных заключений об объемах продаж, сделанных ведущими специалистами по продаже отдельных видов товаров. Собранные экспертные мнения обобщаются директором по маркетингу, который составляет сводный прогноз и несет ответственность за его точность продаж. Основным недостатком состоит в высокой степени субъективности оценок.

Б) *Статистические методы* – основываются на применении различных видов статистического анализа (скользящих средних, корреляционного, регрессионного и др.), для формирования экстраполяционного прогноза. В качестве основного недостатка можно рассматривать невозможность предвидения качественных изменений в спросе потребителей.

В) *Метод направленной групповой дискуссии* – прогноз формируется как результат направленного обсуждения, в котором участвуют руководители компании, начальники отделов сбыта, производственного отдела, МТС и т.д. Главным достоинством метода является простота реализации и быстрота получения результата. Однако при нем степень субъективности оказывается не меньшей, чем при экспертном методе. Кроме того, ответственность за параметры прогноза распределяется между большим числом руководителей.

Г) *Эконометрические методы* – основываются на применении различных видов математических и имитационных моделей спроса, формируемых на основе статистических данных и результатов опроса потенциальных потребителей. Эти методы могут давать хорошие результаты, но их главным недостатком оказывается требование достаточно большого времени для разработки и верификации математических моделей.

Надёжность прогноза продаж повышается в результате использования комбинаций экспертных, статистических и эконометрических методов

Прогноз продаж обычно составляют в нескольких альтернативных вариантах исходя из возможного изменения ассортимента продаваемых товаров и рынков сбыта. Оценка альтернативных вариантов должна строиться на установлении таких параметров как риск (вероятность не выполнения прогнозных показателей), ожидаемый размер прибыли, емкости новых рынков. Важно помнить, что при формировании прогноза продаж особое внимание должно быть уделено надёжности сбыта, так как выручка от продаж является одним из основных источников поступления денежных средств. Число одновременно рассматриваемых альтернативных вариантов прогноза не должно быть очень велико (обычно не более 5). Для того, чтобы анализ альтернатив был полезен с точки зрения выбора наиболее надёжного из них они должны иметь существенные различия между собой.

На основе оценки альтернативных вариантов формируется бюджет объёма продаж. В частности, обычно выбирается тот вариант прогноза, объём продаж по которому считается достижимым, а финансовые результаты удовлетворительными.

Бюджет продаж должен отражать месячный или квартальный объём продаж в натуральных и в стоимостных показателях. Он составляется с учётом: уровня спроса на продукцию компании, географии сбыта, категорий покупателей, сезонных факторов

Бюджет продаж включает в себя ожидаемый денежный поток от продаж, который в дальнейшем будет включён и в доходную часть бюджета потока денежных средств. С этой целью, при формировании плана денежных поступлений от продаж необходимо учитывать коэффициенты инкассации, которые показывают, какая часть отгруженной продукции будет оплачена в первый месяц (месяц отгрузки), во второй и т.д., с учётом возможности появления безнадёжной дебиторской задолженности. Бюджет продаж должен учитывать как поступление средств от реализации продукции в прошлом, так и возможность получения авансовых платежей.

Таблица 3.2. Пример плана продаж

Наименование	Месяц	2006,1	2006,2	2006,3	2006,4
	Период	1	2	3	4
Рынок Санкт-Петербурга					
Продукт 1	Объем	200	280	260	210
	Цена	35,00	35,00	35,00	35,00
	Продажи	7 000,00	9 800,00	9 100,00	7 350,00
Продукт 2	Объем	100	120	150	170
	Цена	0,35	0,35	0,35	0,35
	Продажи	35,00	42,00	52,50	59,50
Всего на рынке СПб		7 035,00	9 842,00	9 152,50	7 409,50
Рынок Новгородской области					
Продукт 1	Объем	120	130	140	100
	Цена	36,75	36,75	36,75	36,75
	Продажи	4 410,00	4 777,50	5 145,00	3 675,00
Всего на Рынке НО		4 410,00	4 777,50	5 145,00	3 675,00
Всего продаж		11 445,00	14 619,50	14 297,50	11 084,50
Реализация Продукта 1		320	410	400	310
Реализация Продукта 2		100,0	120,0	150,0	170,0

Таблица 3.3. Пример плана поступлений от продаж

	На начало периода	2006,1	2006,2	2006,3	2006,4
Дебиторская задолженность		2785,13	3856,91	4014,07	3338,12
Образование дебиторской задолженности	1050,00	2575,13	3289,39	3216,94	2494,01
Погашение дебиторской задолженности	0,00	840,00	2217,60	3059,78	3169,96
Авансовые поступления	1400,00	2923,90	2859,50	2216,90	2216,90
Выручка от текущих продаж	0,00	6580,88	8406,21	8221,06	6373,59
Всего поступлений	0,00	10344,78	13483,31	13497,74	11760,45

Формирование бюджета продаж на крупных предприятиях сопряжено с целым рядом проблем. Среди которых, наиболее важными являются:

- большая номенклатура выпускаемой продукции приводит к сложности формирования прогноза продаж. Необходима группировка производимой продукции;
- большое количество покупателей затрудняет оценить спрос каждого из них. Требуется определенная группировка покупателей;
- любая группировка приводит к необходимости одинакового отнесения конкретного продукта и покупателя в разных подразделениях;
- группировка усложняет проблему определения цен на выпускаемую продукцию, особенно если предприятие реализует гибкую маркетинговую политику, включающую наличие разных скидок для клиентов, отсрочек платежа и т.д.;
- большое число позиций затрудняет формирование прогнозного прайс-листа;

- на многих предприятиях имеются большие товарные запасы, реализация которых предполагает проведение особой ценовой политики, которую трудно описать в условиях многопродуктового производства;
- при многономенклатурном производстве бывает трудно учесть выполнимость программы продаж по производственным причинам.

На основе бюджета продаж формируется *бюджет коммерческих расходов (БКР)*. В БКР включают затраты по упаковке, хранению, страховке, транспортировке, складированию продукции и таможенные платежи, а также расходы на продвижение товаров.

Размер коммерческих расходов должен соотноситься с объемом продаж. Большинство затрат на сбыт планируется в процентном отношении к объему реализации – величина этого отношения зависит от стадии жизненного цикла товара, а также целевых рынков, на которых их предполагается сбывать. По такому принципу планируются затраты на упаковку, транспортировку и т.д.

Значительную долю БКР составляют затраты на продвижение товаров, которые определяются приоритетами в области продвижения различных групп товаров, причем не только в плановом периоде, но и последующих. Вкладывая средства в продвижение товаров, не следует ожидать повышения объема продаж, одновременно с проведением мероприятий по стимулированию их сбыта. Поэтому ответственный за формирование БКР (обычно директор по маркетингу) должен четко определить, какие мероприятия, где, когда и как должны быть реализованы для продвижения товаров, и сколько необходимо на них потратить, чтобы достичь максимального эффекта. Эти мероприятия должны быть конкретизированы по видам продукции, целевой аудитории, ожидаемому воздействию на рост продаж. При определении затрат на продвижение товара должен учитываться как собственный опыт предприятия по проведению рекламных и других промоционных мероприятий, так и опыт конкурентов. При подготовке бюджета мероприятий по продвижению товаров и услуг желательно провести исследование эффективности их воздействия на потребителей.

Бюджет коммерческих расходов должен предусматривать расходы на проведение маркетинговых исследований, которые позволяют оценить вероятность изменения спроса потребителей на продукцию предприятия.

Бюджет коммерческих расходов составляется по головному предприятию. Если оно имеет торговые представительства в других городах, то должны быть сформированы операционные бюджеты этих подразделений. Последним этапом оказывается формирование общего бюджета предприятия.

После того как подготовлен бюджет продаж, разрабатывается бюджет производства (**производственный план**), в котором в натуральных единицах определяется объем производства изделий, которые предполагается запустить в производство, с тем, чтобы обеспечить планируемые продажи и потребности товарно-материальных запасов. Он учитывает производственные мощности, увеличение или уменьшение запасов (бюджет производственных запасов), а также величину внешних закупок.

Необходимый объем выпуска продукции определяется как предполагаемый запас готовой продукции на конец периода плюс объем продаж за данный период и минус запас готовой продукции на начало периода

$$\text{ТМЦ}_{\text{ГП}}^{\text{T}-1} + \mathbf{Q}^{\text{T}} = \mathbf{V}^{\text{T}} + \text{ТМЦ}_{\text{ГП}}^{\text{T}} + \mathbf{LO}^{\text{T}}, \quad (3.63)$$

где \mathbf{V}^{T} – планируемый объем продаж; $\text{ТМЦ}_{\text{ГП}}^{\text{T}}$ – запасы готовой продукции на конец периода T ; \mathbf{Q}^{T} – планируемый объем производства продукции; \mathbf{LO}^{T} – плановый размер списания части запасов.

При планировании запасов используют следующие подходы:

- в процентах относительно продаж следующего периода. Величина должна учитывать погрешность прогноза объема продаж;
- исходя из производственных возможностей предприятия. Применяется в тех случаях, когда производственные возможности по производству продукции и спрос близки, однако, спрос имеет четко выраженный сезонный характер;
- на основе специальных программ снижения уровня запасов. Применяется в случае возникновения сверхнормативных запасов;
- подход пакетного заказа. Применяется на предприятиях с серийным и мелкосерийным характером производства, а также в торговых организациях. В этих видах бизнеса выгодно производить партию изделий, а не отдельное изделие. Поэтому размеры запасов в отдельные периоды могут существенно превышать сбыт;

Более подробно методы планирования и управления запасами будут рассмотрены в разделе 5.

Определенные сложности возникают при формировании бюджета производства на предприятиях, имеющих многостадийное производство. Процесс начинается от производства конечной продукции, которая в основном не используется для собственного производства, а завершается формированием бюджетов для вспомогательных и обеспечивающих производств

Формирование бюджета в подобных компаниях может носить итеративный характер, так как часть продукции предприятия может использоваться для внутренних нужд (например, если конечная продукция предприятия может использоваться на более ранних стадиях производства как сырье, инструмент или материалы)

Для уменьшения числа итераций можно предусмотреть увеличение размеров запасов на первой итерации составления бюджета производства, а затем, после определения размеров конечных заявок начать их сокращать.



Рис. 3.9. Схема формирования бюджета производства при многостадийном производстве.

После того определен объем производства, должен быть составлен бюджет **прямых затрат на материалы**. Цель составления этого бюджета **состоит в том**, чтобы определить количество сырья и материалов необходимых для производства заданного объема.

Прямые затраты на сырье и материалы чаще всего рассматриваются как переменные затраты. Однако, для ряда производств в состав прямых затрат входят и условно-постоянные затраты. Одни и те же материалы и сырье могут быть как переменными и постоянными (например, электроэнергия).

Упрощенно общая формула расхода материалов выглядит следующим образом:

$$C_j^T = \sum_k \sum_i A_{ijk} * Q_{ik}^T + \sum_k F_{jk}^T, \quad (3.64)$$

где C_j^T – расход j -го сырья и материалов; A_{ijk} – удельный расход при производстве единицы i -го продукта j -го материала в k -м подразделении (или технологии); Q_{ik}^T – объем производства i -го продукта в k -м подразделении (или технологии); F_{jk}^T – расход материала в k -м подразделении (технологии).

Для оценки удельных расходов используют нормы расхода основных и вспомогательных материалов (НРС). Информация о НРС на предприятии обычно имеется для конкретной номенклатуры по конкретным типоразмерам. Поэтому при большом ассортименте выпускаемой продукции формируются НРС по ассортиментным группам.

Сроки закупки сырья и материалов определяются исходя из среднего срока изготовления продукции различных видов (ассортиментных групп). Сроки запуска в производство различных видов материалов обычно привязываются либо к началу, либо к середине периода. В ряде случаев целесообразно разбить процесс производства конечной продукции на стадии и определить время, к которому могут потребоваться сырье и материалы. Размер закупок оценивается исходя из желательного размера запасов сырья. Размер запасов сырья желательно оценивать с учетом возможности доставки и величины минимально возможной транспортной партии. Более подробно методы, используемые при оценке размеров запасов рассмотрены в разделе 5. Формула для расчета закупок материала:

$$\mathbf{M}_j^T = \mathbf{C}_j^T + \mathbf{S}\mathbf{M}_j^T - \mathbf{S}\mathbf{M}_j^{T-1}, \quad (3.65)$$

где \mathbf{M}_j^T – закупка сырья и материалов j -го вида в периоде T ; $\mathbf{S}\mathbf{M}_j^{T-1}$, $\mathbf{S}\mathbf{M}_j^T$ – запасы на начало и конец T -го периода.

Бюджет прямых затрат на материалы обычно сопровождается расчетами ожидаемых платежей за материалы. При определении размеров платежей учитывают сроки и порядок погашения кредиторской задолженности за уже приобретенные сырье и материалы, а также планируемую схему в будущем периоде.

Разработка бюджета производства создает предпосылки для подготовки *бюджета прямых затрат на оплату труда*. Он формируется исходя из бюджета производства, данных о производительности труда и ставок оплаты труда основного производственного персонала. В бюджете заработной платы основного производственного персонала необходимо выделять три составные части:

- фиксированную часть оплаты труда;
- сдельную часть оплаты труда;
- премиальную часть оплаты труда.

Для расчета бюджета определяется трудоемкость производственной программы для каждого подразделения. Для этого объем выпуска умножается на трудоемкость выполнения работ, т.е.

$$\mathbf{Z}_l^T = \sum_k \sum_i \mathbf{D}_{ik}^l * \mathbf{Q}_{ik}^T, \quad (3.66)$$

где \mathbf{Z}_l^T – фонд рабочего времени работников l -ой специальности; \mathbf{D}_{ik}^l – удельная трудоемкость при производстве единицы i -го продукта работником l -ой специальности в k -м подразделении (или технологии); \mathbf{Q}_{ik}^T – объем производства i -го продукта в k -м подразделении (или технологии).

Фонд рабочего времени сравнивается с фондом рабочего времени работников l -ой специальности, работающих на предприятии, с начала по

каждому периоду, а затем по году в целом. На основе этого анализа выявляется избыток или нехватка работников. Если работников хватает, то при повременной оплате труда фонд оплаты труда рассчитывается как численность необходимых работников на среднемесячную ставку заработной платы, а при сдельной следует умножить ожидаемый объем производства за каждый период на стоимость прямых затрат труда за час для каждой специальности. Чтобы получить бюджетные общие затраты на оплату труда следует сложить затраты по оплате труда по всем специальностям, а затем добавить затраты на оплату труда работников, выполняющих общецеховые функции (уборщиков, ремонтного персонала, руководителей и т.д.).

Начисления на заработную плату определяется по действующим нормативам единого социального налога в процентах к заработной плате. Аналогично рассчитываются и выплаты налога на доходы физических лиц, выплачиваемые работодателями.

Величина минимальной задолженности работникам по заработной плате определяется по формуле:

$$We^T = \frac{W^T}{H} * \frac{q}{\Theta}, \quad (3.67)$$

где We^T - минимальная задолженность по заработной плате, руб.;

W^T - плановый фонд оплаты труда в интервале, руб.;

q – число дней с момента выдачи заработной платы до конца месяца

H – число выплат заработной платы в течение интервала

Начисления на заработную плату определяется по действующим нормативам в процентах от фонда оплаты труда.

Общая сумма кредиторской задолженности, постоянно находящаяся в распоряжении предприятия, на конец интервала определяется путем сложения величины минимальной задолженности по заработной плате и начислений на заработную плату. Прирост этой задолженности увеличивает доходную часть финансового плана, а ее снижение уменьшает эти доходы (см. раздел 4).

Бюджет общепроизводственных накладных расходов отражает объем всех затрат, связанных с производством продукции, за исключением затрат на прямые материалы и прямых затрат на оплату труда. В него включаются такие расходы как амортизация, налог на имущество, арендная плата, страховые платежи. При его составлении Важно выделять расходы осуществляемые сторонними организациями и собственными вспомогательными подразделения

Общепроизводственные накладные расходы включают в себя постоянную и переменную части. Постоянная часть планируется, исходя из потребностей производства, переменная часть – как норматив, например, от зарплаты основных производственных рабочих

При составлении этого бюджета желательно не смешивать расходы с НДС с расходами без НДС.

Бюджет управленческих расходов. Управленческие расходы – это все

расходы, не связанные с производственной или коммерческой деятельностью компании, а именно: затраты на содержание отдела кадров, юридического отдела, бухгалтерии, экономического, освещение и отопление сооружений непроизводственного назначения, командировки, услуги связи, налоги и проценты за кредиты, относящиеся на себестоимость и т.д. Большинство управленческих расходов носит постоянный характер; переменная часть затрат, если она присутствует, планируется как процент (например, от объема продаж).

Составление бюджета управленческих расходов завершает этап формирования операционных и функциональных бюджетов. После этого предприятие переходит к *формированию сводного бюджета*. Он включает следующие действия:

1. Планирование себестоимости
2. Планирование производственных запасов и изменений в оборотном капитале
3. Планирование инвестиционных расходов
4. Предпланирование изменений в постоянных активах и расчет амортизации
5. Предварительное движение денежных средств и планирование кредитов
6. Составление Отчета о прибыли и убытках
7. Составление Бюджета движения денежных средств
8. Составление Прогнозного баланса
9. Анализ устойчивости
10. Сценарный анализ

Планирование себестоимости начинается со сведения всех видов затрат, отраженных в различных функциональных бюджетах, а также себестоимости отдельных видов продукции. При планировании производственной себестоимости отдельных видов продукции особое внимание должно быть уделено разнесению косвенных затрат, которое может производиться такими методами как:

- 1) пропорционально объемам производства в натуральном выражении (если продукты имеют одинаковую физическую природу);
- 2) пропорционально объемам продаж в стоимостном выражении;
- 3) пропорционально численности работников;
- 4) пропорционально фонду оплаты труда.

Удельная себестоимость производства единицы продукции может рассчитываться как на отдельный временной период, так и на годовую программу в целом. При использовании третьего из возможных методов разнесения косвенных затрат более правильным с экономической точки зрения является использование единой отпускной цены на весь годовой период. При этом при разнесении затрат цены на отпускаемую продукцию рассматриваются без учета инфляции и на условиях единого базиса. Обычно рассчитывают цены франко-ворота завода.

После расчета удельной себестоимости производства отдельных видов продукции они должны быть сопоставлены с предполагаемыми ценами. Если

прибыльность производства отдельных видов продукции оказывается отрицательной или просто маленькой, следует вернуться к бюджету продаж и оценить возможность увеличения цены и влияние этого изменения на сбытовые риски. Обычно ограничиваются только этим, не пересчитывая все остальные бюджеты.

Бюджет производственных запасов отражает движение в стоимостном выражении запасов сырья и материалов, готовой продукции и незавершенного производства. Объём незавершённого производства определяется, исходя из технологических особенностей изготовления продукции, а также тех данных о запасах полуфабрикатов и промежуточных продуктов, сформированных на стадии формирования бюджета производства. Расходы будущих периодов планируются только в тех случаях, когда предприятие планирует перейти на выпуск новой продукции или услуг

Бюджет инвестиций. Планирование инвестиций основывается на технических предложениях, которые должны быть сделаны всеми отделами предприятия, а также на основе проектов включенных в долгосрочный портфель инвестиций, которые не были осуществлены к началу планового года. Процедура отбора инвестиций в инвестиционный портфель планового года примерно соответствует описанной ранее для долгосрочного инвестиционного портфеля. Необходимо помнить, что часть инвестиций уже начала осуществляться и в первую очередь должны быть проинвестированы те мероприятия, в которые уже были вложены средства. Прекращение финансирования определенных мероприятий, в которые ранее уже были вложены средства, должно быть экстраординарным событием.

Инвестиционный бюджет составляется в два этапа. На первом этапе составляется предварительный бюджет, в котором определяются наиболее рациональные периоды осуществления вложений, на втором этапе сроки осуществления инвестиций уточняются после оценки финансовых результатов и построения движения денежных средств

Предпланирование изменений в постоянных активах, расчет амортизации и налога на имущество. Предварительный инвестиционный бюджет позволяет оценить размеры изменения амортизационных отчислений, а также изменение себестоимости производства. Ввод в эксплуатацию новых основных фондов приводит к изменению налогооблагаемой базы для налога на имущество, которое рассчитывается с учетом остаточной стоимости основных фондов и величины производственных запасов.

Амортизационные отчисления рассчитываются исходя из норм амортизации и поинтервального изменения балансовой стоимости основных фондов (по группам основных фондов). Планирование и учет фондов осуществляется по балансовой стоимости, включающей всю сумму произведенных расходов на строительство, приобретение, доставку, установку и монтаж различных видов основных фондов. При этом в балансовую стоимость основных фондов включается и налог на добавленную стоимость, пропорционально доли строительных работ. Балансовая стоимость новых основных фондов (FAn(T)) определяется по формуле

$$\mathbf{FAn}^T = \mathbf{EQ}^T + \mathbf{TR}^T + \mathbf{CW}^T, \quad (3.68)$$

где $\mathbf{EQ}(T)$ – стоимость приобретенного оборудования;
 $\mathbf{TR}(T)$ – затраты на транспортировку оборудования и таможенные расходы;
 $\mathbf{CW}(T)$ – стоимость монтажных и строительных работ.

Среднеинтервальная стоимость основных фондов ($\mathbf{FA}(T)$) определяется по формуле

$$\mathbf{FA}^T = \mathbf{FA}_b^T + \mathbf{FAn}^T * \frac{m}{M} - \mathbf{FC}^T * \frac{M - m1}{M}, \quad (3.69)$$

где \mathbf{FA}_b^T – стоимость основных фондов на начало интервала планового периода по балансу;

\mathbf{FA}^T – стоимость основных фондов, вводимых в интервале, руб.;

M – число месяцев в интервале

m – число месяцев функционирования основных фондов, вводимых в интервале T ;

\mathbf{FC}^T – стоимость основных фондов, выбывающих в интервале T .;

$m1$ – число месяцев функционирования основных фондов, выбывающих в интервале T .

Если точно не известно, в каком месяце приобретаются (ликвидируются) основные фонды, то число месяцев их функционирования определяется как среднее по месяцам интервала.

Амортизационные отчисления по нематериальным активам осуществляется равными долями в течение их срока существования. Если срок использования нематериального актива определить невозможно, то срок амортизации устанавливается в десять лет.

Плановая сумма отчислений в ремонтный фонд рассчитывается по установленному в данном хозяйствующем субъекте нормативу отчислений среднегодовой стоимости основных фондов.

После оценки размеров изменения себестоимости в результате инвестиционной деятельности можно приступить к предварительному расчету движения денежных средств и планированию кредитов. Планирование кредитов производится поэтапно: сначала планируются расходы на выплату процентов и погашение ранее взятых кредитов, затем на основе прогноза движения денежных средств и оценки потребности в финансировании планируется привлечение “новых” кредитов. На основе данных о ранее взятых кредитах и предполагаемом размере выручки и себестоимости оценивается размер прибыли предприятия и размеры налога на прибыль. На основе всех предшествующих бюджетов формируется предварительное движение денежных средств (см. табл. 3.4).

Таблица 3.4. Предварительное движение денежных средств

	2006,1	2006,2	2006,3	2006,4
Выручка от текущих продаж	4025	4025	4025	4025
Авансовые поступления	1400	1400	1400	1400
Погашение дебиторской задолженности	1050	1575	1575	1575
Кредиты банков	0	0	0	0
Инвестиции в уставной капитал	0	0	0	0
Итого приток денежных Средств	6475	7000	7000	7000
Закупка сырья и материалов	4934	3948	5698	5592
Оплата труда и прочие операционные вы	1411	1436	1502	1438
Проценты по кредитам	20	20	0	0
НДС в бюджет	140	205	443	183
Налог на прибыль и имущество	140	262	271	269
Итого операционных выплат	6645	5870	7914	7483
Погашение кредитов	0	400	0	0
Инвестиции в основные средства	200	150	100	70
Инвестиции в ценные бумаги	200	0	0	0
Дивиденды	0	0	0	0
Итого расходование средств	7045	6420	8014	7553
Текущий денежный поток	-570	580	-1014	-553
Осток денежных средств на начало	12	-558	22	-991
Остаток денежных средств на конец	-558	22	-991	-1544

В предварительном движении денежных - графа остаток денежных средств может иметь отрицательные значения. Фактически это означает, что предприятию требуются дополнительные финансовые средства. Эти дополнительные средства могут быть получены за счет краткосрочных и долгосрочных кредитов, ускорения оборачиваемости оборотных активов (сокращения размеров производственных запасов, ускорения сбора дебиторской задолженности), а также за счет изменения размеров инвестиций. Применительно к рассмотренному примеру отказ от инвестиций позволит «сэкономить» 720 млн. рублей, а финансовый разрыв на конец года составляет 1544 млн. рублей. Поэтому перед предприятием стоят, следующие альтернативы – ускорить поступление дебиторской задолженности (она в последнем периоде составляет 1575 млн. руб.), уменьшить запасы в последнем периоде или взять дополнительные кредиты (в размере 1544 млн. руб.). Конкретное решение принимается на основе анализа возможности взятия дополнительных кредитов (ликвидность баланса, наличие залогов, репутации у кредитных учреждений), процентных ставок по кредитам, целесообразности тех или иных инвестиций.

Если предприятие считает, что оно способно получить кредит, то обычно делают следующие допущения о кредитовании:

- 1) кредиты получаются в начале периода;
- 2) сумма процентов по кредитам определяется, исходя из запланированной кредитной ставки, и учитывается в Отчете о прибыли и убытках отдельной строкой;
- 3) проценты выплачиваются в последний день расчетного периода;
- 4) погашение кредитов планируется по мере накопления денежных средств, и происходит в конце каждого интервала планирования.

Размер кредитов рассчитывается по тем же правилам, что и при долгосрочном планировании.

На основе указанных корректировок рассчитывают окончательный вариант движения денежных средств. Окончательный вариант движения денежных средств представляют в форме, показанной в табл. 1.1 или табл. 3.4

Бюджет денежных средств показывает моменты и объемы ожидаемых поступлений и выплат денежных средств за отчетный период. Имея эту информацию, можно лучше определить будущие потребности фирмы в денежных средствах, определить наиболее рискованные интервалы в рамках планового периода и осуществлять усиленный контроль платежей именно в эти интервалы.

После формирования окончательного варианта движения денежных средств формируют *бюджетный отчет о прибылях и убытках*, в который сводят воедино планируемые перспективные оценки различных позиций доходов и расходов на бюджетный период. Отчёт о доходах и расходах является аналогом формы №2 российской бухгалтерской отчетности. Отчет о доходах и расходах должен сопровождаться таблицей вычисления себестоимости реализованной продукции

Прогнозный балансовый отчет строится исходя из оценки его состояния на конец того года, в котором формируется бюджет предприятия на следующий год.

Балансовый отчет характеризует финансовое состояние предприятия на конкретную прогнозную дату. Для прогноза текущих активов баланса используются данные функциональных бюджетов производственных запасов (сырья и материалов, незавершенного производства и готовой продукции), бюджета платежей (величина дебиторской задолженности). Величина НДС по приобретенным ценностям определяется на основе прогноза платежей за сырье и материалы, инвестиционного плана и платежей НДС в бюджет, отраженных в движении денежных средств. Из остатка денежных средств, а также инвестиционного бюджета определяется величина средств, которые вкладываются в краткосрочные финансовые инструменты. Наконец, исходя из расчетных нормативов времени оборота прочей дебиторской задолженности, определяется их величина.

Вложения в инвестиционные проекты, а также отчетные данные о стоимости основных средств и незавершенного производства служат основой для прогноза балансовой стоимости (с учетом амортизации) основных средств.

Пассивная часть баланса формируется, исходя из предполагаемого размера кредиторской задолженности за товары и услуги, по оплате труда и бюджетным платежам, которые формируются в соответствующих функциональных бюджетах, а также при формировании окончательного варианта движения денежных средств.

Изменение в собственном капитале учитываются в случае получения нераспределенной прибыли (отчет о движении доходов и расходов), а также на основе целесообразности привлечения денежных средств, за счет дополнительной эмиссии акций (см. раздел 4).

Изменения в заемном капитале формируются на основе бюджета заимствований.

Создание прогнозного балансового отчета необходимо, для того чтобы:

- оценить возможность появления неблагоприятных тенденций в области платежеспособности и деловой активности;
- проконтролировать эффективность мероприятий, заложенных в перспективных планах компании.

На основе прогнозного баланса рассчитывают практически все те коэффициенты, которые используются при финансовом анализе. Построение баланса позволяет оценить также реалистичность получения финансовых средств из разных источников и определить наилучшие моменты для этого.

Анализ устойчивости и сценарный анализ проводится по правилам, описанным выше в разделе 3.4.

3.5.Оперативное и календарное финансовое планирование

Оперативное финансовое планирование представляет собой разработку финансовых планов на срок от 1 месяца до 1 квартала. В его рамках составляют *кредитный и кассовый* планы.

Кредитный план – план поступления и обслуживания заемных средств в намеченные договорами сроки.

Кассовый план является планом оборота наличных денежных средств, отражающим поступления и выплаты наличных денег через кассу предприятия. Своевременная обеспеченность наличными денежными средствами характеризует состояние финансовых отношений между предприятием и его работниками. Поэтому составление кассовых планов и контроль их исполнения играют важную роль в повышении надежности соблюдения финансово-коммерческих обязательств предприятия. Кассовый план составляется на квартал. Он состоит из четырех разделов и имеет следующую форму (табл. 3.5).

Таблица 3.5. Кассовый план предприятия на квартал

Показатели	Сумма, руб.
1. Поступление наличных денег, кроме средств, получаемых в банке.	
1.1. Товарооборот от реализации продукции	
1.2. Прочие поступления.	
1.3. Итого поступлений	
Из них	
расходуется на месте	
сдается в кассу банка	
2. Расход наличных денег	
2.1 На оплату труда.	
2.2. На командировочные расходы.	
2.3. На хозяйственно-операционные расходы	
2.4. Итого	
3. Расчет выплат заработной платы	
3.1. Фонд оплаты труда	
3.2. Прочие выплаты	
3.3 Общая сумма фонда оплаты труда	
3.4. Удержания всего	
В том числе:	
налоги	
добровольное страхование	
за питание	
прочие удержания	
3.5. Подлежит выдаче	
В том числе:	
из выручки	
из наличных денег, полученных в банке	
4. Календарь выдачи заработной платы и приравненных к ней выплат	
Дата	

Календарные финансовые планы составляются на период от 1 дня до 1 месяца. Типичным является составление декадного плана, рассчитанного на 2 недели. В основных календарных планах определяется порядок платежей в предстоящем периоде. Одним из видов календарных планов является *платежный календарь*, который представляет собой план, увязывающий источники и сроки поступления денежных средств (выручки от реализации, кредиты и займы и т.д.) с расходами предприятия. Составляется он по всем статьям поступления и расхода денежных средств. При составлении платежного календаря учитываются средства, как на расчетных, так и ссудных счетах, а также в кассе. Платежный календарь используется для контроля текущей платежеспособности фирмы. Он позволяет определить обеспеченность предприятия собственными и заемными финансовыми средствами необходимыми для выполнения всех обязательств по платежам. Платежный календарь разрабатывается за счет уточнения и конкретизации плановых показателей очередного квартала (месяца) и разбивки этих показателей по неделям. Затем показатели можно уточнить и разбить на более мелкие периоды (пятидневки, дни). В платежном календаре поступления денег и денежные расходы должны быть сбалансированы. Если денежные поступления превышают расходы, то должны быть определены

возможности переноса платежей на более поздний срок или формирования денежных резервов на более ранних периодах. В случае невозможности создания резервов и невозможности переноса не первоочередных платежей на следующий календарный период, требуется принять оперативные меры по изысканию дополнительных источников финансирования.

Превышение планируемых расходов над ожидаемым поступлением денежных средств, свидетельствует о наличии критических периодов в финансовом состоянии предприятия.

Платежный календарь составляется исходя из конкретных данных оперативного учета финансовых операций с расчетными и ссудными счетами, сведений о состоянии срочных и просроченных платежей дебиторов и кредиторов, об остатках задолженности по срочным и просроченным ссудам и т.п. Платежный календарь составляется по форме приведенной в табл. 3.6.

Таблица 3.6. Платежный календарь по расчетному счету предприятия на первую неделю месяца.

Показатели	Сумма, руб.
1. Расходы денежных средств	
1.1 Неотложные нужды	
1.2. Заработная плата и приравненные к ней платежи	
1.3. Налоги	
1.4. Оплата счетов продавцов за товарно-материальные ценности	
1.5. Просроченная кредиторская задолженность	
1.6. Погашение ссуд банка	
1.7. Уплата процентов за кредит	
1.8. Прочие расходы	
1.9.Итого расходов	
2. Поступление денежных средств.	
2.1. От реализации продукции	
2.2. От реализации ненужных товарно-материальных ценностей	
2.3. Поступление просроченной дебиторской задолженности	
2.4. Прочие поступления	
2.5. Итого поступлений	
3. Балансирующие статьи.	
3.1. Превышение поступлений над расходами	
3.2. Превышение расходов над поступлениями	

4. УПРАВЛЕНИЕ ПАССИВАМИ

При финансовом менеджменте на предприятии постоянно приходится решать две задачи – в какие активы и сколько необходимо инвестировать и где взять необходимые для этого средства. Таким образом, основная задача финансового менеджмента состоит в эффективном управлении активами предприятия, так чтобы они давали максимальную прибыль, и управление пассивами, так чтобы минимизировать издержки на их привлечение

4.1. Общие основы управления пассивами предприятия

4.1.1. Экономическая сущность пассивов предприятия

С позиций финансового менеджмента пассивы предприятия характеризует общую стоимость средств в денежной, материальной и нематериальной формах, инвестированных в формирование его активов. Рассматривая экономическую сущность пассивов, следует в первую очередь отметить следующее, что по **источникам формирования** в их составе выделяют собственный капитал, заемный капитал, товарный кредит и внутреннюю кредиторскую задолженность.

Содержание *собственного капитала* рассмотрено ранее в разделе 1. В настоящем разделе мы понимаем под ним расширенный собственный капитал.

Заемный капитал характеризует привлекаемые для финансирования развития предприятия на возвратной основе в форме денежных средств или их эквивалентов. Все формы заемного капитала представляют собой его финансовые обязательства, подлежащие погашению в предусмотренные сроки.

Товарный кредит – это скрытая форма кредитования в форме отсрочки платежа за поставленные предприятию сырье, материалы или товары.

Внутренней кредиторской задолженностью называются обязательства, сформированные перед работниками, государственными органами, а также перед собственниками по дивидендным платежам.

Пассивы предприятия формируются для удовлетворения его потребности в приобретении необходимых активов. Если определена величина необходимых активов, то желательно оптимизировать структуру привлечения средств для их приобретения.

Совокупность заемного капитала, товарных кредитов и внутренней кредиторской задолженности носит название *привлеченных средств*.

При формировании пассивов предприятия необходимо придерживаться следующих принципов:

1. *Перспектив развития предприятия.* Формируемая структура пассивов должна быть достаточно рациональна, не только с точки зрения текущих задач обеспечения хозяйственной деятельности, но и в ближайшей перспективе.

2. *Рациональности.* Объем привлекаемых средств должен

соответствовать размеру вложений в необходимые оборотные и внеоборотные активы предприятия. Для новых предприятий в состав этих средств необходимо включать и расходы, связанные с организацией деятельности предприятия.

3. *Обеспечения финансовой устойчивости предприятия.* Структура собственных и привлеченных средств, не должно приводить к возникновению неустойчивого финансового положения.

4. *Обеспечение минимизации затрат на привлечение средств* из различных источников.

5. *Обеспечение роста эффективности собственного капитала.* Реализация этого принципа означает обеспечение роста показателя рентабельности собственного капитала.

Легко понять, что эти 5 основных критериев, вообще говоря, противоречивы и, как мы видели в разделе 2, рост эффективности собственного капитала приводит к увеличению финансового риска (см. 2-ю формулу Дюпона). Точно также принцип рациональности может входить в противоречие с принципом перспективности.

Общая потребность в привлечении новых средств может определяться двумя основными методами:

Прямой метод расчета общей потребности в капитале основывается на определении необходимого размера активов, позволяющих предприятию эффективно развивать свою деятельность. Этот метод строится по следующему алгоритму:

1) Определяется общая потребность в активах. Иногда этот расчет может быть вариантным, включая минимально необходимую, рациональную и максимально необходимую сумму активов.

2) Определяются источники покрытия этих потребностей за счет различных источников.

Фактически прямой метод расчета аналогичен методам, рассмотренным в разделе «Финансовое планирование».

Косвенный метод расчета строится на том, что производство конкретного объема продукции требует привлечения определенного объема средств. Взаимосвязь между объемом продукции и используемыми ресурсами определяется показателем отдачи активов (OT_A). Таким образом, зная целевой объем производства (B), общая потребность в необходимом привлечении средств (Π) составит

$$\Pi = \frac{B}{OT_A}. \quad (4.1)$$

При расчете OT_A он обязательно рассчитывается с учетом переоценки основных средств. Кроме того, желательно учитывать его величину за ряд лет, а также его значения для других предприятий этой же отрасли экономики.

Использование косвенного метода расчета может потребоваться для приблизительной оценки потребности в привлечении средств и проверки

возможности их получения. В случае если оказывается, что привлечь средства в необходимом размере не удастся, то целевой объем производства может быть скорректирован.

Среди механизмов управления пассивами наиболее сложными являются вопросы оптимизации структуры их привлечения.

4.1.2. Оптимизация структуры пассивов

Оптимальная структура пассивов представляет собой такое соотношение использования собственных и привлеченных средств, при котором обеспечивается, с одной стороны, максимизация коэффициента рентабельности капитала, а с другой, обеспечение на достаточно высоком уровне, коэффициентов, определяющих платежеспособность и финансовую устойчивость предприятия. Оптимизация структуры пассивов включает в себя шесть этапов:

1. Анализ пассивов предприятия.
2. Оценка основных факторов, определяющих формирование структуры пассивов.
3. Оптимизация структуры пассивов по критерию максимизации коэффициента рентабельности собственного капитала.
4. Оптимизация структуры пассивов по критерию минимизации финансовых рисков.
5. Оптимизация структуры пассивов по критерию минимизации стоимости их привлечения.
6. Формирование показателя целевой структуры пассивов.

1. Анализ пассивов предприятия. Основной целью этого анализа является выявление тенденций динамики, объема и структуры пассивов в предшествующих периодах и их влияния на финансовую устойчивость, а также эффективность их использования.

На первой стадии анализа

- рассматривается динамика общего объема и основных составных элементов пассивов в сопоставлении с динамикой объема производства и реализации продукции, т.е. строятся коэффициенты отдачи – капитала, собственного капитала. Исследуется время оборота различных видов пассивов;
- определяется динамика коэффициента независимости и тенденции его изменения;
- в составе привлеченных средств изучается соотношение долго- и краткосрочных финансовых обязательств;
- определяется размер просроченных финансовых обязательств и выясняются причины просрочки.

На второй стадии анализа рассматривается система коэффициентов финансовой устойчивости предприятия, определяемая структурой его

капитала. В процессе проведения такого анализа рассчитываются и изучаются и динамике следующие коэффициенты:

- а) коэффициент независимости (C_{aut});
- б) плечо финансового рычага, определяющее отношение суммы заемных средств к собственному капиталу;
- в) коэффициент долгосрочной финансовой независимости (C_{autl});
- г) *отношение долгосрочной задолженности к краткосрочной*

$$C_{isl} = \frac{ДО}{КО} = \frac{C_{autl} - C_{aut}}{1 - C_{autl}}. \quad (4.2)$$

Это соотношение характеризует политику финансирования активов предприятия за счет заемных средств.

д) проводится анализ ликвидности активов и пассивов в соответствии с правилами раздела 2.

Анализ финансовой устойчивости предприятия позволяет оценить степень стабильности его финансового развития и уровень финансовых рисков, несущих угрозу банкротства.

На третьей стадии анализа оценивается эффективность использования собственного капитала, привлеченных средств и отдельных их элементов. В частности, рассчитываются и рассматриваются в динамике такие показатели как:

- а) время оборота привлеченных средств и их элементов (см. раздел 2);
- б) отдача активов (пассивов);
- в) коэффициент рентабельности активов и собственного капитала;
- г) показатель экономически добавленной стоимости;
- д) проводится сопоставление отдачи капитала для данного предприятия с его значениями для аналогичных предприятий. Сопоставление показывает, какой объем пассивов реально используется для обеспечения выпуска единицы продукции и является базовым для моделирования потребности в средствах в предстоящем периоде с учетом отраслевых особенностей операционной деятельности.

2. Оценка основных факторов, определяющих формирование структуры пассивов.

Эффективное соотношение между собственным капиталом и привлеченными средствами может быть разным не только у однотипных предприятий, но и для одного предприятия на разных стадиях его развития и при различной конъюнктуре товарного и финансового рынков. Эффективность этого соотношения определяется такими факторами как:

- *особенности бизнеса предприятия.* Характер этих особенностей определяет структуру активов предприятия, их ликвидность. Особую роль оказывают фондоемкость производства, длительность технологического цикла, характер расчетов с основными покупателями. Предприятия, имеющие фондоемкое производство, длительный технологический цикл производства и сбывающие

продукцию в основном юридическим лицам вынуждены ориентироваться в своей деятельности на использование собственного капитала или товарные кредиты.

- *стадия жизненного цикла предприятия.* Растущие предприятия, находящиеся на ранних стадиях своего жизненного цикла обычно не имеют достаточного залогового обеспечения для взятия кредитов и поэтому вынуждены опираться либо на долевые финансовые инструменты, либо на товарные кредиты. В то же время предприятиям, находящимся в стадии зрелости, значительно легче получить кредит в банке или распространить облигации.
- *конъюнктура товарного рынка.* Конъюнктура должна учитываться, во первых, с точки зрения ее стабильности, а во-вторых, с позиции оценки стадии экономического цикла. Если спрос волотилен, то предприятию требуется больше финансовых ресурсов, чтобы поддерживать его текущую платежеспособность. Стадия экономического цикла сказывается на возможностях привлечения заемных средств.
- *конъюнктура финансового рынка.* В зависимости от состояния конъюнктуры на этом рынке возрастает или снижается предложение заемного капитала, а значит его стоимость. Кроме того, конъюнктура финансового рынка оказывает влияние на стоимость привлечения собственного капитала из внешних источников. При большом предложении денежных средств на финансовых рынках, разместить новую эмиссию акций значительно легче, чем в условиях дефицита на нем свободных денежных средств.
- *уровень текущей операционной прибыльности производства.* При высоком значении этого показателя у предприятия появляется большая возможность обслуживания кредитов и ему легче получить заемные средства.
- *качество прибыли.* Рост прибыли предприятия может быть обеспечен за счет либо увеличения числа оборотов активов, либо рентабельности продаж. Рост рентабельности продаж увеличивает финансовый рычаг и поэтому предприятия с растущим объемом реализации продукции, но имеющие низкую отдачу активов, могут иметь большую долю заемных средств в общей сумме пассивов, чем низко рентабельные предприятия с высокой скоростью оборота активов.
- *отношение кредиторов к предприятию.* По мимо, перечисленных выше экономических факторов на возможности кредитования предприятия влияют такие резоны, как кредитная история, личные отношения кредиторов и другие мотивы.
- *уровень налогообложения прибыли.* Чем ниже ставка налога на прибыль, тем выгоднее привлекать средства за счет эмиссии акций.
- *отношение менеджеров предприятия к финансовым рискам.* Взятие любого дополнительного кредита всегда повышает риск

неплатежеспособности, поэтому менеджеры несклонные к риску стараются финансировать развитие предприятия за счет увеличения собственного капитала. Напротив, высокая склонность к риску менеджмента и собственников предприятия формируют агрессивный подход к финансированию развития предприятия, при котором заемные средства используются в максимально возможном размере.

- *опасность утраты контроля над предприятием.* Новая эмиссия акций (паев) всегда создает риск утраты контроля над предприятием со стороны основного собственника, поэтому владельцы предприятия не заинтересованы в расширении собственного капитала за счет внешних источников. Кроме того, дополнительная эмиссия может привести к снижению дивидендов на 1 акцию, что также бывает нежелательно

Анализ перечисленных факторов позволяет сформировать представление о рациональной структуре пассивов, определяемую как совокупность долей основных составляющих пассивов в пассивах предприятия. При определении этой рациональной структуры необходимо также учитывать возможность привлечения разных видов ресурсов в требуемых объемах в заданные сроки.

3. *Оптимизация структуры пассивов по критерию максимизации рентабельности собственного капитала.* Для проведения таких оптимизационных расчетов определяются возможные ограничения по привлечению различных видов собственных и привлеченных средств. Далее определяются возможные варианты использования привлеченных средств и потребность каждого из них в различных видах ресурсов. В упрощенном виде подобная задача может выглядеть следующим образом

$$\frac{\sum_i \pi_i * x_i - \sum_{l=2}^N v_l * y_l}{CC + y_1} \Rightarrow \max. \quad (4.3)$$

$$w_1 \leq y_1 \leq W_1. \quad (4.4)$$

$$0 \leq X_i \leq M_i. \quad (4.5)$$

$$F(X_1, X_2, \dots, X_J) \leq M, \quad (4.6)$$

$$\sum_i a_i * X_i \leq \sum_l y_l, \quad (4.7)$$

$$C_{autn} * \sum_l y_l - y_1 \leq CC, \quad (4.8)$$

где CC – собственный капитал, y_1 – дополнительные вложения в собственный капитал за счет эмиссии; y_l – дополнительное привлечение l -го вида средств; w_1 и W_1 – соответственно нижнее и верхнее ограничения на

привлечения I-го вида финансовых средств; x_i – i-ый вид хозяйственной деятельности предприятия; M_i – верхнее ограничение на возможность осуществления i-ого вида хозяйственной деятельности (например, спрос на рынке); M – вектор общих верхних ограничений на возможность осуществления деятельности предприятием в разных направлениях (например, по площади предприятия, времени работы, основным фондам и т.д.); F – функтор, описывающий сочетаемость и потребность в материальных ресурсах при осуществлении набора разных видов деятельности; a_i – потребность i-го вида деятельности в финансовых ресурсах; π_i – операционная прибыльность i-го вида деятельности; v_i – стоимость привлечения I-го вида ресурсов; N – число возможных способов привлечения финансовых ресурсов; J – общее число возможных видов хозяйственной деятельности; C_{autn} предельно допустимое значение коэффициента независимости.

На практике подобная задача решается методом перебора различных вариантов привлечения собственного и заемного капитала, а также товарного кредита и внутренней кредиторской задолженности.

4. *Оптимизация структуры пассивов по критерию минимизации его стоимости.* Стоимость привлечения средств представляет собой цену, которую предприятие платит за их привлечение из различных источников, т.о. каждый вид пассивов привлекается в каждый конкретный момент времени на определенных условиях и для каждого вида пассивов существует его годовая цена, которую следует сводить к минимуму:

$$P_c * \frac{\sum p_l * L_l}{A}, \quad (4.9)$$

где P_c – цена привлечения средств; L_l – величина l-той статьи пассива; p_l – стоимость обслуживания l-той статьи пассива, выраженная в процентах годовых; A – стоимость пассивов

Стоимость привлечения средств может осуществляться как по отчетным данным, так и при финансовом планировании. Оценка стоимости планируемых к привлечению средств основывается на оценке их стоимости в отчетном периоде. Поэтому получаемая плановая оценка носит в определенной мере вероятностный характер, связанный с прогнозом изменения конъюнктуры финансового рынка, динамики уровня собственной кредитоспособности, меры риска и других факторов

Процесс оценки стоимости привлечения средств базируется на следующих основных принципах:

1. *Принцип предварительной поэлементной оценки стоимости пассивов.* Стоимость привлечения разных пассивов существенно зависит от источника их поступления. Поэтому необходимо в рамках каждой статьи выделить элементы и оценить стоимость обслуживания каждого из них.
2. *Принцип сопоставимости оценок стоимости разных элементов пассивов.* В процессе оценки стоимости пассивов необходимо

учитывать, что собственный капитал для большинства российских предприятий оценен не точно и для правильности его оценки следует проводить переоценку активов, теми способами, которые рассмотрены в разделе 1.

3. *Принцип динамической оценки стоимости привлечения средств.* Факторы, влияющие на показатель стоимости привлечения средств, весьма динамичны, поэтому с изменением стоимости отдельных элементов пассивов должны вноситься коррективы и в стоимость пассивов.
4. *Принцип взаимосвязи оценки текущей и предстоящей средневзвешенной стоимости привлечения средств предприятием* заключается в том, что стоимость капитала не может измениться скачкообразно. Привлечение дополнительных средств из определенного источника имеет на каждом этапе развития предприятия свои экономические пределы и, как правило, связано с возрастанием стоимости привлечения. Так, привлечение собственного капитала за счет прибыли ограничено общими ее размерами; увеличение объема эмиссии акций и облигаций должно вести к росту обещаемых дивидендов или купонного дохода; привлечение дополнительного банковского кредита в связи с ростом финансового риска для кредиторов может быть связано с ростом ставки процента за кредит и т.п.

Теоретически, такая взаимосвязь обеспечивается показателем *предельной стоимости привлечения средств*. Он характеризует прирост стоимости привлечения каждой новой его единицы. Расчет этого показателя осуществляется по следующей формуле:

$$P_{дл}^{L_1} = \frac{\partial P_1^{L_1}}{\partial L_1} = \frac{\Delta P_1}{\Delta L_1}, \quad (4.10)$$

где $P_{дл}^{L_1}$ – предельная стоимость привлечения средств из I-го источника;

ΔP_1 – прирост стоимости привлечения средств из I –го источника; ΔL_1 – прирост суммы средств, дополнительно привлекаемого предприятием из I-го источника.

Динамика изменения показателей предельной стоимости привлечения средств из разных источников должна быть прямо (если удастся ее рассчитать) или косвенно (за счет использования экспертных оценок) учтена в процессе управления финансовой деятельностью предприятия. Сравнивая предельную стоимость привлечения с ожидаемой рентабельностью капитала, получаемой по отдельным хозяйственным операциям, для которых требуется дополнительное привлечение средств, можно в каждом конкретном случае определить меру эффективности и целесообразности осуществления таких операций. В первую очередь это относится к принимаемым инвестиционным решениям.

5. *Принцип определения границы эффективного использования дополнительно привлекаемых средств.* Оценкой границ использования

является предельная уступка по уменьшению рентабельности капитала.

Оптимизация размеров привлечения средств на основе критерия минимизации стоимости привлечения средств связан с решением описанной ниже задачи. Для ее решения фиксируется минимальная величина рентабельности капитала, которая должна быть обеспечена по итогам деятельности предприятия, т.е. решается задача

$$\sum_1 p_1 * y_1 \Rightarrow \min, \quad (4.10)$$

$$\frac{\sum_i \pi_i * x_i - \sum_{l=2}^N v_l * y_l}{CC + y_1} \Rightarrow ROE_n. \quad (4.11)$$

$$w_1 \leq y_1 \leq W_1. \quad (4.12)$$

$$0 \leq X_i \leq M_i. \quad (4.13)$$

$$F(X_1, X_2, \dots, X_J,) \leq M, \quad (4.14)$$

$$\sum_i a_i * X_i \leq \sum_1 y_1, \quad (4.15)$$

$$C_{autn} * \sum_1 y_1 - y_1 \leq CC, \quad (4.16)$$

где p_1 – стоимость привлечения l -го вида средств; ROE_n минимальная рентабельность собственного капитала, которая должна быть обеспечена при минимизации стоимости привлечения средств.

5. *Оптимизация структуры пассивов по критерию минимизации уровня финансовых рисков.* Этот метод оптимизации структуры пассивов осуществляется после того, когда определены границы по критериям максимизации рентабельности капитала и минимизации стоимости привлечения.

Выбор источников финансирования капитала связан с обеспечением ликвидности по таким показателям как коэффициент покрытия, общий коэффициент ликвидности и взвешенной текущей ликвидности.

Упрощенно все активы можно разбить на три составляющие:

а) *внеоборотные активы.*

б) *постоянная часть оборотных активов.* В нее могут входить разные текущие активы, однако суммарная величина этих текущих активов у предприятия не падает ниже этого уровня (при фиксированном объеме оборота) и растет пропорционально его увеличению. Иными словами, она рассматривается как неснижаемый минимум оборотных активов, необходимый предприятию для осуществления текущей операционной деятельности.

в) *сезонная (переменная) часть оборотных активов.* Она представляет

собой ту часть оборотных активов, которая варьируется под воздействием сезонных факторов, в частности, сбытовыми (пик продаж), снабженческими (закупка сырья) или финансовыми (рост дебиторской задолженности покупателей) причинами. Кроме того, временное привлечение ресурсов может потребоваться для выполнения крупных заказов, поступление которых ожидается в предстоящем периоде.

Таблице 4.1. Соответствие между источникам финансирования и объектами вложениями

Вид активов	Источники покрытия потребности в ресурсах
Внеоборотные активы	Источники из группы N1 Собственный капитал (СС), Долгосрочные заемные средства (ДЗС), Долгосрочные товарные кредиты (ДТК)
Постоянная часть оборотных активов	СС, ДТК, ДЗС, КТК – краткосрочные товарные кредиты, КЗС – краткосрочные заемные средства
Переменная часть оборотных активов	ДТК, ДЗС, КТК, КЗС, СС, а также источники из группы N3 - ВКЗ – внутренняя кредиторская задолженность.

Каждый вид деятельности генерирует потребность в различных видах активов, что приводит к следующему изменению ограничений задачи

$$w_1 \leq y_1 \leq W_1. \quad (4.17)$$

$$0 \leq X_i \leq M_i. \quad (4.18)$$

$$F(X_1, X_2, \dots, X_j,) \leq M, \quad (4.19)$$

$$\sum_i a_{ij} * X_i \leq A_j + z_j, \quad (4.20)$$

$$\sum_{l \in N} y_l \leq A_1 + z_1, \quad (4.21)$$

$$\sum_{l \in N_1 \cup N_2} y_l \leq A_1 + A_2 + z_1 + z_2, \quad (4.22)$$

$$\sum_{l \in N} y_l \geq \sum_{j=1}^3 A_j + \sum_{j=1}^3 z_j, \quad (4.24)$$

$$C_{autn} * \sum_I y_l - y_1 \leq CC, \quad (4.25)$$

$$\frac{\sum_i \pi_i * x_i - \sum_{l=2}^N v_l * y_l}{CC + y_1} \geq ROE_n. \quad (4.26)$$

Дополнительно ставятся ограничение на максимальную стоимость привлеченного капитала

$$\sum_1 p_1 * y_1 \leq P_n * \sum_1 y_1, \quad (4.27)$$

где A_j – стоимость актива j -го вида на начало периода; z_j – дополнительное привлечение активов j – го вида, a_{ij} – удельная потребность в актива типа j для осуществления i -ой деятельности.

В качестве критериев могут рассматриваться максимизация одного из следующих функционалов коэффициента покрытия.

$$\frac{\sum_{j=2}^3 A_j + z_j}{\sum_{l \in N_2 \cup N_3} y_l} \Rightarrow \max, \quad (4.28)$$

коэффициента долгосрочной ликвидности:

$$\frac{\sum_j A_j + z_j}{\sum_{l \in N \setminus l} y_l} \Rightarrow \max, \quad (4.29)$$

или коэффициента взвешенной текущей ликвидности:

$$\frac{\sum_{j=2}^3 \lambda_j * (A_j + z_j)}{\sum_{l \in N_2 \cup N_3} y_l} \Rightarrow \max, \quad (4.30)$$

где λ_j – коэффициент ликвидности постоянных и переменных оборотных активов.

Иногда выделяют три основных вида отношения менеджеров к финансовым рискам. При *консервативном* отношении к рискам менеджеры предприятия избирают политику, когда все внеоборотные активы и постоянная часть оборотных активов, а также часть переменных оборотных активов покрывается за счет собственного капитала и долгосрочных пассивов. Учитывая, что на современном этапе долгосрочные займы и ссуды предприятиям практически не предоставляются, избранная модель финансирования практически не реализуется.

При *умеренном* отношении к рискам менеджеры предприятия избирают политику, когда все внеоборотные активы, а также большая часть постоянных оборотных активов покрывается за счет собственного капитала и долгосрочных пассивов.

Наконец, при *агрессивном* отношении к рискам за счет собственных средств и долгосрочных пассивов покрываются внеоборотные активы и только небольшая часть постоянных оборотных активов.

6. *Формирование показателя целевой структуры пассивов.* Решение указанных выше задач позволяют сформировать оптимальную структуру капитала, которая может стать основой для выбора окончательного варианта структуры пассивов на плановый период. В процессе этого выбора обычно учитываются ранее рассмотренные факторы, характеризующие индивидуальные особенности деятельности данного предприятия.

Сформированная целевая структура пассивов является основой, в соответствии с которой в дальнейшем будет формироваться финансовый план, а также будет осуществляться реальное привлечение финансовых средств.

4.2. Управление собственным капиталом

4.2.1. Основные задачи политики формирования собственного капитала

Политика формирования собственного капитала представляет собой часть общей финансовой стратегии предприятия. Разработка этой политики осуществляется по следующим основным этапам:

1. *Анализ формирования собственного капитала в предшествующем периоде.* Первой задачей является сопоставление темпов прироста собственного капитала с темпами прироста активов и объемов выручки, а также коэффициента независимости.

Далее рассматриваются источники прироста собственного капитала: прибыль, результаты переоценок, рост курсовой стоимости акций, а также доходы, полученные от эмиссии акций и субсидиарные доходы. Оценивается стоимость привлечения собственного капитала за счет различных источников.

2. *Определение общей потребности в собственных средствах.* Эта потребность определяется по следующей формуле:

$$П_{сфр} = A * C_{aut} - CC_n + Пр, \quad (4.31)$$

где A – плановая величина активов предприятия; C_{aut} – планируемый коэффициент независимости; CC_n – сумма собственных средств на начало планируемого периода; $Пр$ – сумма прибыли, направляемой на дивиденды и потребление в плановом периоде.

Рассчитанная общая потребность охватывает необходимую сумму собственных финансовых ресурсов, формируемых как за счет прибыли, так и за счет эмиссии акций и субсидиарных доходов.

3. *Оценка стоимости привлечения собственного капитала из различных источников.* Такая оценка проводится в разрезе основных элементов собственного капитала, формируемого за счет внутренних и внешних источников. Результаты такой оценки служат основой разработки управленческих решений относительно выбора альтернативных источников формирования собственных финансовых ресурсов, обеспечивающих прирост собственного капитала предприятия.

4. *Обеспечение максимального объема привлечения собственных*

финансовых ресурсов за счет внутренних источников. До того, как обращаться к внешним источникам формирования собственного капитала, должны быть реализованы все возможности их формирования за счет внутренних источников. Так как основными планируемыми внутренними источниками формирования собственного капитала является сумма распределяемой прибыли, то в первую очередь следует оценить возможные ее размеры. При этом необходимо оценить размеры платежей осуществляемых за счет прибыли после налогообложения и амортизации, таких как погашение уже взятых краткосрочных кредитов, прогнозируемых штрафов и пени и т.д.

Метод ускоренной амортизации активной части основных фондов увеличивает размеры собственных финансовых ресурсов. Однако следует иметь в виду, что рост суммы амортизационных отчислений приводит к соответствующему уменьшению суммы прибыли после налогообложения, поэтому желательно, чтобы выполнялось равенство

$$РДС = РП + Ам = П_{сфр} + П_0, \quad (4.32)$$

где $П_0$ – обязательные платежи из распределяемой прибыли.

Однако, если это неравенство не соблюдается, то приходится прибегать к привлечению внешних источников формирования собственного капитала.

5. Оценка необходимости привлечения внешних источников формирования собственных финансовых ресурсов. Прежде всего, требуется проанализировать возможность покрытия потребности в росте собственного капитала за счет минимизации дивидендных платежей. При этом акционерам необходимо выбирать между двумя крайними возможностями:

а) пустить всю распределяемую прибыль на дивиденды и прибегнуть к привлечению внешних источников увеличения собственного капитала;

б) Полностью отказаться от получения дивидендов, но, увеличивая вероятность сохранения управления предприятием, так как дополнительная эмиссия долевых инструментов может привести к потере такой управляемости.

Поэтому акционерам вместе с менеджментом компании требуется принять решение, какой размер распределяемой прибыли они готовы не отправлять на дивиденды, чтобы уменьшить размер дополнительной эмиссии долевых инструментов.

б. Обеспечение необходимого объема привлечения собственных финансовых ресурсов из внешних источников.

Потребность в росте собственного капитала за счет внешних источников ($СР_{внеш}$) рассчитывается по следующей формуле:

$$СР_{внеш} = П_{сфр} - РДС + П_0, \quad (4.33)$$

Обеспечение удовлетворения потребности в собственных финансовых ресурсах за счет внешних источников планируется за счет привлечения дополнительного паевого капитала (владельцев или других инвесторов), дополнительной эмиссии акций или за счет других источников.

7. *Эффективность разработанной политики* формирования собственных финансовых ресурсов оценивается с помощью коэффициента самофинансирования, который рассчитывается как для прошлого, так и для будущего периодов.

Коэффициент самофинансирования развития предприятия рассчитывается по следующей формуле:

$$K_{\text{сф}} = \frac{\Delta \text{СС}}{\Delta \text{А}}, \quad (4.34)$$

где $K_{\text{сф}}$ – коэффициент самофинансирования; $\Delta \text{СС}$ – объем прироста собственного капитала; $\Delta \text{А}$ – прирост активов предприятия.

Успешная реализация разработанной политики формирования собственных финансовых ресурсов связана с решением следующих основных задач:

- проведением объективной оценки стоимости отдельных элементов собственного капитала;
- обеспечением максимизации формирования прибыли предприятия с учетом допустимого уровня финансового риска;
- формированием эффективной политики распределения прибыли (дивидендной политики) предприятия;
- формированием и эффективным осуществлением политики дополнительной эмиссии акций (эмиссионной политики) или привлечения дополнительного паевого капитала.

4.2.2. Оценка стоимости отдельных элементов собственного капитала

Оценка стоимости собственного капитала имеет ряд особенностей, основными из которых являются:

а) *необходимость постоянной корректировки балансовой суммы собственного капитала в процессе осуществления оценки.* Принципы такой корректировки рассмотрены ранее.

б) *оценка стоимости вновь привлекаемого собственного капитала носит вероятностный, а следовательно, в значительной мере условный характер.* Если привлечение заемного капитала основывается на определенных контрактных или иных фиксированных обязательствах предприятия, то привлечение основной суммы собственного капитала таких контрактных обязательств не содержит (за исключением эмиссии привилегированных акций) и могут быть скорректированы по результатам хозяйственной деятельности;

в) *суммы выплат собственникам капитала входят в состав налогооблагаемой прибыли, что увеличивает стоимость собственного капитала в сравнении с заемным*

г) *привлечение собственного капитала связано с более высоким уровнем*

риска инвесторов, что увеличивает дисконты при оценке стоимости капитала (см. часть 1) за счет рискованной составляющей. Это связано с тем, что претензии собственников (за исключением владельцев привилегированных акций) подлежат удовлетворению при банкротстве предприятия в последнюю очередь;

д) привлечение собственного капитала не связано, как правило, с возвратным денежным потоком по основной его сумме, что определяет большую безопасность использования собственного капитала с позиций обеспечения платежеспособности и финансовой устойчивости предприятия. Последнее стимулирует предприятие на привлечение дополнительных средств в собственный капитал, даже при условии высокой стоимости привлечения.

Базовыми элементами стоимости собственного капитала являются:

1. *Стоимость функционирующего собственного капитала* имеет наиболее надежный базис расчета в виде отчетных данных предприятия. В процессе такой оценки учитываются:

а) *средний размер собственного капитала в отчетном периоде по балансовой стоимости*. Этот показатель служит исходной базой корректировки суммы собственного капитала с учетом текущей рыночной его оценки. Расчет этого показателя осуществляется по методу средней хронологической за ряд внутригодовых отчетных периодов;

б) *средняя сумма используемого собственного капитала в текущей рыночной оценке*. Методика расчета этого показателя изложена ранее;

в) *сумма выплат собственникам капитала (в форме процентов, дивидендов и т.п.) за счет распределяемой прибыли предприятия*. Эти выплаты и представляют цену, которую предприятие платит за собственный капитал. В большинстве случаев эту цену определяют сами собственники, устанавливая размеры дивидендов на вложенный капитал в процессе распределения чистой прибыли.

Стоимость *функционирующего собственного капитала* (собственного капитала на начало периода) предприятия в отчетном периоде определяется по следующей формуле:

$$P_{\text{фо}} = \frac{D_c}{\overline{CC}}, \quad (4.35)$$

где $P_{\text{фо}}$ – стоимость функционирующего собственного капитала предприятия в отчетном периоде; D_c – сумма дивидендов, выплаченных собственникам предприятия за отчетный период; \overline{CC} – средняя сумма собственного капитала предприятия в отчетном периоде.

Управление стоимостью этого элемента собственного капитала определяется дивидендной политикой предприятия, основные принципы которой будут рассмотрены далее.

Плановая стоимость функционирующего собственного капитала в плановом периоде определяется по формуле:

$$P_{\text{фп}} = P_{\text{фо}} * (1 + g), \quad (4.36)$$

где $P_{\text{фп}}$ – стоимость функционирующего собственного капитала предприятия в плановом периоде; g – планируемый прирост дивидендных выплат на 1 рубль собственного капитала.

2. *Стоимость нераспределенной прибыли последнего отчетного периода* оценивается на основе будущих доходов собственников, так как нераспределенная прибыль представляет собой капитализированную часть дивидендов собственников. Так как собственники могли бы получить всю распределяемую прибыль в виде дивидендов и затем инвестировать их иначе, то стоимость прибыли оставленной в собственном капитале предприятия имеет ту же стоимость, что и выплаченная на дивиденды, т.е.

$$P_{\text{фпп}} = P_{\text{фп}} \cdot \quad (4.37)$$

Таким образом, стоимость функционирующего собственного капитала в плановом периоде и стоимость нераспределенной прибыли в этом же периоде равны, то при оценке средневзвешенной стоимости они могут рассматриваться как единый элемент с ценой капитала $P_{\text{фп}}$.

Нераспределенная прибыль используется, прежде всего, для инвестиций, что и определяет цели управления этой частью собственного капитала. В частности, вложения, осуществляемые предприятием должны давать рентабельность инвестиций не меньшую, чем стоимость нераспределенной прибыли.

3. *Стоимость дополнительно привлекаемого акционерного (паевого) капитала.* Стоимость привлечения зависит от того, какие акции эмитируются – привилегированные с фиксированным платежом, привилегированные с фиксированной долей прибыли на дивидендные платежи или обыкновенные акции.

Стоимость привлечения дополнительного капитала за счет эмиссии привилегированных акций с фиксированным платежом определяется:

- фиксированным размером платежей на номинал акции,
- размером отчислений по налогу на прибыль, так как дивиденды выплачиваются из прибыли после налогообложения;
- эмиссионными затратами по выпуску акций, в которые включаются расходы по подготовке проспекта эмиссии и ее регистрации, а также расходы на размещение выпущенных акций.
- возможным не совпадением номинальной и продажной стоимостью акций (эмиссионный доход)

С учетом этих факторов стоимость дополнительно привлекаемого собственного капитала за счет эмиссии привилегированных акций рассчитывается по формуле:

$$P_{\text{пр}} = \frac{r_{\text{пр}} * UK_{\text{пр}}}{UK_{\text{пр}} * (1 + (P_p - 1) * (1 - C_{\text{пп}})) - \text{ЭР}}, \quad (4.38)$$

где $P_{\text{пр}}$ – стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии привилегированных акций; P_p – превышение продажной стоимости акции над номинальной стоимостью акций; $r_{\text{пр}}$ – дивидендный процент на номинал

акции; $УК_{пр}$ – номинальная стоимость эмиссии привилегированных акций; $ЭР$ — затраты по эмиссии акций; $C_{нп}$ – ставка налога на прибыль.

В случае эмиссии привилегированных акций с фиксированной долей распределяемой прибыли на дивиденды их стоимость оценивается по формуле:

$$P_{пр} = \frac{s_{пр} * РП}{УК_{пр} * (1 + (P_p - 1) * (1 - C_{нп})) - ЭР}, \quad (4.39)$$

где $s_{пр}$ – доля распределяемой прибыли направляемой на дивиденды по привилегированным акциям; $РП$ – ожидаемая (плановая) распределяемая прибыль.

Стоимость привлечения дополнительного капитала за счет эмиссии обыкновенных акций требует учета таких факторов как:

а) номинальной стоимости дополнительной эмиссии обыкновенных акций ($УК_{за}$);

б) суммы дивидендов, выплаченных в отчетном периоде на обыкновенные акции ($Доа$);

в) планируемого темпа прироста выплат прибыли собственникам капитала в форме дивидендов (g);

г) планируемых расходов по эмиссии акций ($ЭР$);

д) получаемый эмиссионный доход за счет превышения стоимости продажной стоимости акций над номиналом ($ЭД$);

е) номинальной стоимости обыкновенных акций ($УКа$) до эмиссии.

Стоимость привлечения собственного капитала ($P_{оа}$) в виде обыкновенных акций определяется по формуле:

$$P_{оа} = \frac{Доа * (1 + g) / УКа * УК_{за}}{УК_{за} * (1 + (P_{ра} - 1) * (1 - C_{нп})) - ЭР}, \quad (4.40)$$

где $P_{ра}$ – превышение продажной стоимости обыкновенных акции над номинальной стоимостью акций

4.2.3. Дивидендная политика

Под *дивидендной политикой* понимают систему правил, определяющих распределение прибыли после налогообложения на потребляемую и капитализируемую части в зависимости от конкретных экономических условий, в которых функционирует предприятие. В качестве основной цели, достижение которой должна обеспечить дивидендная политика можно рассматривать максимизацию рыночной стоимости предприятия.

Существует несколько основных теоретических подходов к формированию дивидендной политики.

Первым из них является «теория предпочтительности дивидендов», предложенная М. Гордоном и Д. Линтнером. В соответствии с этим подходом каждая единица прибыли, выплаченная в форме дивидендов,

всегда стоит дороже, чем доход, отложенный на будущее. В соответствии с ней капитализация прибыли должна происходить только в той степени, в которой она обеспечивает рост дивидендов. В основе теории лежит представление, о том, что собственники оценивают дивиденды более высоко, чем реинвестированную прибыль, из-за фактора риска неполучения прибыли в будущих периодах.

Развитием этой теории стала «Сигнальная теория дивидендов». В ее основе лежит положение, что рыночная (курсовая) стоимость акций практически прямо зависит от размера выплачиваемых дивидендов. Выплата высоких дивидендов "сигнализирует" о том, что компания находится на подъеме и можно ожидать существенный рост прибыли в предстоящем периоде. Тем самым, при росте дивидендных выплат автоматически возрастает курсовая стоимость акций. Повышение рыночной стоимости может дать акционерам дополнительный доход при продаже акций.

Полной противоположностью предшествующим двум теоретическим подходам является «Теория минимизации дивидендов», которая постулирует, что рост стоимости акций определяется не реальными доходами, а их потенциальной величиной. Так как реинвестиции в капитал приводят к минимизации налоговых платежей и текущих выплат по привлечению средств, то эффективная дивидендная политика должна обеспечивать максимизацию капитализации прибыли, а, следовательно, и минимальный уровень дивидендов. Собственники могут получить доход не за счет дивидендов, а за счет продажи акций. Подобный подход отражает точку зрения крупных инвесторов и может не устраивать мелких акционеров, вкладывавших средства в компанию с целью получения дивидендных выплат. В результате, спрос на акции компании может снизиться, а их курс вместо того, чтобы вырасти, упадет.

Промежуточную позицию между «сигнальной теорией» и «теорией минимизации дивидендов» занимает "теория клиентуры". В соответствии с ней дивидендная политика строится исходя из менталитета большинства акционеров, в том числе и в области их ожидания дивидендов. Если основной состав акционеров составляют консервативно мыслящие акционеры, то они отдадут предпочтение текущему доходу и дивидендная политика должна строиться на максимизации этих выплат. Если среди акционеров преобладают стратегически мыслящие лица, то дивидендная политика должна исходить из преимущественной капитализации прибыли. Теория предполагает, что если состав акционеров первоначально был неоднородным, то та часть акционеров, которая будет не согласна реализуемой дивидендной политикой, продаст свои акции, в результате чего состав участников общества станет более однородным.

Практическое использование этих теорий позволило выработать 5 основных подходов к формированию дивидендной политики

1. Дивидендных выплат по остаточному принципу.
2. Стабильного размера дивидендов.
3. Гарантированного минимального уровня дивидендов.

4. Стабильной доли дивидендных выплат в прибыли.
5. Постоянного роста размера дивидендов.

Политика дивидендных выплат по остаточному принципу предполагает, что размер прибыли направляемой на дивиденды определяется только после того, как был сформирован инвестиционный портфель, в который вошли все проекты, имеющие рентабельность инвестиций выше, чем средневзвешенная стоимость привлечения средств в компанию. Такой подход обеспечивает высокий темп роста собственного капитала. Основным достоинством этой политики является рост финансовой устойчивости компании. Недостатки подобной политики заключаются в непрогнозируемости размеров дивидендных выплат, малой доходности акций. Такая дивидендная политика может использоваться на ранних стадиях жизненного цикла предприятия, имеющего достаточно большие перспективы роста.

При *политике стабильного размера дивидендов* величина выплат на акцию на протяжении относительно длительного периода остается неизменной. При высоких темпах инфляции размер дивидендов корректируется на индекс инфляции. Основным ее достоинством является полная предсказуемость дивидендных выплат, которые для акционеров начинают ассоциироваться с купонными платежами на облигации. Обычно акции эмитентов, проводящих такую политику, имеют стабильную курсовую стоимость на фондовом рынке. К ее недостаткам следует отнести то, что в периоды с низким размером получаемой прибыли инвестиционная деятельность компании может быть сведена к нулю, а в периоды с очень высоким размером прибыли могут осуществляться инвестиции в абсолютно неэффективные проекты. Для того чтобы избежать негативных последствий, возникающих при плохой конъюнктуре, размер дивидендных выплат устанавливается на относительно низком уровне. Подобная политика может реализовываться компаниями, достигшими уже значительного развития, оперирующими на стабильных рынках.

Политика с гарантированным минимальным уровнем дивидендов предполагает выплату дивидендов как минимум на предусмотренном уровне, а при получении высокой прибыли к нему добавляется "экстра-дивиденд". Подобная политика позволяет теснее увязать финансовые результаты деятельности предприятия с размером выплачиваемых дивидендов. Ее достоинством является также возможность влиять на курсовую стоимость акций в периоды благоприятной хозяйственной конъюнктуры. Недостатки этой политики начинают проявляться при продолжительном периоде выплат дивидендов на минимальном уровне. В этот период инвестиционная привлекательность компании снижается и соответственно падает курсовая стоимость акций. Обычно считается, что подобная политика является наиболее рациональной для большинства предприятий. Такая дивидендная политика может быть рекомендована компаниями с высокой нестабильностью размера прибыли или постоянно изменяющимися перспективами развития.

Политика стабильной доли дивидендных выплат в прибыли

предусматривает установление долгосрочного постоянного коэффициента дивидендных выплат в распределяемой прибыли. Достоинством этой политики является прямая связь дивидендов с размером получаемой прибыли и значит прозрачность для рыночной оценки. Основным ее недостатком является нестабильность размеров дивидендных выплат, а также курсовой стоимости акций. Кроме того, резкое изменение дивидендных выплат "сигнализирует" о высоком уровне риска операционной деятельности данной компании, что приводит к дополнительному снижению курсовой стоимости акций. Подобную политику могут позволить себе осуществлять только зрелые компании со стабильной прибылью.

Политика постоянного роста размера дивидендов предполагает стабильное увеличение дивидендов на акцию в течение продолжительного периода. Подобная политика предназначена для повышения курсовой стоимости акций. При осуществлении такой политики, как правило, устанавливается фиксированный годовой процент прироста дивидендов. Достоинством такой политики является то, что она формирует положительное представление о перспективах роста компании у потенциальных инвесторов. Стоимость акций у таких компаний быстро растет, а при дополнительной эмиссии они могут легко ее разместить. Недостатки прямо вытекают из преимуществ, так как эта политика оказывается негибкой, ведет к росту финансовой зависимости при неблагоприятной конъюнктуре, а также увеличивает вероятность банкротства. Поэтому осуществление такой дивидендной политики могут позволить себе лишь реально быстрорастущие компании. .

Выбор конкретной дивидендной политики акционерным обществом осуществляется на основе учета пяти групп факторов:

1. *Факторы, характеризующие инвестиционные потребности предприятия*, к которым относятся:

- а) стадия жизненного цикла компании;
- б) необходимость интенсивного инвестирования в силу конъюнктурных особенностей рынка. Например, необходимость значительных инвестиций при быстром росте рынка или изменении требований к качеству продукции.
- в) наличие реальных инвестиционных проектов с высоким уровнем эффективности.

2. *Факторы, определяющие возможности привлечения внешних финансовых ресурсов*, а также их стоимость. К их числу можно отнести возможность размещения дополнительной эмиссии, привлечения дополнительного заемного капитала, а также их стоимости для компании. Должен учитываться и уровень платежеспособности предприятия, а также наличие неотложных платежей по ранее полученным кредитам

3. *Факторы, связанные с объективными экономическими ограничениями*, к которым относятся система налогообложения, достигнутый уровень рентабельности капитала, а также соотношение между собственным капиталом и заемными средствами.

4. *Факторы состояния рынка*, к которым относятся:

- стадия цикла товарного рынка, на котором действует компания;

- уровень дивидендных выплат у конкурентов;

5. *Факторы, определяющие возможность утраты контроля над компанией* или ее недружеского поглощения. Они могут возникнуть в результате скупки акций конкурентами, а также банкротства фирмы

На основе анализа перечисленных факторов обычно формируют долгосрочную дивидендную политику, а также текущую дивидендную политику, которая определяет не только общие принципы распределения прибыли, но и конкретный *механизм распределения прибыли*, под которым понимают определенную последовательность действий по определению дивидендных платежей в текущем (плановом) периоде.

В качестве подобного механизма можно рассмотреть следующую последовательность действий:

1. *Формирование "дивидендный коридора"*, под которым понимают распределяемую прибыль за вычетом отчислений в резервный капитал и другие фонды, создание которых может быть предусмотрено уставом компании.
2. *Распределение прибыли в рамках дивидендного коридора на: капитализируемую*, используемую для премирования персонала и направляемую на дивиденды. Это распределение происходит в соответствии с той дивидендной политикой, которую выбрала компания.
3. *Распределение дивидендных платежей по видам акций*. Сначала определяются средства, направляемые на выплаты по привилегированным акциям (ФДпр). В зависимости от типов этих акций размер этих выплат определяется по формулам

$$\begin{aligned} \mathbf{ФД}_{\text{пр}} &= \mathbf{УК}_{\text{пр}} * \mathbf{r}_{\text{пр}}, \text{ или} \\ \mathbf{ФД}_{\text{пр}} &= \mathbf{РП} * \mathbf{s}_{\text{пр}} \end{aligned} \quad (4.41)$$

где $\mathbf{r}_{\text{пр}}$ – дивидендный процент на номинал привилегированной акции; $\mathbf{УК}_{\text{пр}}$ – номинальная стоимость эмиссии привилегированных акций; $\mathbf{s}_{\text{пр}}$ – доля распределяемой прибыли направляемой на дивиденды по привилегированным акциям; $\mathbf{РП}$ – распределяемая прибыль

Размер дивидендов на обыкновенную акцию ($\mathbf{Д}_{\text{па}}$) определяется по формуле:

$$\mathbf{Д}_{\text{па}} = \frac{\mathbf{ФД} - \mathbf{ФД}_{\text{пр}}}{\mathbf{К}_{\text{ао}}} \quad (4.42)$$

где $\mathbf{ФД}$ – общий фонд дивидендных выплат, сформированный в соответствии с дивидендной политикой; $\mathbf{К}_{\text{ао}}$ – количество обыкновенных акций, в уставном капитале компании.

Выплата дивидендов обычно осуществляется деньгами, но иногда используются и такие виды выплат как:

- *выплата дивидендов акциями*, которая предусматривает обязательное предоставление акционерам вновь эмитированные акции на сумму дивидендных выплат;
- *индивидуальное реинвестирование в акции*, которая дает акционерам право индивидуального выбора – получить ли дивиденды наличными, или в дополнительных акциях.

Для оценки эффективности дивидендной политики акционерного общества используют следующие показатели:

а) *коэффициент дивидендных выплат* ($K_{дв}$). Он рассчитывается по формулам:

$$K_{дв} = \frac{\Phi Д}{РП} \quad (4.43)$$

б) *доходности акций* ($Y_{ц/д}$). Она определяется по формуле:

$$Y_{ц/д} = \frac{D_a}{P_a} - 1 \quad (4.44)$$

где P_a – рыночная цена одной акции; D_a – сумма дивидендов, выплаченных на одну акцию.

При оценке эффективности дивидендной политики могут быть использованы также показатели динамики рыночной стоимости акций.

4.2.4. Эмиссионная политика

Под *эмиссионной политикой предприятия* понимают основные принципы и способы, привлечения финансовых ресурсов, используемые предприятием за счет выпуска и размещения на фондовом рынке ценных бумаг. В настоящем разделе рассматриваются вопросы эмиссии только акций, а выпуск облигаций и других долговых ценных бумаг будут рассмотрены далее. В контекст эмиссионной политики не включаются организационные аспекты выпуска ценных бумаг, такие как подготовка и публикации эмиссионного проспекта, регистрация выпуска и т.д.

Основной целью эмиссионной политики является привлечение на фондовом рынке необходимого объема собственных финансовых средств в минимально возможные сроки за счет выпуска и размещения собственных акций.

Разработка эффективной эмиссионной политики предприятия охватывает следующие этапы:

1. Исследование возможностей эффективного размещения предполагаемой эмиссии акций. Для этого требуется провести анализа конъюнктуры фондового рынка и оценить инвестиционную привлекательность собственных акций.

Анализ конъюнктуры фондового рынка включает такие характеристики как динамика курса акций, объемов продаж акций, в том числе новых долевых инструментов, волатильности рынка. Оценка инвестиционной

привлекательности акций проводится с учетом перспектив развития отрасли, конкурентоспособности предприятия, уровня его известности, а также финансового состояния. Результатом проведения такого анализа является оценка реакции фондового рынка на появление новой эмиссии, которая включает:

- определение возможности полного размещения новой эмиссии;
- оценку влияния появления акций новой эмиссии на стоимость уже котируемых акций компании;
- предложения по ценам размещения акций новой эмиссии.

2. Определение объемов эмиссии. Выходя на открытый рынок предприятие должно достаточно точно определить размеры эмиссии. Она должна покрывать не текущий финансовый разрыв, а обеспечивать привлечение средств для решения весомых стратегических задач развития предприятия. Обычно выходя на размещение дополнительной эмиссии, компания предполагает решить следующие задачи:

а) нахождение ресурсов для реализации долгосрочной инвестиционной программы (например, отраслевой или региональной диверсификацией производственной деятельности, создание новых производств с большим объемом выпуска продукции и т.п.);

б) необходимость существенного улучшения структуры пассивов, прежде всего повышения доли собственного капитала. Обеспечение за счет этого роста кредитоспособности и снижение за счет этого стоимости привлечения заемного капитала;

в) привлечение средств для поглощения других предприятий, в том числе и приватизируемых.

При определении объема эмиссии необходимо исходить из оценки разницы между потребностями в собственных финансовых ресурсах (см. ранее) и возможностями ее покрытия за счет внутренних собственных финансовых ресурсов.

Следует также учитывать, что расширив собственный капитал, предприятие имеет возможность соответственно увеличить объем привлекаемых заемных средств, а следовательно и повысить рентабельность собственного капитала.

3. Определение видов, номинала и количества эмитируемых акций.

Прежде всего, следует определить структуру эмиссии, долю в ней обыкновенных и привилегированных акций. Привилегированные акции целесообразно выпускать в том случае, если в будущем предполагается снизить удельные расходы распределяемой прибыли на выплату дивидендов по привилегированным акциям, либо в случае опасения потери контроля над предприятием. Если их выпуск признан целесообразным, то следует иметь в виду, что в соответствии с действующим законодательством доля привилегированных акций не может превышать 10% общего объема эмиссии.

Номинал акций определяется с учетом основных категорий предполагаемых покупателей (чем больше номинал акций, тем сложнее их разместить). Если стоимость уже обращающихся акций велика, то лучше *раздробить акции* перед началом новой эмиссии. Количество эмитируемых

акций определяется делением объема эмиссии на номинал одной акции.

4. Оценка стоимости привлекаемого акционерного капитала. Расчет этой величины рассмотрен ранее. Расчетная стоимость привлекаемого капитала сопоставляется с фактической средневзвешенной стоимостью пассивов и средним уровнем ставки процента на рынке заемного капитала. Лишь после этого должно приниматься окончательное решение об осуществлении эмиссии акций.

5. Определение эффективных форм андеррайтинга. Для того, чтобы быстро и эффективно провести открытое размещение эмитируемого объема акций, необходимо определить состав *андеррайтеров*, которые будут заниматься непосредственно размещением акций на открытом рынке. С ними требуется согласовать цены размещения акций и размер комиссионного вознаграждения, сформировать правила поступления финансовых средств, поступивших от продажи акций. При определении цены размещения требуется учитывать уже сложившуюся курсовую стоимость акций и обеспечить поддержку их ликвидности.

4.2.5. Заключительные замечания

На основе предшествующего рассмотрения можно выделить следующие положительные особенности собственного капитала:

- простота привлечения, так как решения, связанные с увеличением собственного капитала (особенно за счет внутренних источников его формирования) принимаются собственниками и менеджерами предприятия без необходимости получения согласия других хозяйствующих субъектов.
- высокая способность генерирования прибыли во всех сферах деятельности, т.к. при его использовании не требуется уплата ссудного процента во всех его формах.
- обеспечение финансовой устойчивости развития предприятия, его платежеспособности в долгосрочном периоде, а соответственно и снижением риска банкротства.

Вместе с тем, ему присущи следующие недостатки:

- ограниченность объема привлечения, а, следовательно, и возможностей существенного расширения операционной и инвестиционной деятельности предприятия в периоды благоприятной конъюнктуры рынка на отдельных этапах его жизненного цикла.
- высокая стоимость в сравнении с альтернативными заемными источниками формирования капитала.

Таким образом, предприятие, использующее только собственный капитал, имеет наивысшую финансовую устойчивость (его коэффициент независимости равен единице), но ограничивает темпы своего развития (т.к. не может обеспечить формирование необходимого дополнительного объема активов в периоды благоприятной конъюнктуры рынка) и не полностью использует финансовые возможности прироста прибыли на вложенный собственный капитал.

4.3. Управление заемным капиталом

4.3.1. Формирование политика привлечения заемных средств

Эффективная финансовая деятельность предприятия предполагает постоянное привлечение заемных средств, для расширения объемов хозяйственной деятельности предприятия. В рамках заемного капитала выделяют различные элементы, которые дифференцируются по большому числу классификационных оснований (см. рис. 4.10). Чаще всего используется деление заемного капитала на долгосрочный и краткосрочный.



Рис. 3.10. Классификация заемных источников финансирования.

Процесс формирования политики привлечения предприятием заемных средств включает следующие основные этапы:

1. Анализ привлечения и использования заемных средств в предшествующем периоде. Целью такого анализа является выявление объема, состава и форм привлечения заемных средств предприятием, а также оценка эффективности их использования.

Прежде всего, изучается динамика общего объема привлечения заемных средств, а также изменение их доли в общем объеме привлеченных денежных средств; исследуется их влияние на объемы операционной и инвестиционной деятельности, а также прибыли предприятия. В дальнейшем проводится исследование их динамики в поэлементном разрезе. *Для оценки выгодности привлечения средств из различных источников проводится анализа состава кредиторов предприятия и условий предоставления ими различных форм заемных средств.*

Еще одной задачей анализа является сопоставление срочности привлечения заемных средств и их соответствие целям использования для приобретения оборотных и внеоборотных активов.

Наконец, изучается эффективность использования заемных средств в целом и отдельных их форм на предприятии. В этих целях используются показатели оборачиваемости и рентабельности заемного капитала, рассмотренные ранее.

Результаты проведенного анализа служат основой оценки целесообразности использования различных форм и объемов заемных средств.

2. Определение предельного объема привлечения заемных средств. Максимальный объем этого привлечения диктуется двумя основными условиями:

а) *обеспечением достаточной финансовой устойчивости предприятия.* Она должна оцениваться не только с позиций самого предприятия, но и с позиций возможных его кредиторов (см раздел 2.7).

б) *предельным эффектом финансового рычага.* Собственный капитал предстоящего этапа известен, то в качестве предела привлечения можно рассматривать такой объем заемных средств, который обеспечивает максимизацию эффекта финансового рычага (см. раздел 4.1.2).

С учетом этих требований предприятие устанавливает лимит использования заемных средств в своей хозяйственной деятельности.

3. Определение целей привлечения заемных средств в предстоящем периоде. В соответствии с целями развития определяются задачи привлечения заемных средств, в том числе:

а) формирование недостающего объема для инвестиции во внеоборотные активы

б) пополнение постоянной части оборотных активов;

в) обеспечение формирования переменной части оборотных активов;

г) другие временные нужды.

4. Оценка стоимости привлечения заемного капитала из различных источников. Такая оценка проводится в разрезе различных форм заемного капитала, на основе описанных ниже методов.

5. Определение соотношения объема заемных средств, привлекаемых на кратко- и долгосрочной основе. Расчет потребности в объемах кратко- и долгосрочных заемных средств основывается на целях их использования в предстоящем периоде (см. раздел 4.1.2).

6. Определение форм привлечения заемных средств.

7. Определение состава основных кредиторов.

8. Формирование эффективных условий привлечения кредитов. К числу важнейших из этих условий относятся:

а) срок предоставления кредита – оптимальным считается срок привлечения кредита, в течение которого реализуется цель его привлечения;

б) ставка процента по привлекаемым средствами, под которой понимают процентную ставку (для кредитов), учетную ставку (для векселей и бескупонных облигаций), купонную ставку (по купонным облигациям) Ставка привлечения может быть фиксированной или гибкой (см. часть 1). *Размер ставки процента* является определяющим условием при оценке его стоимости;

в) условия выплаты суммы процента - характеризуются порядком выплаты его суммы. В случае краткосрочных заимствований используются 3 основных варианта: выплата всей суммы процента в момент получения кредита; выплата процента равными частями; выплата всей суммы процентов в момент возврата основной суммы долга. Схемы начисления процентов при долгосрочном кредитовании рассмотрены в 4.7 части 1);

г) условия выплаты основной суммы долга характеризуются предусматриваемыми периодами его возврата (схемы погашения см. части 4 и 5 части 1);

д) прочие условия, связанные с получением займа, такие как страхование кредита, выплаты комиссионных вознаграждений, а также обслуживание ссудных и иных счетов.

9. Обеспечение эффективного использования кредитов.

Критерием такой эффективности выступают показатели оборачиваемости и экономически добавленной стоимости.

10. Обеспечение своевременных расчетов по полученным кредитам.

Для обеспечения платежей по обслуживанию кредитов необходимо создавать специальный платежный календарь и формировать накопления в виде краткосрочных финансовых вложений, а также денежных средств. Формирование денежных средств на счетах должны контролироваться в процессе мониторинга текущей финансовой деятельности

4.3.2. Оценка стоимости привлечения заемных средств

Оценка стоимости заемного капитала строится на таком базовом показателе как стоимость обслуживания долга, которая выражается в форме процента за кредит, купонной ставки по облигации и т.п. Этот показатель обычно прямо оговорен условиями кредитного договора, проспектом эмиссии облигации или в других документах определяющих выпуск предприятием долговых обязательств. Так как выплаты по обслуживанию долга в основном относятся на в состав себестоимости продукции, то они вычитаются из налогооблагаемой базы предприятия, а соответственно на ставку налога на прибыль снижается фактическая стоимость заемного капитала. Оценка стоимости заемного капитала имеет определенные особенности для различных видов долговых инструментов.

Стоимость банковского кредита, определяется на основе ставки процента за кредит, которая формирует основные затраты по его обслуживанию. Эта ставка требует нескольких уточнений, во-первых, включения в нее дополнительных расходов по обслуживанию кредита (страхования заложенного имущества и т.д.), и, во-вторых, уменьшена на ставку налога на прибыль, в третьих, должна быть отражена реально получаемая сумма заемных средств за вычетом фиксированных платежей, которые предприятие должно выплатить сразу же после получения кредита (выплаты комиссионных вознаграждений, проведения обязательного аудита и т.п.), в-четвертых, наличие обремененного периода может привести к снижению ставки процента.

С учетом этих положений стоимость заемного капитала в форме банковского кредита оценивается по следующей формуле:

$$P_6 = r_6 * (1 - C_{\text{нп}}) * \frac{L}{L - OP_6} \quad (4.45)$$

где P_6 – стоимость заемного капитала, привлекаемого в форме банковского кредита, r_6 – ставка процента за банковский кредит; $C_{\text{нп}}$ – ставка налога на прибыль; OP_6 – фиксированные платежи связанные с привлечением банковского кредита в размере L .

Если размер дополнительных затрат не значителен (как например при кредитах овердрафт), то может использоваться просто процентная ставка по кредиту.

При взятии валютных кредитов необходимо учитывать поправки на изменение валютных курсов национальной валюты и валюты кредита (см раздел 4.9 части 1). Введение подобных поправок может сделать стоимость привлечения кредита отрицательной.

Управление стоимостью банковского кредита сводится к поиску таких банковских учреждений, которые были бы готовы выдать его на наиболее выгодных условиях (с учетом всех корректировок). В этих целях используется специальный показатель — "*грант-элемент*", позволяющий сравнивать стоимость привлечения финансового кредита на условиях отдельных коммерческих банков.

$$ГЭ = 1 - \frac{\sum_{t=1}^T I_t + B_t}{L * (1 + r)^t} \quad (4.46)$$

где $ГЭ$ – показатель грант-элемента, характеризующий размер отклонений стоимости конкретного финансового кредита на условиях, предложенных коммерческим банком, I_t – сумма уплачиваемого процента в интервале t кредитного периода; B_t – сумма возврата основного долга и дополнительных платежей в интервале t кредитного периода; L – общая сумма банковского кредита, привлекаемого предприятием; r – средняя ставка процента за кредит за 1 интервал, сложившаяся на финансовом рынке по аналогичным кредитным инструментам; T – общая продолжительность кредитного периода, выраженная числом входящих в него интервалов t .

Чем меньше значение грант-элемента, тем выгоднее условия привлечение кредита.

Стоимость финансового лизинга основывается на размере лизинговых платежей. При этом следует учитывать, что лизинговый платеж включает две составляющие (см. раздел 4.8 части 1):

- возврат основной ссуды;
- проценты по непогашенной части ссуды.

С учетом этой особенностей стоимость финансового лизинга оценивается по следующей формуле:

$$P_{л} = (ЛС - A_{л}) * \frac{1 - C_{нп}}{(L - LZ) * (1 - OP_{фл})}. \quad (4.47)$$

где $P_{л}$ – стоимость заемного капитала, привлекаемого на условиях финансового лизинга, $ЛС$ – годовые лизинговые платежи (включая платежи на страхование лизингового имущества); $A_{л}$ – годовая амортизации актива, приобретенного на условиях финансового лизинга, начисленная исходя из сроков полезного использования; $C_{нп}$ – ставка налога на прибыль; L – стоимость актива; LZ – величина первого взноса по лизингу; $OP_{фл}$ – уровень расходов по заключению договора финансового лизинга.

При управлении финансовым лизингом желательно соблюдать следующие принципы:

- стоимость финансового лизинга не должна превышать стоимости банковского кредита, предоставляемого на аналогичный период (так как при покупке актива на основе кредита оно получает его в собственность, а при лизинге только во временное владение);
- лизингодатель должен быть определен на основе критерия минимальной стоимости лизинга.

Стоимость привлечения средств при выпуске корпоративных купонных облигаций, оценивается на базе ставки купонного процента по ней, формирующей сумму периодических купонных выплат.

$$P_{к} = r_{к} * (1 - C_{нп}) * \frac{L}{L - OP_{о}}, \quad (4.48)$$

где $P_{к}$ – стоимость заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии купонных облигаций; $r_{к}$ – ставка купонного процента по облигации; $OP_{о}$ – уровень эмиссионных затрат при выпуске облигаций в размере L .

Для бескупонных облигаций базой оценки выступает общая сумма дисконта по ней, выплачиваемая при погашении.

$$P_{д} = (P_{дн} - P_{г}) * (1 - C_{нп}) * \frac{K_{о}}{K_{о} * P_{г} - OP_{о}} * \frac{1}{\tau}, \quad (4.48)$$

где $P_{д}$ – стоимость заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии бескупонной облигаций, $P_{г}$ – продажная стоимость облигации; $P_{дн}$ – номинал облигации, подлежащей погашению; $OP_{о}$ – эмиссионные затраты на выпуск бескупонных облигаций; $K_{о}$ – число эмитированных бескупонных облигаций; τ – период, на который выпущены бескупонные облигации.

Управление привлечением заемного капитала в форме облигаций сводится к разработке эмиссионной политики, обеспечивающей полную реализацию эмитируемых облигаций на условиях не хуже среднерыночных.

В качестве основных моментов, на которые необходимо обращать внимание при разработке эмиссионной политики при выпуске облигаций рассматриваются:

- а) номинал облигации – он определяется с учетом основных категорий предполагаемых покупателей;
- б) вид облигации – (купонные или бескупонные);
- в) период обращения облигации;
- г) среднегодовой уровень доходности облигации, при определении которого учитывается – средняя эффективная ставка процента по аналогичным кредитным инструментам, средний уровень доходности базовых облигаций аналогичного вида, кредитный рейтинг предприятия; прогнозируемый темп инфляции, уровень спроса и ликвидности аналогичных долговых ценных бумаг на фондовом рынке;
- д) порядок выплаты процентного дохода;
- е) порядок погашения облигации;
- ж) возможность и условия досрочного выкупа облигаций;
- з) разнообразные льготы;
- и) порядок замещения облигации при утере или утрате.

Все эти условия должны быть отражены в эмиссионном проспекте.

Важным элементом эмиссионной политики по размещению облигаций является выбор андеррайтеров, которым предприятие передает облигации для размещения займа.

4.3.3. Заключительные замечания

Заемный капитал характеризуется следующими положительными особенностями:

- достаточно широкими возможностями привлечения, особенно при высоком кредитном рейтинге предприятия, наличии залога или гарантии поручителя;
- обеспечением роста финансового потенциала предприятия при необходимости существенного расширения его активов и возрастания темпов роста объема его хозяйственной деятельности;
- более низкой стоимостью по сравнению с собственным капиталом, за счет включения процентов по заемным средствам в себестоимость;
- способностью повышать рентабельности собственного капитала;

В то же время использование заемного капитала имеет следующие недостатки:

- при использовании этого капитала возникают наиболее опасные финансовые риски – снижения финансовой устойчивости и потери платежеспособности. Уровень этих рисков возрастает пропорционально росту удельного веса использования заемного капитала;
- активы, сформированные за счет заемного капитала, имеют меньшую норму чистой прибыли, из-за необходимости выплаты ссудного процента;

- высокая зависимость стоимости заемного капитала от колебаний конъюнктуры финансового рынка. В частности, применение фиксированных ставок может сделать невыгодным ранее взятые долгосрочные кредиты, а гибкая ставка может сделать невыполнимым исполнение кредитных обязательств при росте показателя – индикатора.

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

Таким образом, предприятие, использующее заемный капитал, имеет более высокий финансовый потенциал своего развития и возможности прироста рентабельности, однако в большей мере подвержено финансовым рискам и угрозе банкротства.

4.4. Управление товарными кредитами

Товарный кредит (кредиторская задолженность за поставленные товары или услуги) – это скрытая форма кредитования в форме отсрочки платежа за поставленные предприятию сырье, материалы или товары. Он имеет ряд преимуществ по сравнению с другими источниками формирования привлеченных средств, которые заключаются в следующем:

1. Товарный кредит является наиболее легко получаемыми средствами для получения товарно-материальных ценностей.
2. Позволяет сглаживать сезонные колебания в потребности в привлечение средств.
3. Предоставляя товарный кредит, поставщики увеличивают объем реализации своей продукции.
4. Обычно товарный кредит имеет очень низкую стоимость.
5. Получение товарного кредита не требует сложных процедур для его получения.

Вместе с тем, как инструмент заимствования товарный кредит имеет и определенные недостатки, основным из которых является его заведомая краткосрочность.

Имеются многочисленные виды товарного кредита. Наиболее часто встречается *Товарный кредит с отсрочкой платежа по условиям контракта*, при котором заранее оговаривается период, через который поставщик получит оплату за поставленные товары и услуги. Особым его видом является *товарный кредит по открытому счету*, который используется в отношениях между постоянными партнерами при многократных поставках продукции. Его отличительной чертой является точного указания того вида продукции, которая отпускается в кредит. Ограничивается только сумма отпускаемых в кредит товаров.

Еще одной широко распространенной формой товарного кредита

является поставка товара на реализацию или так называемый *товарный кредит в форме консигнации*. При этом виде товарного кредита поставщик (консигнант) поставляет товар торговому предприятию с поручением реализовать его. Оплата товара консигнанту происходит только после продажи товара. Эта операция может не отражаться в пассивах баланса, так как товар до момента его продажи принадлежит поставщику.

В 90-е годы в России был широко распространен *кредит с оформлением задолженности коммерческими ценными бумагами*. Наиболее часто используемой при товарном кредитовании ценной бумагой является *вексель*, однако в странах с развитой рыночной экономикой активно используются ценные бумаги, аналогичные купонным облигациям.

Фактически вариантом долгосрочного товарного кредита является *прямой лизинг*, когда основные средства поставляются потребителю их непосредственным производителем. Особой формой такого лизинга является так называемый *компенсационный лизинг*, при котором предприятие-покупатель поставляет лизингодателю, в счет платежа свою продукцию.

Привлекая товарный кредит, предприятие стремится максимально снизить затраты на привлечение финансовых средств. Политика привлечения товарного кредита представляет собой часть общей финансовой политики предприятия и предполагает разработку определенных принципов ее реализации. К ним относятся выбор основных форм привлечения товарного кредита, предельно допустимые сроки отсрочки платежа за поставленные товары и услуги и т.д. Они формируются с учетом сложившейся структуры и периодичности закупок; длительности связей с партнерами и ряда других условий. При разработке финансовой политики необходимо рассмотреть возможности расширения кредитных отношений с постоянными партнерами и по привлечению новых партнеров, а также по удлинению сроков использования товарного кредита.

При прогнозировании для оценки размеров товарного кредита используется показатель времени оборота кредиторской задолженности по товарам и услугам. Динамика этого показателя за ряд предшествующих периодов и его корректировка с учетом изменения принципов привлечения товарного кредита позволяют определить средний период его использования.

Задачей финансового менеджмента является минимизация стоимости привлечения товарных кредитов. Оценка стоимости товарного кредита различается в зависимости от его форм.

Внешне получение товарного кредита в виде отсрочки платежа или по открытому счету выглядит как бесплатная услуга, предоставляемая поставщиком. Однако поставщик обычно включают в стоимость такого кредита наценку на цену продукции, при осуществлении наличного платежа за нее. Кроме того, необходимо учитывать ожидаемый поставщиком срок платежа. Таким образом, стоимость товарного кредита, предоставляемого в форме краткосрочной отсрочки платежа можно оценить, используя следующую формулу:

$$P_k = \frac{C_k - C_c}{C_c} * \frac{1 - C_{\text{нп}}}{\tau}, \quad (4.49)$$

где P_k – стоимость товарного (коммерческого) кредита, предоставляемого на условиях краткосрочной отсрочки платежа; C_k – стоимость товара по договору с отсрочкой платежа; C_c – стоимость товара при осуществлении наличного платежа за продукцию, τ – период, на который предоставлена отсрочки платежа за продукцию, измеренный в годах.

Так как стоимость привлечения этого вида финансовых ресурсов носит скрытый характер, то по каждому предоставляемому товарному кредиту необходимо проводить оценку его скрытой стоимости и сравнивать ее со ставками по банковским кредитам. Практика показывает, что во многих случаях оказывается, что ставка по банковским кредитам оказывается ниже стоимости товарного кредита.

В случае, если товарный кредит оформлен в виде векселя, то оценка его стоимости оказывается схожей с расчетом стоимости привлечения средств в форме бескупонных облигаций:

$$P_v = (P_n - C_c) * \frac{1 - C_{\text{нп}}}{C_c} * \frac{1}{\tau}, \quad (4.50)$$

где P_v – стоимость товарного кредита с оформлением векселем; P_n – номинальная стоимость векселя; C_c – стоимость поставленных товаров при осуществлении наличного платежа за продукцию.

Также как и в предыдущем случае необходимо сопоставлять стоимость товарного кредита с банковской процентной ставкой

Величина накидок имеет значительную корреляцию с уровнем кредитоспособности предприятия, оцениваемым поставщиком. Чем выше уровень платежеспособности предприятия, по мнению поставщика, тем ниже величина накидок.

Минимизируя стоимость привлечения товарного кредита, следует руководствоваться следующим критерием – ни по одному товарному кредиту стоимость привлечения не должна превышать уровень ставки процента за краткосрочный банковский кредит.

Критерием эффективности использования товарного кредита является разница между временем оборота кредиторской задолженности за товары и услуги и временем оборота запасов сырья и материалов. Чем выше положительное значение этой разницы, тем эффективней предприятие использует товарный кредит. В случае если разница оказывается отрицательной, то необходимо либо увеличивать средний период товарного кредитования либо сокращать размер запасов.

Если запасы обращаются быстрее, чем кредиторская задолженность за товары и услуги, то финансовых проблем по обеспечению расчетов по товарным кредитам обычно не возникает. В противном случае для расчетов должны быть привлечены дополнительные источники поступления денежных средств. Расчеты по крупным товарным кредитам включаются в

платежный календарь и контролируются в процессе мониторинга текущей финансовой деятельности.

В процессе привлечения товарного кредита следует стараться избежать внефинансовых форм воздействия со стороны поставщиков (навязывание ненужного ассортимента товаров, поставки продукции низкого качества, требования прекращения отношений с конкурентами продавца и т.п.).

4.5. Управление внутренней кредиторской задолженностью

К внутренней кредиторской задолженности предприятия относятся задолженности:

- по оплате труда;
- по отчислениям в государственные внебюджетные фонды;
- по налогам и сборам в бюджеты различных уровней;
- по перечислению взносов на страхование имущества предприятия и личное страхование персонала;
- другие аналогичные виды задолженности.

Внутренняя кредиторская задолженность формируется практически ежедневно при начислении средств на оплату по этим счетам в ходе осуществления текущих хозяйственных операций. С момента начисления средства, относимые к внутренней кредиторской задолженности, уже не являются собственностью предприятия, а лишь используются им до наступления срока погашения обязательств. Осуществление платежей по этим счетам происходит в установленные законодательством или внутренним регламентом сроки. Срок кредитования колеблется в диапазоне от одной недели до одного квартала.

Внутренняя кредиторская задолженность характеризуется следующими свойствами:

1. Внутренняя кредиторская задолженность является для предприятия практически бесплатным источником привлекаемых финансовых средств.
2. Время оборота внутренней кредиторской задолженности оказывает влияние на продолжительность финансового цикла предприятия и в определенной степени сокращает размер привлечения средств из других источников для финансирования оборотных активов.
3. Размер внутренней кредиторской задолженности является слабо регулируемым источником финансовых средств, так как периодичность выплат в основном регулируется государственными нормативно-правовыми актами, а не внутренними актами или хозяйственными договорами.

Основной задачей предприятия является обеспечение своевременного начисления и выплаты средств, по всем составляющим внутренней кредиторской задолженности. Для этого в первую очередь анализируется динамика общей суммы внутренней кредиторской задолженности предприятия и ее составляющих в предшествующих периодах, оценивается изменение ее доли в пассивах и время ее оборота. Кроме того, проверяется

своевременность начисления и выплат средств по отдельным счетам.

В нормативных актах обычно установлены предельные сроки платежей по отдельным видам внутренней кредиторской задолженности. Поэтому целесообразно устанавливать конкретные сроки уплаты, синхронизируя их ожидаемыми поступлениями денежных средств от покупателей.

На основе анализа могут быть выявлены зависимости изменения отдельных видов внутренней кредиторской задолженности от изменения объема реализации продукции, а также эластичности их от объема реализации продукции. Полученные зависимости могут использоваться для прогноза размера внутренней кредиторской задолженности в предстоящем периоде.

Прогнозирование платежей по отдельным видам внутренней кредиторской задолженности может осуществляться двумя основными методами: прямого расчета и статистическим методом.

Метод прямого расчета при оценке размера внутренней кредиторской задолженности осуществляется по следующей формуле:

$$L_i^{KB} = Q_i * \frac{C_i^m}{N_i}, \quad (4.51)$$

где L_i^{KB} – прогнозируемая средняя сумма внутренней кредиторской задолженности i -го вида; C_i^m – годовая сумма платежей по i -му виду начислений; N_i – предусмотренное количество выплат по i -му виду начислений в течение года; Q_i – коэффициент равномерности платежей по i -му виду начислений. Он может быть равен 0,5 для заработной платы, если она выплачивается в середине месяца, а для налога на имущество или прибыль 1.

Метод прямого расчета используется в тех случаях, когда заранее известен объем платежа

Статистические методы могут использовать методы регрессионных зависимостей, а также коэффициенты эластичности. В последнем случае расчет осуществляется по следующей формуле:

$$L_i^{KBt} = L_i^{KBt-1} * (1 + \Delta B * \epsilon_i^{KB}), \quad (4.52)$$

$$L_i^{KB} = \frac{\Delta L_i^{KB} * B}{\Delta B * L_i^{KB}}, \quad (4.53)$$

L_i^{KBt} – прогнозируемая средняя сумма внутренней кредиторской задолженности i -го вида в месяце t ; ΔB – прогнозируемый темп роста объема реализации продукции в предстоящем периоде; ϵ_i^{KB} – коэффициент эластичности i -го вида внутренней кредиторской задолженности по отношению к объему реализации продукции.

Этот метод используется в тех случаях, когда реализация продукции происходит неравномерно и сумма выплат по многим видам внутренней

кредиторской задолженности существенно зависит от нее.

Прогнозная величина общей суммы внутренней кредиторской задолженности определяется как сумма прогнозных значений по отдельным ее видам.

Эффект от прироста внутренней кредиторской задолженности предприятия заключается в сокращении расходов, связанных с обслуживанием заемного капитала и товарных кредитов, за счет сокращения потребности в них. Рассчитывается он по следующей формуле

$$E_t^{KB} = (L_t^{KB} - L_{t-1}^{KB}) * r, \quad (4.54)$$

$$E_{KB}(t) = (L_{KB}(t) - L_{KB}(t-1)) * r$$

где L_t^{KB} – средний размер внутренней кредиторской задолженности в периоде t ; r – среднегодовая ставка процента за краткосрочный кредит.

Стоимость внутренней кредиторской задолженности предприятия при определении средневзвешенной стоимости капитала учитывается по нулевой ставке, так как эти средства предприятия получает бесплатно.

5. УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ

5.1. Управление текущими активами

5.1.1. Задачи оперативного управления оборотными активами и пассивами

Задачи комплексного оперативного управления текущими активами и пассивами предприятия сводятся:

- 1) к выбору типа оперативного управления текущими активами, сочетающегося с типом управления пассивами;
- 2) к снижению стоимости привлечения финансовых ресурсов, необходимых для финансирования оборота текущих активов.

Комплексная политика оперативного управления текущими активами и текущими пассивами предполагает, с одной стороны, определения рациональной структуры текущих активов, а с другой, в определении структуры источников их финансирования. При выборе конкретной политики необходимо учитывать, что предприятия различных сфер и масштабов деятельности имеют неодинаковые потребности в оборотных активах.

Различают три основных типа финансовой политики в области управления текущими активами.

Агрессивная политика предполагает, что предприятие не ставит никаких ограничений в росте текущих активов, т.е. имеет значительные запасы сырья и готовой продукции и, стимулируя покупателей, не контролирует увеличение дебиторской задолженности. Иногда ее называют политикой «жирных котлов». Агрессивная политика обеспечивает предприятию комфортные производственные и сбытовые условия, но

снижает экономическую рентабельность активов. У предприятий, придерживающейся такой политики большой удельный вес в общей сумме всех активов занимают текущие активы, обычно продолжительным оказывается и время их оборота.

Консервативная политика управления текущими активами предполагает максимальное сдерживание роста текущих активов. В рамках подобной политики стремятся минимизировать запасы сырья и материалов, сокращать дебиторскую задолженность и запасы на складе готовой продукции. Такая политика характерна для предприятий, которые функционируют в достаточно стабильных условиях, когда объем продаж, сроки поступлений и платежей, необходимый объем запасов и точное время их потребления известны заранее. Такой же политики приходится придерживаться и предприятиям, находящимся в тяжелых финансовых условиях, когда им необходимо строжайше экономить буквально на всем. Консервативная политика управления текущими активами обеспечивает высокую рентабельность активов, но содержит значительные технические, производственные и сбытовые риски, так как задержки в поставках сырья или производственные сбои ведут к срывам сроков поставок, а значит и поступлениям предприятию.

Умеренная политика управления текущими активами состоит в том, чтобы сочетать экономическую рентабельность активов с относительно невысокими техническими, производственными и сбытовыми рисками.

Политика в области управления текущими активами должна сочетаться с политикой управления текущими пассивами. Характеристика различных видов политики управления пассивами рассмотрены ранее. Сочетаемость различных типов политики управления текущими активами и политики управления текущими пассивами показана в матрице выбора политики комплексного оперативного управления текущими активами и текущими пассивами.

Таблица 5.1. Матрица выбора политики комплексного оперативного управления текущими активами и текущими пассивами

Политика управления текущими пассивами	Политика управления текущими активами		
	Консервативная	Умеренная	Агрессивная
Агрессивная	Не сочетается	Умеренная ПКОУ	Агрессивная ПКОУ
Умеренная	Умеренная ПКОУ	Умеренная ПКОУ	Умеренная ПКОУ
Консервативная	Консервативная ПКОУ	Умеренная ПКОУ	Не сочетается

На изменение размера собственного оборотного капитала соотношение

источников финансирования оборотных активов оказывает решающее влияние. Если при неизменном объеме краткосрочных финансовых обязательств будет расти доля оборотных активов, финансируемых за счет собственных источников и долгосрочного заемного капитала, то размер чистого рабочего капитала будет увеличиваться. Естественно, в этом случае будет повышаться финансовая устойчивость предприятия, но снижаться эффект финансового рычага и расти средневзвешенная стоимость капитала в целом.

Соответственно, если при неизменном собственном оборотном капитале будут увеличиваться оборотные активы, то будет расти сумма краткосрочных финансовых обязательств. В этом случае может быть снижена общая средневзвешенная стоимость капитала, достигнуто более эффективное использование собственного капитала (за счет роста эффекта финансового рычага), но при этом будет снижаться финансовая устойчивость и платежеспособность предприятия.

Таким образом, выбор соответствующих источников финансирования оборотных активов в конечном итоге определяет соотношение между уровнем эффективности использования капитала и уровнем риска финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия. С учетом этих факторов и строится политика управления финансированием оборотных активов.

Для финансирования текущей хозяйственной деятельности, предприятию постоянно требуется привлекать краткосрочные финансовые ресурсы. Источниками их привлечения могут быть кредиторская задолженность, собственный и заемный капитал. Для краткосрочной потребности в денежных средствах новый собственный капитал обычно не формируют. Наиболее дорогим источником из оставшихся является заемный капитал. Поэтому предприятие стремится минимизировать *текущие финансовые потребности (ТФП)*, которые можно определить как

$$\text{ТФП} = \text{ТА} - \text{КЗ} - \text{СОК} - \text{ДС} - \text{КФВ}, \quad (5.1)$$

где ТА – текущие активы; ДС – денежные средства; КФВ – краткосрочные финансовые вложения; СОК – собственный оборотный капитал и КЗ – кредиторская задолженность.

Таким образом, под ТФП можно понимать потребность в краткосрочном кредите.

Задача минимизации ТФП сводится к увеличению (на разумную длительность) отсрочек платежей по поставкам товаров и услуг и ускорению оборота текущих активов. Отметим, что величина ТФП неодинакова для различных отраслей и даже для предприятий одной и той же отрасли. На ТФП оказывают влияние:

- длительность технологического и сбытового циклов;
- темпы роста производства, так как увеличение объема производства обычно сопровождается ростом потребности в оборотных средствах;
- сезонность производства и реализации готовой продукции, а также сезонность в поставках сырья и материалов;

- состояние конъюнктуры рынка;
- норма прибыли в цене, реализуемой продукции;
- глубина переработки сырья.

Применительно к последнему необходимо сделать одну ремарку, а именно, чем глубже переработка (т.е. чем более высокой оказывается норма добавленной стоимости) тем казалось бы меньше зависит предприятия от закупок сырья, однако на практике ТФП фирмы значительно выше, чем у фирм, производящих продукцию с небольшой долей добавленной стоимости.

Надо также заметить, что наиболее длительный цикл производства и реализации наблюдается как раз у предприятий с высокой нормой добавленной стоимости.

В условиях конкуренции имеет больший смысл ускорять оборачиваемость оборотных средств, чем увеличивать рентабельность производства каждой единицы продукции. Такую же рекомендацию можно сделать и применительно к условиям инфляции, когда при длительном хозяйственном цикле рост цен съедает прибыль.

Основными источниками покрытия ТФП являются:

- *спонтанное финансирование* (скидки покупателям за сокращение сроков расчета);
- *учет векселей дебиторов* (получение взамен поставляемой продукции простых или переводных векселей и продажа их на фондовом рынке, см. часть 1);
- *факторинг* (посредническая деятельность банков и специализированной организации по взысканию денежных средств с должников своего клиента, а также управлению его долговыми требованиями, см. часть 1);
- *банковский кредит*.

Спонтанное финансирование предполагает возможность получить покупателем, получившим товар на условиях товарного кредита, значительных скидок при оплате товара до истечения определенного в контракте срока. После этого срока он платит уже по контрактной цене. Выгодность предложения устанавливается на основе сопоставления “Цены отказа от скидки” (“Approximate percentage cost of not taking discount”) с годовыми банковскими процентными ставками.

$$P_{fr} = \frac{P_b - P_d}{\tau}, \quad (5.2)$$

где P_{fr} – цена отказа от скидки; P_b – базовая цена по контракту; P_d – цена с учетом скидки; τ – длительность периода между моментом отказа от скидки и временем исполнения контракта

Если окажется, что P_{fr} превысит ставку банковского процента, то лучше взять банковский кредит и оплатить товар в течение льготного периода.

Спонтанное финансирование представляет собой относительно дешевый способ быстрого получения средств, который не требует привлечения заемных средств для покрытия ТФП.

5.1.2. Управление формированием запасов

Управление запасами является наиболее актуальным с точки зрения практически любого бизнеса. Практически все финансовые менеджеры жалуются на излишек запасов и на их неоптимальный состав. Основные проблемы, которые должна решить система финансового менеджмента в части сокращения запасов:

- оптимизация объема закупки партий сырья и материалов,
- оптимизация объемов склада запасных частей к производственному оборудованию и технике,
- внедрение и обеспечение постоянного функционирования системы учета и контроля запасов, работающей в режиме реального времени,
- выбор системы учета запасов, наиболее подходящей для предприятия,
- регулярная инвентаризация и оценка реальной стоимости складских запасов,
- избавление от некондиционных и морально устаревших товаров на складах путем продажи с большими скидками или простого списания,
- контроль издержек, связанных с хранением товарных запасов;
- оптимизация ассортимента выпускаемой (реализуемой) продукции с точки зрения сокращения объема запасов,
- оценка времени выполнения заказов на поставку товаров и учет других параметров их выполнения и поставки на склад предприятия;
- разработка правил определения момента и объема заказов на поставку продукции,
- нахождение компромисса между объемом товарных запасов и уровнем обслуживания клиентов.

Остановимся кратко на последнем из перечисленных проблемных вопросов. Для финансового менеджера идеальный объем товаров на складе должен быть равен нулю. Практически это означает, что время оборота товарных запасов не превосходит 2 дней. Практическим воплощением мечты финансиста является система управления запасами, называемая “как раз в срок” (Just-in-time), или сокращенно JIT. Реализация ее позволяет сэкономить максимально возможное количество денег при хранении запасов. Но при этом можно столкнуться с тем, что запросы каких-то клиентов или производственные потребности будут не удовлетворены. Поэтому, внедрение JIT оправдано, только при условии, что уровень обслуживания клиентов остается неизменным. В современных российских условиях использование JIT приводит к неоправданно высоким производственным и сбытовым рискам.

Работая в соответствии со стратегией диверсификации ассортимента, предприятие будет неизбежно увеличивать номенклатуру продукции, хранящейся на складе. Последнее неизбежно ведет к увеличению запасов на складе, и, стало быть, растут прямые складские издержки и потери от пролеживания денег. Но рост запасов может быть оправдан адекватным ростом объемов продаж. Поэтому, увеличивая складские запасы, следует стремиться к тому, чтобы оборачиваемость запасов не снижалась. Компромиссом является такой объем складских запасов:

- при увеличении, которого рост прямых и косвенных издержек хранения начинает перекрывать дополнительные выгоды от их расширения,
- а снижение ведет к тому, что прямые и косвенные потери от неполной удовлетворенности клиентов начинают превышать финансовые выгоды от сокращения запасов.

Определение необходимого объема размеров запасов проводится по отдельным их видам. Прежде всего, запасы делятся на:

- производственные запасы (запасы сырья и материалов, необходимые для производства продукции);
- запасы готовой продукции, предназначенной для реализации потребителям.

В рамках каждого вида запасов выделяют следующие группы:

- 1) *Запасы текущего хранения.* Они представляют собой постоянно обновляемую часть запасов, предназначенную для равномерного потребления в процессе производства или реализации потребителям.
- 2) *Запасы сезонного хранения.* Их создание обусловлено сезонными особенностями производства (реализации) продукции или закупки сырья.
- 3) *Запасы целевого назначения.* Они создаются для выполнения хозяйственных операций, осуществляемых не регулярно. Например, в условиях уникального производства большая часть комплектующих используемых при изготовлении конечного изделия относятся к таким запасам.

Основное внимание должно быть уделено определению потребности в запасах текущего хранения. На многих производственных предприятиях они представляют единственный вид запасов товарно-материальных ценностей.

Мировая практика выработала достаточно успешные подходы к решению проблемы планирования запасов текущего хранения. К ним можно применить подход к управлению «от склада». В основе классических систем управления запасами обычно лежит так называемая SIC технология (*Statistical Inventory Control*), которая использует статистические методы для моделирования спроса и времени пополнения товарных запасов. Этот подход основан на расчете нормативных характеристик запасов по каждому виду товарного ассортимента исходя из наблюдений за их фактической оборачиваемостью на протяжении достаточно продолжительного периода.

Основными расчетными величинами являются:

- *страховой запас* – постоянная, неприкосновенная в нормальных условиях часть запасов, предназначенная для непрерывного

снабжения потребителей даже в случае непредвиденных обстоятельств.

- *точка заказа*, которая определяет нижнюю границу запаса, при достижении которой необходимо сделать новый заказ на пополнение запаса по данной товарной позиции.

Для определения этих величин используются классические математические методы управления запасами. В основе их лежат оптимизационные задачи, на основе решения которых определяются оптимальные размеры заказываемой партии сырья и материалов. Чем больше партия, тем ниже относительный размер текущих затрат на изготовление, доставку и приемку приобретаемой продукции. Обозначим этот вид текущих затрат $CЗ$. Однако при больших партиях увеличивается и средний размер запасов, а, следовательно, увеличиваются прямые и косвенные издержки хранения ($CХ$).

Примером подобной модели является модель Уилсона. Ее входными параметрами являются:

1. $ВО$ – скорость потребления запаса, (единиц товара в год);
2. $CХ$ – издержки на хранение единицы товара;
3. $CЗ$ – затраты на осуществление заказа, включающие оформление и доставку заказа;
4. $ТІ$ – время исполнения заказа.

На основе модели Уилсона определяются

1. Q – размер партии, [ед. тов.].
2. CL – общие затраты на управление запасами в единицу времени;
3. ϕ – периодичность заказа, т.е. время между заказами продукции;
4. $Q^*г$ – точка заказа, т.е., размер запаса на складе, при котором надо подавать заказ на доставку очередной партии.

Расчет оптимального размера партии поставки, при котором минимизируются совокупные текущие затраты по обслуживанию запасов т.е.

$$CL^Q = CЗ * \frac{ВО}{Q} + CХ * \frac{Q}{2} \Rightarrow \min, \quad (5.3)$$

Решением задачи являются следующие параметры:

$$Q_{opt} = \sqrt{\frac{2 * ВО * CЗ}{CХ}}, \quad (5.4)$$

$$\phi_{opt} = \frac{Q_{opt}}{ВО}, \quad (5.5)$$

$$Q_{opt} = ВО * ТІ, \quad (5.6)$$

где Q_{opt} – оптимальный размер партии поставки; ϕ_{opt} – оптимальная периодичность заказа, а $Q_{гopt}$ – оптимальная точка заказа.

Для запасов готовой продукции задача минимизации текущих затрат по их обслуживанию состоит в определении оптимального размера партии

производимой продукции. Если производить определенный товар мелкими партиями, то затраты по хранению его запасов в виде готовой продукции (СХ) будут минимальными. В то же время существенно возрастут текущие затраты предприятия, связанные с частой переналадкой оборудования, подготовкой производства, и другие (СП). Минимизация совокупного размера текущих затрат по обслуживанию запасов готовой продукции так же может быть осуществлена на основе модели Уилсона, в которой вместо СЗ используется СП, а вместо времени исполнения заказа – время производства изделия.

Расчеты могут быть уточнены за счет определения рациональных нормы отгрузки разными видами транспорта (железнодорожным автомобильным транспортом), а также времени доставки разными способами (или по разным маршрутам) и других условий.

Еще одной общей чертой классических методов управления является распределение запасов на основе статистических данных в группы, характеризующиеся различной значимостью в общем товарообороте или производственном потреблении (категории А,В,С) и различной степенью предсказуемостью поведения (Х,У,З). Для каждой из групп применяются разные методы планирования, учета и контроля. Категория А включает ограниченное количество наиболее существенных в стоимостном отношении позиций, которые требуют тщательного планирования, учета и контроля. Товары категории В требуют обычного контроля и налаженного учета. Для категории С допустимы упрощенные методы планирования, учета и контроля.

Для того, чтобы статистические методы регулирования параметров заказа были эффективны, необходимо иметь массивы накопленных данных на достаточно длительном интервале времени.

Принципиальная формула, по которой определяется необходимый объем финансовых средств, авансируемых на формирование запасов товарно-материальных ценностей (АФС) при классическом подходе, имеет вид:

$$\text{АФС} = \bar{З} * \text{НХЗ} - \overline{\text{КЗ}}_{\text{тмц}}, \quad (5.7)$$

где $\bar{З}$ – среднедневной объем запасов, НХЗ – норматив хранения запасов в днях, $\overline{\text{КЗ}}_{\text{тмц}}$ – средний размер кредиторской задолженности за товарно-материальные ценности по данному виду запасов.

Средняя сумма кредиторской задолженности за приобретенные товарно-материальные ценности включается в расчет по производственным запасам, а также, если при поставках готовой продукции предусмотрено авансирование ее изготовления.

При отсутствии разработанных нормативов на размер запасов текущего хранения может быть использован показатель среднего времени оборота запасов в днях или средней обеспеченности запасов.

Подход «от продаж» или от «производственной потребности» применяется при управлении целевыми и сезонными запасами. Они

опираются на прогнозы сбыта конкретным клиентам или приобретения у точно известных поставщиков. В основе прогнозов лежат определенные договоренности с партнерами и наблюдения за их поведением. Для составления прогнозов используют так называемые «вытягивающие» модели управления. Примером такой модели является DRP (Distribution Requirements Planning), которая позволяет определить размер запасов на основе обработки совокупностей заявок дистрибьюторов. В этой модели первоначально рассматриваются в разрезе номенклатурных позиций заявки клиентов группы А (наиболее значимых), затем группы В (средне значимых) и С (мало значимых). Затем по каждому клиенту группы А, начиная с наиболее значимых и стабильных, определяется номенклатура заказа продукции по группам XYZ в зависимости от предсказуемости заказа и возможного отклонения в размерах заказов. Необходимый объем финансовых средств, авансируемых на формирование запасов товарно-материальных ценностей, при этом подходе определяется из стоимостной оценки запасов на конкретную дату и возможности получения авансов от клиентов.

Суммирование результатов расчетов по разным группам и видам запасов позволяет получить общую потребность в финансовых ресурсах, авансируемых на формирование запасов.

Мониторинг запасов позволяет решить задачу оперативного реагирования на формирования избыточных запасов товарно-материальных ценностей. В ходе него сопоставляют нормативный и фактический размер запасов. В случае существенного превышения фактических запасов над нормативными разрабатываются и реализуются мероприятия по их сокращению. Основная цель этих мероприятий состоит в высвобождение части «замороженных» в запасах финансовых средств. Размер высвобождаемых финансовых средств (ВФС) равен:

$$\text{ВФС} = Z_{\text{ф}} - Z_{\text{н}} = (\text{ОЗ}_{\text{ф}} - \text{ОЗ}_{\text{н}}) * \overline{\text{РЗ}}, \quad (5.8)$$

где $Z_{\text{н}}$ – нормативный запас; $Z_{\text{ф}}$ – фактический запас; $\text{ОЗ}_{\text{н}}$ – нормативная обеспеченность запасов в днях; $\text{ОЗ}_{\text{ф}}$ – фактическая обеспеченность запасов в днях; $\overline{\text{РЗ}}$ – среднеедневной объем расходования запасов.

Для решения задач финансового менеджмента запасы правильнее оценивать по текущей стоимости запасов, а не по ценам их первоначального формирования.

В качестве базовых индикаторов качества выбранной политики управления запасами могут использоваться как непосредственные, так и более обобщенные критерии, а также их различные комбинации. Например:

- I. Показатели достаточности запасов для удовлетворения покупательского спроса.** Например, так называемый «уровень обслуживания», под которым понимается процент от общего объема имеющихся запросов, который удовлетворен из имеющихся материальных запасов без дополнительного заказа.

- II. **Показатели, основанные на поиске оптимального размера заказа**, исходящие из соотношения стоимости хранения запасов и стоимости выполнения заказа.
- III. **Индикаторы, связанные с характеристиками денежных потоков от операций по закупке и реализации товара**. Например, величина чистого дисконтированного денежного потока, равная разнице между дисконтированной величиной тех средств, которые направлены на закупку товара, и средств, полученных от реализации (в течение расчетного периода). За величину дисконта может быть принята средняя рентабельность инвестиций компании или величина действующей ставки банковского кредита.
- IV. **Индикаторы, отражающие рентабельностью деятельности компании при различных методах управления запасами**. Например, рентабельность активов (ROTA) в течение расчетного периода, определяемая отношением:

5.1.3. Управление дебиторской задолженностью

Дебиторская задолженность возникает, когда предприятие реализует свою продукцию в кредит или авансирует поставщиков ресурсов.

В основе управления дебиторской задолженностью лежат два подхода:

- 1) сравнение дополнительной прибыли, связанной с той или иной схемой спонтанного финансирования, с затратами и потерями, возникающими при изменении политики реализации продукции;
- 2) сравнение и оптимизация величины и сроков дебиторской и кредиторской задолженностей. Данные сравнения проводятся по уровню кредитоспособности, времени отсрочки платежа, стратегии скидок, доходам и расходам по инкассации.

Управление дебиторской задолженностью складывается из пяти последовательных этапов.

Первый этап – определение базовых условий отпуска продукции в кредит и авансирования поставщиков. Для этого требуется установить предельную продолжительность периода оплаты за поставленную продукцию и величину наценки за фактическое кредитование покупателя в случае товарного кредита. При авансировании поставщика требуется определить продолжительность кредитования, величину скидки с цены за оплаченную заранее продукцию, а также процент предоплаты.

С целью максимизации притока денежных средств предприятию следует включать в число базовых, модели договоров, основывающихся на спонтанном финансировании, которое предполагает зависимость цены от сроков оплаты. Предложение скидок за досрочное погашение дебиторской задолженности оправдано в трех ситуациях:

- 1) Снижение цены и отпуск в кредит приводит к расширению продаж (т.е. спрос на товар высоко эластичен), а в себестоимости предприятия велика доля постоянных затрат.

- 2) Система скидок позволяет ускорить приток денежных средств в условиях их острого дефицита на предприятии.
- 3) Система скидок за ускорение оплаты более эффективна, чем система штрафных санкций за просроченную оплату.

Устанавливая размеры скидок необходимо ориентироваться на такие индикаторные показатели как уровень инфляции, средние ставки по депозитам, среднеотраслевая норма рентабельности, проценты по банковским кредитам и штрафные проценты по просроченным кредитам. Система скидок обычно способствует защите предприятия от инфляционных убытков и относительно дешевому пополнению оборотного капитала в денежной форме.

Второй этап – оценка надежности покупателя. Для этого могут использоваться различные источники информации – собственный опыт продаж продукции, сведения, полученные от других поставщиков этому покупателю, оценки рейтинговых агентств и кредитных бюро, мнения о покупателе в банке, где он обслуживается, динамика цен на ценные бумаги покупателя, а если удастся получить, то и анализ его финансовой отчетности. Наиболее часто используемые в финансовом менеджменте показатели были рассмотрены ранее.

Третий этап управления дебиторской задолженностью – определение лимитов товарного кредитования для каждого покупателя. Задачей является обеспечение компании максимальной прибыли, с учетом вероятности возникновения «плохих» долгов. Исходя из этого, лимиты товарного кредита для покупателя могут увеличиваться до тех пор, пока математическое ожидание прибыли не превысит математическое ожидание потерь от неоплаты товаров. Поэтому часто имеет смысл отпустить товар "сомнительному" потенциальному покупателю (правда в небольших размерах), если есть вероятность, что он может стать постоянным и надежным покупателем.

И, наконец, на последнем, *четвертом этапе* управления дебиторской задолженностью необходимо добиться поступления денег от дебиторов. Если дебитор не платит в положенные сроки, то получение от него денег требует определенного умения. Прежде всего, необходимо установить причину задержки платежа (она может быть вызвана не только покупателем, но и его банком). Необходимо тактично напоминать о необходимости погасить задолженность еще до истечения предельного срока товарного кредитования. Для этого желательно вести полный и подробный учет отгрузок, условий договоров и оплаты выставленных счетов. Рекомендуется также группировать дебиторов задолженностью в зависимости от просроченных дней оплаты. Наконец, требуется своевременно подключать к получению дебиторской задолженности специализированные факторинговые и коллекторские фирмы.

Работа с дебиторами является наиболее скучной и неблагодарной работой в области финансового менеджмента. Обычно клиент не платит в срок по следующим причинам:

- клиент чем-то не удовлетворен в продукции или услугах фирмы, и задержка оплаты является лучшим способом привлечь к этому внимание;
- у клиента есть достаточно денег, но составленный им календарь платежей не совпадает с ожиданиями фирмы □ продавца;
- у покупателя мало денег – их не хватает для того, чтобы выполнить все обязательства.

Рассматривая просроченную задолженность с финансовой точки зрения, следует подчеркнуть, что для клиента она является существенным источником финансовых ресурсов, особенно в условиях высоких процентных ставок. Поэтому клиент будет оттягивать платежи всеми силами. Главная задача в части обеспечения сбора дебиторской задолженности состоит в тщательном анализе всех клиентов и выяснении причин несвоевременной оплаты им счетов.

Перечислим основные направления, позволяющие повысить сбор дебиторской задолженности:

- систематизация и анализ информации по всем клиентам фирмы, включая потенциальных заказчиков,
- установление системы скидок в случае досрочной оплаты счетов фирмы,
- разработка системы юридических мер “запугивания” недобросовестных клиентов,
- своевременная подача заявлений в арбитражный суд о признании клиента банкротом,
- применение факторинга с целью получения части непогашенной в срок дебиторской задолженности,
- внедрение системы ответственности менеджеров по продажам за несвоевременную оплату их клиентами счетов фирмы,
- отказ от обслуживания сомнительных клиентов.

Важным из числа перечисленных выше факторов является персональная ответственность менеджеров за взыскание задолженностей. Эту ответственность должны делить между собой финансовые менеджеры и менеджеры по продажам. Первые отвечают за своевременность постановки вопроса об истечении срока платежа. Вторые непосредственно участвуют в формировании дебиторской задолженности.

Учетная управленческая система должна постоянно систематизировать и анализировать всех клиентов, выявляя злостных неплательщиков, с тем, чтобы в дальнейшем отказаться от их обслуживания.

Все эти четыре шага взаимосвязаны. Например, можно допустить более либеральные условия продажи, если очень осторожно выбирать того, кому предоставляется товарный кредит. Наоборот, отпуская товар в кредит высоко рисковому покупателю, необходимо проявлять высокую активность

и твердость в получении задержанных ими сумм.

На уровень дебиторской задолженности влияют следующие основные факторы:

- структура покупателей и доля в них «сомнительных»;
- степень контроля по исполнению дебиторами своих обязательств и оценка реального состояния дебиторской задолженности;
- анализ денежных потоков с учетом коэффициентов инкассации.

Оценка качества управления дебиторской задолженностью обычно происходит на основе коэффициентов инкассации. Обычно выделяют три варианта этих коэффициентов:

Текущий коэффициент инкассации:

$$C_{\text{инт}} = \frac{\text{ПЛ}_{\text{тек}}}{\text{В}}, \quad (5.9)$$

где $\text{ПЛ}_{\text{тек}}$ – вся совокупность платежей полученных за продукцию, поставленную в текущем периоде; В – выручка текущего периода.

Общий коэффициент инкассации:

$$C_{\text{инно}} = \frac{\text{ПЛ}_{\text{общ}}}{\text{В}}, \quad (5.10)$$

где $\text{ПЛ}_{\text{общ}}$ – вся совокупность платежей полученных за продукцию в текущем периоде.

Общий коэффициент инкассации в денежной форме:

$$C_{\text{инд}} = \frac{\text{ПЛ}_{\text{ден}}}{\text{В}}, \quad (5.11)$$

где $\text{ПЛ}_{\text{ден}}$ – вся совокупность платежей полученных в денежной форме за продукцию в текущем периоде.

Принято считать, что предприятие хорошо управляет своей дебиторской задолженностью, если его общий коэффициент инкассации больше 0,95, текущей не меньше 0,85, а инкассация в денежной форме обеспечивает 90% поступлений.

5.1.4. Управление денежными активами

Управление денежными активами является одним из наиболее постоянно выполняемых видов финансового менеджмента. Важность его трудно переоценить. Первым требованием при управлении денежными активами является оперативность и достоверность информации об их состоянии, так как она лежит в основе всех оперативных финансовых решений, принимаемых в компании.

Негативные последствия возникают как при агрессивном, так и через чур консервативном управлении ими. Так, задержка платежей поставщикам,

характерная для консервативного управления, может усложнить взаимоотношение с ними, что, в свою очередь, приведет к необходимости усиления контроля закупок и закупаемой продукции. При проведении агрессивной политике в области сбора дебиторской задолженности можно доверие покупателей.

Основными задачами, составляющими содержание повседневного управления деньгами, являются:

- оперативное планирование платежей на период от 1 дня до 1 недели,
- ежедневные отчеты о состоянии банковских счетов и кассы,
- проведение разумной политики в области оплаты счетов,
- обеспечение регулярной выплаты заработной платы работникам, а также возмещение им других расходов (командировочных, представительских и т.п.),
- обеспечение своевременных платежей налогов и других платежей в государственные бюджетные и внебюджетные фонды.

Большое значение при управлении денежными активами имеет и внедрение электронных способов оплаты. В частности, использование электронной системы “банк – клиент” позволяет получить деньги в “тот же день”. За счет ее использования ускоряется оборот денег, и увеличиваются возможности их эффективного использования в инвестиционной и финансовой деятельности предприятия. Хотя при этом прямой выигрыш получают партнеры предприятия, но зато улучшается его имидж.

В повседневном управлении деньгами важно всеми способами снижать долю операции в наличных деньгах, максимально использовать электронные карты, как при выплате заработной платы, так и при оплате других расходов, связанных с розничным рынком (оплата представительских расходов, покупка канцелярских принадлежностей и т.д.). Переход на использование электронных карт позволяет существенно сэкономить время на проведении кассовых операций, позволяет снизить риски при доставке и выдаче наличных денег.

Основным принципом текущего управления является ежедневное планирование кому и за что придется платить завтра, и строго контролировать выполнение этого плана, твердо знать кому сегодня фактически уплачены деньги. Для этого должен составляться *оперативный дневной план платежей*, в котором сопоставляются все денежные поступления и выплаты, предполагаемые к осуществлению на следующий день. Такой повседневный план составляется на основе отчетных данных о состоянии банковских счетов, ожидаемых поступлений и календарного графика платежей. Поэтому при погашении кредиторской задолженности, следует иметь в виду два обстоятельства. С одной стороны, регулярная задержка платежей вредит репутации компании, но с другой, просроченная кредиторская задолженность является дополнительным источником денежных средств для предприятия. Даже очень крупные компании нередко затевают игру со счетами к оплате, так как руководствуются основным правилом делового мира: “У кого есть деньги, тот и диктует свои правила”. Истинное искусство финансового управления состоит в том, чтобы

правильно определить “сильного” кредитора и заплатить ему, и потянуть с оплатой “слабого” кредитора. Такая практика не противоречит основным принципам финансового управления.

При формировании ежедневных и более долгосрочных (недельных, месячных и т.д.) планов необходимо стремиться к тому, чтобы размер денежных средств на банковских счетах и в кассе не падал ниже определенного уровня. Он носит название *минимально необходимого остатка денежных средств*.

Минимально необходимый остаток в денежных средствах ($ДС_{\min}$) может быть определен, по следующей формуле:

$$ДС_{\min} = P_{\text{дс}} * \frac{O_{\text{дсн}}}{360} * \Theta, \quad (5.12)$$

где Θ – продолжительность планового периода в днях; $P_{\text{дс}}$ – плановый объем платежей по текущим операциям в предстоящем периоде; $O_{\text{дсн}}$ – нормативная обеспеченность денежными средствами (в днях), которая может быть определена по результатам предыдущих периодов с учетом корректировок в большую и меньшую сторону. Обычно рекомендуется иметь $O_{\text{дсн}}$ не меньше 3-х дней (см. раздел 2).

Зная минимально необходимый остаток в денежных средствах можно оценить размер платежей, которые могут быть осуществлены предприятием в предстоящий плановый период. Расчет этой величины основывается на планируемых входных денежных потоках по текущим операциям. Расчет возможных платежей определяется по следующей формуле:

$$P_{\text{дс}}^T = \min(ДС^{T-1} + I_{\text{дс}}^T - ДС; \Phi P_{\text{дс}}^T), \quad (5.12)$$

где $ДС^{T-1}$ – остаток денежных активов на начало планового периода; $I_{\text{дс}}^T$ – планируемый объем прихода денежных средств в предстоящем периоде; $\Phi P_{\text{дс}}^T$ – фактический объем платежей, которые могут быть совершены в предстоящем периоде. Он определяется исходя из размера неоплаченных счетов на момент T , а также обязательных платежей по внутренней кредиторской задолженности, предстоящих в плановом периоде.

На предприятиях активно осуществляющих внешнеэкономическую деятельность желательно дифференцировать минимально необходимый остаток денежных средств по видам валют, в которых осуществляются платежи, как за поставленную продукцию, так и за приобретенные товары и услуги. Цель подобной дифференциации состоит в том, чтобы своевременно проводить операции по конверсии валют.

Важную роль при определении минимально необходимого остатка денежных средств, играет анализ колебаний фактического остатка денежных активов в предшествующих периодах. Диапазон остатка денежных средств оценивается по отношению к среднему их показателю в отчетном периоде. Размах этих колебаний должен быть учтен при определении норматива обеспеченности денежных средств. Подобный анализ рекомендуется

провести и применительно к плановому периоду, так как при очень высоком нормативе обеспеченности предприятие может существенно задерживать платежи, прежде чем дойдет до необходимого уровня обеспеченности. Поэтому при нерегулярности поступлений денежных средств, возможно, установить гибкие нормативы обеспеченности денежными средствами для разных интервалов в рамках планового периода.

В практике финансового менеджмента применяются и более сложные модели определения минимального, оптимального, максимального и среднего остатков ДС, которые используются при наличии значительной неопределенности в сроках поступления и расходования денежных средств.

Первой из них является *модель Баумоля*, которая используется в условиях, когда имеется высокий уровень уверенности в том, что компании могут понадобиться денежные средства. Основным предположением является следующее:

- 1) предприятие может разместить временно свободные денежные средства в доходные ценные бумаги или на краткосрочный депозит, обеспечивающий годовую доходность R ;
- 2) размещение в ценных бумагах требует определенных расходов (CF), которые связаны с выплатой комиссионных, расходами на оформление договоров и т.д. Считается, что эти расходы не зависят от размера вложений, но связаны с числом операций по размещению средств в ценных бумагах;
- 3) число таких размещений определяется временем, за который расходуются денежные средства, помещенные на расчетный счет, т.е. число конверсий определяется, как частное от отделения расходов за период (например, за год) к размеру средств поступающих на расчетный счет, а общие расходы, связанные с этими операциями составят

$$OP = CF * \frac{R_{дс}}{ДС}, \quad (5.13)$$

где $R_{дс}$ – затраты за период.

- 4) переводя денежные средства из доходных вложений на расчетный счет, предприятия теряет доход. Считая, что денежные средства расходуются равномерно и могут снижаться до 0, получаем, что средний размер вклада, на который не был начислен процент, составляет половину денежных средств, а общий размер составит

$$П = R * \frac{ДС}{2} \quad (5.14)$$

Таким образом общий размер затрат и потерь (ЗП) составит

$$ЗП = OP + П \quad (5.15)$$

Эту величину желательно минимизировать. Минимум достигается при

$$ДС_{opt} = \sqrt{2 * P_{dc} * \frac{CF}{R}} \quad (5.16)$$

Из формулы видно, что:

- 1) при росте расхода денежных средств их запас должен увеличиваться, но медленнее, чем растет величина расхода;
- 2) при увеличении процента по ценным бумагам (депозитам) величина денежных средств, которые должны направляться на расчетный счет должна уменьшаться.

Ограничением в использовании этой модели является предположение об устойчивости денежных потоков, которые на практике могут быть неустойчивыми.

Модель Миллера – Ора используется в тех случаях, когда существует значительная неопределённость в движении денежных потоков и прогнозировании поступления наличности. Предполагается, что расходование денежных средств описывается нормальным распределением со средним равным среднедневному поступлению за период, т.е.

$$\overline{P_{dc}} = \frac{P_{dc}}{\Theta} \quad (5.17)$$

где Θ – продолжительность отчетного периода в днях. Дисперсия нормального распределения

$$\delta^2 = \frac{\sum_{\tau=1}^{\Theta} (P_{\tau}^{dc} - \overline{P_{dc}})^2}{\Theta} \quad (5.18)$$

С помощью модели определяются две контрольных границы – нижняя (Z), при достижении которой требуется превращать ценные бумаги в денежные средства, и верхняя (H), достижение которой означает перевод наличных денежных средств в рыночные ценные бумаги.

Оптимальное значение Z определяется по формуле:

$$Z = \sqrt[3]{\frac{CF}{4} * \frac{\delta^2}{R}} \quad (5.19)$$

Оптимальное значение:

$$H = 3 * Z \quad (5.20)$$

Среднее значение остатка равняется:

$$\overline{H} = \frac{H + Z}{2} \quad (5.21)$$

Для практических целей величину расходов за период обычно интерпретируют как средний размер ежедневных расходов.

Еще одной моделью для определения остатка является модель Стоуна, которая в отличие от модели Миллера-Орра больше внимания уделяет управлению остатком денежных средств, нежели его определению. Сами верхние и нижние пределы определяются также как и в модели Миллера – Ора, однако их величина подлежит уточнению в зависимости от информации о денежных потоках, ожидаемых в ближайшие несколько дней. Таким образом, основной особенностью модели Стоуна является то, что действия предприятия в текущий момент определяются прогнозом на ближайшее будущее. Достижение верхнего предела не вызовет немедленного перевода наличности в ценные бумаги, если в ближайшие дни ожидаются относительно высокие расходы денежных средств; тем самым минимизируется число конверсионных операций и, следовательно, снижаются расходы.

В последнее время для оценки пределов остатков денежных средств используется имитационное моделирование. На основе данных из бюджета денежных средств делаются прогнозы предстоящих денежных потоков. На основе обработки данных о поступлении и расходовании средств в отчетном периоде строятся вероятностные распределения получения и расходования средств. Далее по методу Монте-Карло имитируется состояние бюджета денежных средств. Анализ расчетов проводится исходя из данных, характеризующих сальдо денежного потока для каждого отрезка модельного периода (им может быть день или месяц). По результатам анализа оцениваются вероятности дефицита и избытка денежных средств при различных уровнях верхнего и нижнего уровней.

Модели денежных потоков, построенные по методу Монте-Карло, учитывают изменений в выплатах при росте объемов реализации, что делает их значительно более адекватными, чем рассмотренные выше аналитические модели.

Несмотря на четкий математический аппарат расчетов оптимальных сумм остатков денежных активов все приведенные модели пока еще мало используются в отечественной практике финансового менеджмента из-за ограниченных возможностей инвестирования излишних денежных средств в краткосрочные доходные финансовые инструменты и их низкая ликвидность.

Поддержание остатка денежных средств в определенных границах может потребовать корректировку потока платежей с целью уменьшения максимальной и средней потребности в остатках денежных средств. Подобная корректировка осуществляется путем переноса срока отдельных платежей по заблаговременному согласованию с контрагентами. С этой целью декадные сроки расходования денежных средств увязываются с их ожидаемым поступлением, с целью минимизации остатков денежных средств в рамках каждого месяца (квартала). В качестве критерия оптимальности выступает минимизация среднеквадратического отклонения остатка денежных активов предприятия от среднего их значения.

Затем размер среднего остатка денежных активов оптимизируется с учетом резервного их запаса. При этом вначале определяется максимальный

остаток денежных активов (с учетом неравномерности платежей и резервного запаса) и минимальный остаток. Средний остаток определяется среднеарифметическое минимального и максимального остатков денежных средств.

Высвобожденная в процессе корректировки потока платежей сумма денежных средств может быть инвестирована в краткосрочные финансовые вложения или в другие виды активов.

Для ускорения оборота денежных средств стараются проводить следующие мероприятия:

а) ускорение инкассации денежных средств, при котором сокращается остаток денежных активов в кассе;

б) сокращение расчетов наличными деньгами;

в) сокращение объема расчетов с поставщиками с помощью аккредитивов, так как они отвлекают на продолжительный период денежные средства из оборота.

Временно свободные денежные средства можно эффективно использовать за счет следующих мероприятий:

а) размещение средств краткосрочные банковские депозиты;

б) использования краткосрочных денежных инструментов (в первую очередь, депозитных сертификатов) для временного хранения свободных денежных активов;

в) использования краткосрочных фондовых инструментов для размещения резерва денежных средств (краткосрочных облигаций, казначейских обязательств, векселей и т. п.). При этом необходимо вкладывать средства только в ликвидные ценные бумаги, так как в противном случае они не смогут служить финансовым резервом платежей.

Вложение средств в ценные бумаги и на банковские депозиты являются также основной мерой обеспечения защиты денежных средств от инфляции, так как распространенные ранее методы вложения средств в валютные активы в последние годы перестали работать.

5.2. Управление внеоборотными активами

5.2.1. Задачи управления внеоборотными активами

Задачей финансового менеджмента в области управления внеоборотными активами является обеспечение своевременного изменения состава и повышении эффективности использования внеоборотных активов. Исходя из нее, формируется политика управления внеоборотными активами предприятия.

Управление внеоборотными активами включает следующие подзадачи:

1. Анализ состава внеоборотных активов, который направлен на оценку степень их соответствия хозяйственной деятельности предприятия, уровню износа, эффективности использования и доходности.
2. Оптимизация состава внеоборотных активов и размеров долгосрочных финансовых вложений. Оптимизация осуществляется за счет продажи части избыточных активов.

3. Планирование инвестиций в новые активы.
4. Обеспечение эффективного использования операционных внеоборотных активов предприятия, которое осуществляется за счет решения задач оптимальной загрузки основных фондов. В рамках финансового менеджмента, эта задача решается за счет формирования годового бюджета предприятия, а также долгосрочного финансового плана.
5. Планирование источников финансирования инвестиций во внеоборотные активы, которое также осуществляется в рамках создания долгосрочного, краткосрочного и оперативного финансовых планов.

Как видно из перечисленных подзадач управление внеоборотными активами в основном осуществляется на плановой основе. Вопросы планирования инвестиций и источников финансирования в основные средства были подробно рассмотрены в разделе 3, а управления ценными бумагами в разделе 5 первой части настоящей книги. Определенного рассмотрения требуют два вопроса – анализ состава внеоборотных активов и управление *дезинвестициями* основных средств, под которыми понимают продажу основных средств и высвобождение капитала вложенного в них.

5.2.2. Анализ состояния внеоборотных активов

Анализ состояния внеоборотных активов начинается с переоценки основных средств по восстановительной или рыночной стоимости (см. Раздел 1).

При анализе состава внеоборотных активов рассматриваются такие характеристики как:

- 1) темпы роста внеоборотных активов и отдельных их составляющих;
- 2) доля внеоборотных активов в общем объеме активов предприятия (*коэффициента участия внеоборотных активов*),
- 3) доли основных составляющих внеоборотных активов в общем их размере;
- 4) доли отдельных видов основных средств в общем размере основных средств (как по балансовой стоимости, так и по стоимости с учетом износа);
- 5) структуру нематериальных активов (доли в них отдельных видов);
- 6) структуру долгосрочных финансовых вложений (доли в них отдельных видов);

Оценка этих структурных характеристик и их динамики позволяют выявить избыточность определенной части внеоборотных активов. Особенно заметна эта избыточность при сопоставлении этих характеристик с аналогичными среднеотраслевыми показателями.

Важным этапом анализа является оценка износа используемых предприятием основных средств. Для подобной оценки в основном используется *коэффициент износа основных средств*, который

рассчитывается по формуле:

$$C_{\text{изн}} = \frac{OC_{\text{ба}} - OC_{\text{баи}}}{OC_{\text{ба}}} \quad (5.22)$$

где $OC_{\text{ба}}$ – бухгалтерская стоимость основных средств (без учета износа); $OC_{\text{баи}}$ – балансовая стоимость (бухгалтерская стоимость с учетом износа). Парным к нему является коэффициент годности ($C_{\text{год}}$) основных средств, который рассчитывается как

$$C_{\text{год}} = 1 - C_{\text{изн}} \quad (5.23)$$

При заданной норме амортизации можно оценить, во-первых, сколько лет еще могут использоваться основные средства, а также достаточность инвестиций в них. Большинство фондов k -го вида будет полностью изношено, если не делать в них новых инвестиций, через

$$T_k = \frac{OC_{\text{бинк}}}{H_{\text{ак}} * OC_{\text{бак}}} \quad (5.24)$$

Если T_k меньше 3 лет, то для большинства видов основных средств (кроме инвентаря) в долгосрочном финансовом плане должны быть предусмотрены инвестиционные проекты по замещению этих фондов. Достаточность инвестиций в определенный вид активов определяется трендом коэффициента износа. Если коэффициент износа определенного вида фондов (особенно это касается таких видов ОС как оборудование, транспортные средства) растет и коэффициент износа больше 50%, то это означает, что на инвестиции в их обновление направляется недостаточно денег.

Интенсивность обновления основных средств может быть охарактеризована такими показателями как:

Коэффициент выбытия основных средств k -го вида:

$$C_{\text{к}}^{\text{вв}} = \frac{OC_{\text{к}}^{\text{выб}}}{OC_{\text{к}}^{\text{ба}}}, \quad (5.24)$$

где $OC_{\text{к}}^{\text{выб}}$ – бухгалтерская стоимость выбывших основных средств k -го вида.

Коэффициент ввода новых основных средств k -го вида:

$$C_{\text{к}}^{\text{вв}} = \frac{C_{\text{к}}^{\text{вв}}}{OC_{\text{к}}^{\text{ба}}}, \quad (5.25)$$

где $C_{\text{к}}^{\text{вв}}$ – бухгалтерская стоимость введенных основных средств k -го вида.

Коэффициент обновления основных средств, которые представляет собой разницу между коэффициентами ввода и выбытия.

При расчете трех последних коэффициентов используется среднегодовая стоимость основных средств, а не на конец года как при расчете

коэффициента износа.

Аналогичный анализ может быть проведен и для нематериальных активов.

На третьем этапе анализа оценивается уровень эффективности использования операционных внеоборотных активов в отчетном периоде. Для этого рассчитываются такие показатели как коэффициент отдачи внеоборотных активов (фондоотдачи). Он характеризует объем реализации продукции (.или объем ее производства) в расчете на единицу используемых предприятием внеоборотных активов (см. раздел 2.4). Необходимо учитывать, что этот показатель рассчитывается относительно остаточной стоимости, в результате сильно изношенные фонды могут давать коэффициенты отдачи значительно выше, чем новые. Поэтому желательно рассчитывать и коэффициенты отдачи и относительно бухгалтерской стоимости (без учета износа). Последний показатель может быть важен для оценки сроков окупаемости всей совокупности основных фондов.

В случае многопрофильности предприятия желательно выделить основные фонды обслуживающие разные технологические цепочки, что позволит рассчитать отдачу по каждой группе производимой продукции. Подобный анализ позволяет выявить эффективно используемые основные фонды, так и малоэффективное оборудование. В случае, если часть фондов используется неэффективно, то могут быть рассмотрены вопросы возможности их большей загрузки, например, за счет передачи их в другие подразделения предприятия для использования при производстве других продуктов. За счет дифференциального анализа использования основных фондов в разных технологических процессах можно выявить те из них, продажа которых дает определенный доход, а в производственном процессе не происходит сколько-нибудь заметных ухудшений.

5.2.3. Управление дезинвестициями внеоборотных активов

Управление дезинвестициями является достаточно долгосрочным. Продолжительность периода упреждения определяется техническими и экономическими факторами, так как прежде чем продать основные средства они должны быть демонтированы, приведены к товарному виду и создана определенная процедура выбора покупателя (например, проведен аукцион по продаже). Важно определить момент времени, в который поступления от продаж могут поступить на расчетный счет предприятия. Период упреждения для дезинвестиций может составлять до 1 года. Как правило дезинвестиции определяются оперативным (квартальным) финансовым планом.

Целесообразность дезинвестиций непосредственно связана с реализацией проектов, предусмотренных долгосрочным финансовым планом и бюджетом предприятия. Дезинвестиции приводят к сокращению потенциала предприятия, вызванного продажей части оборудования. Интерес представляют как причины, вызывающие дезинвестиции, так и размер,

получаемых в результате продажи денежных средств.

Основными причинами, вызывающими дезинвестиции оказываются:

1. Производственно-технологические причины, при которых продажа оборудования предприятием позволяет ему высвободить производственные ресурсы (площади, трудовые ресурсы и т.д.) для использования нового, более эффективного оборудования.
2. Финансовые причины, при которых дезинвестиции проводятся с целью покрытия дефицита в денежных средствах, необходимых для финансирования оборота или инвестиций.
3. Управленческими причинами, когда продажа (передача) оборудования вызвана невозможностью эффективного управления его использованием. Типичным примером таких дезинвестиций является отказ предприятия от непрофильного бизнеса и продажа основных фондов, использовавшихся в этом бизнесе, другим предприятиям или вложение их в новую фирму, которая начинает самостоятельно вести деятельности в области непрофильной для материнской компании сфере бизнеса. В этом случае мы имеем дело с *трансформационными дезинвестициями*, при которых происходит изменение формы инвестирования (основные средства превращаются в долевые инструменты).
4. Торговыми причинами, когда основные средства покупались не для целей производственного использования, а для перепродажи либо в другое время, либо в другом месте.
5. Социально-политическими причинами, когда продажа (передача) части основных средств происходит в результате исполнения принятых законодательных актов. Примером таких дезинвестиций может служить передача части жилых зданий и объектов социально-культурного назначения принадлежавших производственным предприятиям в ведение муниципалитетов в 90-е годы XX века.
6. Судебно-юридическими причинами, когда дезинвестиции происходят в результате исполнения постановлений судов или других аналогичных органов власти. Примером подобных дезинвестиций является передача заложенных основных средств кредитору при неисполнении предприятием обязательств по кредитному договору.

Дезинвестиционные мероприятия, касающиеся основных средств, оцениваются по суммам фактических поступлений, которые представляют собой разницу между доходами, полученными от продажи основных средств, и расходами на их предпродажную подготовку, включая демонтаж и коммерческие расходы по их реализации. В ряде случаев, в состав расходов должны включаться затраты на обслуживание выведенных из эксплуатации, но еще не проданных основных средств.

Если дезинвестиции осуществляются в силу одной из первых четырех причин, то для их реализации должны быть выполнены следующие действия:

- закончена проверка реализуемости объектов дезинвестиций;
- оценен ориентированный размер доходов, получаемых от их продажи;

- определено влияние на размеры доходов предприятия отказа от использования продаваемых объектов
- проведен демонтаж и предпродажная подготовка основных средств;
- выбрана форма и конкретный способ продажи.

Выбор и особенно сроки осуществления дезинвестиций могут существенно повлиять на ликвидность предприятия, а также его финансовые результаты. Для формирования оперативного плана следует рассмотреть альтернативные сроки и способы продажи объектов дезинвестиций, с тем, чтобы определить условия, которые обеспечивают фирме наибольшую выгоду. Например, продажу автотранспорта лучше проводить весной, если он уже не потребуется для собственных нужд, так как продажная цена будет выше. Но если есть обоснованные опасения, что имеющихся автотранспортных средств предприятию именно летом будет не хватать, то продажу лучше отложить до осени.

Выручка от продажи основных средств, как и погашаемая дебиторская задолженность, возникающая при их реализации, входит в состав инвестиционного потока денежных средств. При расчете поступлений следует соблюдать принцип-брутто: поступления от продажи одного объекта не должны сальдироваться со средствами на их приобретение (создание).

Так как на практике дезинвестиций обычно осуществляются не регулярно, то поступления от продажи основных средств на основе товарного кредита достаточно сложно предсказывать, особенно когда продаются объекты, обладающие большой стоимостью. Поэтому следует обратить внимание на заключение договоров с покупателями, предусмотрев, если это необходимо погашение задолженности частями или предоставление скидки при оплате до определенного времени (схема спонтанного финансирования).

6. ЛИТЕРАТУРА

1. Абрюшина М.С., Грачев А.В. Анализ финансово-экономической деятельности предприятия. – М: ИКП «ДИС», 1998.
2. Антикризисное управление: учебник/ Е.П.Жарковская, Б.Е.Бродский. – 2-е изд., испр. И доп. – М: Омега-Л, 2005. – 375 с.
3. Артеменко В.Г., Беллендир М.В. Финансовый анализ: Учебное пособие. 2-е издание, перер. и доп. – М: «Дело и сервис», 1999. – 160с.
4. Баканов М.И., Шеремет А.Д. Теория экономического анализа: Учебник. – М.: Финансы и статистика, 2001.- 416 с.
5. Балабанов И.Т. Финансовый менеджмент. – М: Финансы и статистика, 2002 – 224с
6. Барабанов А., Международные стандарты финансовой отчетности – Обзор, - asbarabanov@mail.ru
7. Бердникова Т.Б. Финансы: Учебник для вузов.-3-е изд. – М.: «Дашков и К», 2003. – 532с.
8. Бернстайн Л.А. Анализ финансовой отчетности: Пер. с англ./Научн. ред. Перевода чл.-корр. РАН И.И. Елисеева/Гл. ред. Серии проф. Я.В. Соколов. – М.: Финансы и статистика, 1996
9. Бирман Г., Шмидт С. Экономический анализ инвестиционных проект. - М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1999.
10. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента. Том 1. - М: Эльга, 2004. - 672 с.; Том 2. - М: Эльга, 2004. - 560 с.
11. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент. - М.: Эльга, 2006.- 552 стр.
12. Блейк Дж. Амант О. Европейский бухгалтерский учет. Справочник: Пер. с англ. – М.: Информационно-издательский дом «Филинь», 1997
13. Блохина В.Г. Инвестиционный анализ. - М: Феникс, 2004. – 315 с.
14. Боди З., Мертон Р. Финансы: Пер. с англ. – М.: Издательский дом “Вильямс”, 2000.
15. Боровков П. Бюджетирование в крупных многоуровневых компаниях, www.intalev.ru
16. Бороненкова С.А. Управленческий анализ: Учеб. пособие. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 384 с.
17. Бочаров В.В. Финансовый анализ. – СПб: Питер, 2001. – 240 с.
18. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент. Полный курс, т. 1,2. Институт “ОТКРЫТОЕ ОБЩЕСТВО”, Санкт – Петербург, 1999.
19. Василевич И.П., Уткин Ф.А., «Вопросы трансформации отчетности в соответствии с МСФО», «Бухгалтерский учёт», №12, 2003;
20. Вахрушина М.А., Бухгалтерский управленческий учет: учебник для вузов, М., 2003 – 528 с.
21. Вахрушина Н. Создание системы управления дебиторской задолженностью «Финансовый директор» № 5 (май) 2005
22. Востоков Е.В. Менеджмент (учебное пособие). – СПб: СПбГУТ, 2006 – 240с.
23. Востоков Е.В., Малышев А.Н. Об оценке рисков инвестиционных проектов на базе имитационных стохастических моделей, - В сб. Тезисы

- докладов 35 «Научно-практической конференции СПбГУТ им. М.А. Бонч-Бруевича», - СПб 2005.
24. Галасюк В.В. О "конфликте" критериев IRR и NPV. – Днепропетровск, 2005
 25. Гвелесиани Т.В., IFRS 3 «Объединения бизнеса»: Журнал "Внедрение МСФО в кредитной организации" [http: bank.reglament.net/msfo](http://bank.reglament.net/msfo): 2006-05-15
 26. Гейзлер П.С., Завьялова О.В Управление проектами: Практическое пособие,- СПб:Книжный дом, 2005 - 286 с.
 27. Глазов М.М. Экономическая диагностика предприятий: новые решения. - С-Пб .университет экономики и финансов, 1998.-195 с.
 28. Глухов В.В., Бахрамов Ю.М. Финансовый менеджмент (участники рынка, инструменты, решения). СПб., 1995.
 29. Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть первая и вторая. – М.: Изд.»Спартак», 1997. – 436 с.
 30. Грюнинг Х., ван, Коэн М. "Международные стандарты финансовой отчетности " М:Из-во "Весь Мир", 2006 с. - 344 с.
 31. Гульдин К. Финансы предприятий и корпораций , Temator.Ru 22.06.2004, 56 с.
 32. Дружиловская Т.Ю. Проблемы реформирования бухгалтерского учета в России в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности, НКИ, 68 с.
 33. Ежов А.А., Шумский С.А. Нейрокомпьютинг и его применение в экономике и бизнесе. Учебники экономико-аналитического института МИФИ, 1999.
 34. Ендовицкий Д.А. Практикум по финансово-инвестиционному анализу: ситуации, методики, решения. – М.: КноРус, 2006. – 423 с.
 35. Ефимова О. В. Финансовый анализ. - М.: Бухгалтерский учет, 1999. - 320 с.
 36. Ефимова О.В. Учет влияния инфляции методом восстановительной стоимости // Бух. учет. – 2003. - № 16. – С. 47-53.
 37. Зайцева О.П., Жукова Р.В. Основные средства: обновление методики комплексного анализа // Экономический анализ: теория и практика – 2003. - № 2. – С. 52-64.
 38. Закон РФ «О бухгалтерском учете» № 129-ФЗ от 21.11.1996 (ред. От 30.06.2003)
 39. Зелль А. Бизнес-план: Инвестиции и финансирование, планирование и оценка проектов: Пер. с нем. – М.: Издательство «Ось-89», 2002. – 240 с.
 40. Зозуля В. EVA: новый взгляд на старые вещи, в журнале "Управление компанией" №5, 2001 г.
 41. Зозуля В. EVA-ABC: Одним выстрелом – двух зайцев, в журнале "Управление компанией" №4, 2001 г.
 42. Игошин Н.В. Инвестиции: Организация управления и финансирования. – М.: ЮНИТИ: Финансы. 2000. - 413 с.
 43. Использование зарубежного опыта в условиях перехода России на международные стандарты в области учёта и статистики, Сборник научных

- трудов кафедры учёта, статистики и аудита, п/р Н.Е. Григорчук, МГИМО (У), Москва, 1998;
44. Как внедряют МСФО в России [http: bank.reglament.net/msfo](http://bank.reglament.net/msfo)
 45. Как подготовить организацию к переходу на МСФО [http: bank.reglament.net/msfo](http://bank.reglament.net/msfo)
 46. Как читать балансовый отчет / Международная организация труда. Пер. с англ. – М.: Финансы и статистика, 1992. – 208 с.
 47. Карлин Т.П., Макмин А.Р., III, «Анализ финансовых отчётов (на основе ГААР)», Москва, «Инфра-М», 1999;
 48. Качалин В.В., «Финансовый учёт и отчётность в соответствии со стандартами ГААР», Москва, «Дело», 2000;
 49. Кейлер В.А. Экономика предприятия: Курс лекций / В.А. Кейлер. – М.: ИНФРА-М, Новосибирск: Издат-во Новосиб. гос. анад. Экономики и управления, 2003. – 272 с.
 50. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. - М.: Финансы и статистика, 2000. - 525 с.
 51. Ковалев В.В. Сборник задач по финансовому анализу. Учебное пособие. М. Финансы и статистика, 2002. - 128 с.
 52. Ковалев В.В. Финансовый анализ: методы и процедуры. - М.: Финансы и статистика, 2005. - 560 с.
 53. Колиснык М. Принципы составления гибких бюджетов - «&Стратегии», № 6, 2004
 54. Кондратова И.Г., Основы управленческого учета, М., 2001 – 160 с.
 55. Конституция (Основной Закон) РФ. М., 1994.
 56. Концепция развития бухгалтерского учета и отчетности в российской федерации на среднесрочную перспективу [http: bank.reglament.net/msfo](http://bank.reglament.net/msfo)
 57. Котов В.И. Анализ рисков инвестиционных проектов на основе функций чувствительности и теории нечетких множеств, СПб: Судостроение, 2007 – 128 с.
 58. Кравченко Н. А. Инвестиционный анализ. – М.: Дело, 2007. – 263 с.
 59. Крейнина М.Н. Финансовое состояние предприятие. Методы оценки. – М.: ИКЦ «ДИС», 1997. – 224 с.
 60. Крутик А.Б., Хайкин М.М. Основы финансовой деятельности предприятия: Учеб. пособие.- 2-е изд., перераб. и доп.- СПб.: Бизнес-пресса, 1999,-448.
 61. Крянев А.В. Основы финансового анализа и проектного инвестирования в рыночной экономике. – М.: МИФИ, 2001.
 62. Липсиц И.В. Коммерческое ценообразование. Москва, Издательство БЕК, 2000.
 63. Ложкин О.Б. Движение ресурсов и эффективность бизнеса. Москва, Издательство МГУП, 2000.
 64. Ложкин О.Б. Финансовый анализ эффективности и устойчивости бизнес-процесса, Альт-Инвест, -2003, - 98 с.
 65. Ложников И.Н., «О переходе российских организаций на международные стандарты финансовой отчетности», «Налоговый вестник», № 12, 2002;

66. Малашихина Н.Н., Белокрылова О.С. Риск-менеджмент: Учебное пособие. – Ростов н/Д: «Феникс», 2004. – 320 с. (Серия «Учебники высшей школы»)
67. Малыхин В.И. Финансовая математика. М. ЮНИТИ. 2000.
68. Методические рекомендации Минэкономразвития РФ по управленческому учету, М: 2003
69. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов (Официальное издание утв. Минэкономки РФ, Минфином РФ и Государственным комитетом РФ по строительной, архитектурной и жилищной политике от 21 июня 1999 г. N ВК 477). «Экономика», М., 2000. – 422 с.
70. Методические указания по проведению анализа финансового состояния / Приказ ФСФО РФ от 23.01.2001 №16
71. Мешалкин В. Дебиторскую задолженность можно и не списывать // Экономика и жизнь, 2001, № 36.- С. 19.
72. Мизиковский Е.А., Дружиловская Т.Ю., «Финансовое положение компаний: различные концепции», «Финансовая газета», №45-47, 2000;
73. Мизиковский Е.А., Дружиловская Т.Ю., «Финансовые результаты предприятия: различные концепции», «Финансовая газета», №33-34, 2000;
74. Михалкевич А.П., «Бухгалтерский учёт на предприятиях зарубежных стран», Минск, «ООО Митанта», 1998;
75. Модеров С., Творческий подход к составлению отчетности - «Консультант» № 15, 2005 год
76. Моляков Д.С. Финансы предприятий отраслей народного хозяйства: Учебное пособие. – М: Финансы и статистика, 2004. – 200с.
77. Монахова Е., Никитина Н., Бобровский С. “КИС и ИСУП: найдите шесть различий”. РС WEEK, 33, 7 сентября 1999.
78. Мыльник В. В. Инвестиционный менеджмент. Учебное пособие для вузов Серия: Gaudeamus. - М: Академический проект, 2003. - 272 с.
79. Налоговый кодекс РФ, части первая и вторая. М.: Юрайт-М, 2002.-392 с.
80. Недосекин А.О. Нечетко-множественный анализ риска фондовых инвестиций, - СПб Сезам, 2002 – 181 с.
81. Оценка бизнеса: Учебник/Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой, - М.- "Финансы и статистика", 1998, - 512 с.
82. Положения по бухгалтерскому учету. Сборник – М., «Издательство ЭЛИТ», 2004г. – 192с.
83. Полуэктов А.А. Новые методы оценки компаний в сделках слияния и поглощения. – М.: МАКС-Пресс, 2001.
84. Попов А.А. Бюджетирование как инструмент финансового планирования, Воронеж, Элитариум — Центр дистанционного образования, 12 с.
85. Практическое пособие по планированию и калькулированию себестоимости продукции (работ, услуг) для работников экономических, финансовых и бухгалтерских служб промышленных предприятий и фирм /

- А.Б. Аскеров, Ю.И. Брынских, Оглоблин А.А. и др. – Екатеринбург: Издательство АМБ, 2001. – 178 с.
86. Пучкова С.И., «Инфляция и отчетность», «Бухгалтерский учёт», №8, 2003;
87. Разработка финансового плана коммерческой организации: Методические указания по выполнению курсовой работы/ М.И.Черутова, О.В.Черутова. – Братск: БрГТУ, 2003. – 40с.
88. Риск-анализ инвестиционного проекта. Учебник для вузов под ред. М.В.Грачевой. М. «ЮНИТИ-ДАНА», 2001, -351 с.
89. Ричард Лефтвич -"Мастерство: Финансы"
90. Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б. Основы корпоративных финансов: Пер. с англ. / Д.Л. Твердохлебова.- М.: Лаборатория Базовых Знаний, 2000.- 720 с.
91. Рэдхэд К., Хьюс С. Управление финансовыми рисками. – М.: ИНФРА-М, 1996.
92. Савицкая Г.В. Анализ хозяйственной деятельности предприятия: Учебник. - М.: ИНФРА – М, 2002.-336с.
93. Савчук В. П. Финансовое планирование и разработка бюджета предприятия, НТТР:\vps@a-teleport.com
94. Скот М.К. Факторы стоимости. Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости. Москва, ЗАО “ОЛИМП БИЗНЕС”, 2000.
95. Скоун Т. Управленческий учет. Москва, “Аудит”, Издательское объединение “ЮНИТИ”, 1997.
96. Стоун Д., Хитчинг К. Бухучет и финансовый анализ. СИРИН, 1998.
97. Стоянова Е.С. Финансовый менеджмент. – М: Перспектива, 2004.- 456с.
98. Стоянова Е.С. Финансовый менеджмент: теория и практика. Учебник. 5-е издание. - М.: Перспектива, 2001 – 656 с.
99. Стоянова Е.С., Быкова Е.В., Бланк И.А. Управление оборотным капиталом / Под ред. Е.С.Стойковой. - М.: Изд-во “Перспектива”, 1998. - 128 с.
100. Тренев Н.Н. Управление финансами: Уч. Пособие для вузов. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 496с.
101. Тэйман Л.И. Риски в экономике, М: ЮНИТИб 2002 – 292 с.
102. Уотшем Т.Дж., Парамоу К. Количественные методы в финансах: Учебное пособие для ВУЗов. – М.: ЮНИТИ, 1999.
103. Финансовое управление кампанией /Общ. Ред. Е.В. Кузнецовой. – М: Фонд «Правовая культура». 2000 – 383с.
104. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. – М: Финансы и статистика, 1999 – 432 с.
105. Финансовый бизнес-план: Учеб. пособие / Под ред. действ. члена Акад. инвестиций РФ, д-ра экон. наук, проф. В.М. Попова. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 480 с.
106. Финансовый менеджмент. Руководство по технике эффективного менеджмента. CARANA Corporation – USAID – RPC. Moscow 1998.

107. Финансы /Ковалева А.М., Баранникова Н.П., Богачева В.Д. и др.: Под редакцией А. М. Ковалевой. -М. «Финансы и кредит»,2000.-384 с.
108. Финансы организаций (предприятий): Учебник для вузов/ Н.В.Колчина, Г.Б.Поляк, Л.М.Бурмистрова и др.; под ред. Н.В.Колчиной.-3-е изд.. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – 368с.
109. Фомин П.А., Методология расчета бюджета движения денежных средств, <http://www.cis2000.ru>
110. Хелферт Э. Техника финансового анализа/Пер. с англ. Под ред. Белых Л.П. - М. "Аудит", ЮНИТИ, 1996, - 663 с.
111. Хендриксен Э.С., Ван Бреда М.Ф. Теория бухгалтерского учета. Москва, “ФИНАНСЫ И СТАТИСТИКА”, 1997.
112. Холт Р.Н. Основы финансового менеджмента. Москва, Дело ЛТД, 1995 - 128с..
113. Хорн Дж. К. Ван Основы управления финансами: Пер. с англ. / Под ред.Я.В. Соколов. – М.: Финансы и статистика, 2001.- 800 с.
114. Хруцкий В.Е., Сизова Т.В., Гамаюнов В.В. Внутрифирменное бюджетирование: Настольная книга по постановке финансового планирования. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 400 с.
115. Чернов В. А. Инвестиционный анализ. - М: ЮНИТИ, 2007. – 159 с.
116. Черняк В. З. Управление инвестиционными проектами. Серия: Профессиональный учебник: Менеджмент. – М.: Юнити-Дана, 2004. - 352 с.
117. Шелобаев С.И. Математические методы и модели в экономике, финансах, бизнесе. М: ЮНИТИ, 2000.
118. Шеремет А.Д., Ионова А.Ф., Финансы предприятий: менеджмент и анализ. - М.: ИНФРА-М, 2006. - 479с.
119. Энциклопедия финансового риск-менеджмента / Под ред. А.А. Лобанова и А.В. Чугунова. – М.: Альпина Паблишер, 2003. – 760 с.
120. Якубовская Т. Управление запасами и бюджетирование продаж, <http://www.big.spb.ru>
121. Emmanuel C., Otley D. Readings in Accounting for Management Control. – Chapman and Hall, 1995.
122. International accounting Standards. Commission regulation EC N1725/2003, - Official journal of European Union, - 13.10.2003, Brucxell - p. 420.
123. Shaked, I., Allen, M. and Leroy P., 'Creating Value Through EVA ® - Myth or Reality, Journal of Strategy and Business, Issue 9 , Fourth Quarter 1997.
124. Stewart, Thomas A. Accounting Gets Radical // Fortune. – 2001. – Monday, April 16.
125. US AID Переход к международным стандартам бухгалтерского учета. Учебное пособие. <http://www.cfin.ru/ias/index.shtml>
126. Young, David. Economic value added: A primer for European managers // European Management Journal. Vol. 15. – № 4. – P. 335-344.

Приложение 1. ВОПРОСЫ ДЛЯ ПРОВЕРКИ ЗНАНИЙ

1. Перечислите основные задачи управления финансами на уровне предприятия
2. Что понимается под финансовыми отношениями предприятия?

3. Перечислите основные принципы управления финансами на предприятии.
4. Что понимается под механизмом управления финансами на предприятии?
5. Что такое финансовое потоки?
6. Перечислите основные типы финансовых потоков.
7. Основные подпотоки денежных средств?
8. Перечислите основные входные потоки денежных средств
9. Перечислите основные выходные потоки денежных средств
10. Какие основные методы используются для построения движения денежных средств.
11. В чем состоит основная суть кассового метода формирования движения денежных средств?
12. В чем состоит основная суть метода прямого пересчета формирования движения денежных средств?
13. Что такое нетто-представление движения денежных средств?
14. Что такое косвенный метод формирования движения денежных средств?
15. Что такое сальдированное представление движения денежных средств?
16. Что такое балансовое уравнение?
17. Что понимается под балансом предприятия?
18. Что означает условие признания элементов финансовой отчетности?
19. Чем отличается финансовая концепция капитала от физической по МСФО?
20. Назовите основные концепции построения баланса
21. Какой логики придерживается английская концепция баланса?
22. Какой логики придерживается континентальная концепция баланса?
23. Что такое активы предприятия?
24. Что такое ликвидность активов?
25. Какие группы ликвидности активов существуют?
26. Что влияет на ликвидность активов?
27. Перечислите состав нематериальных активов.
28. Что определяет ликвидность нематериальных активов?
29. Перечислите состав основных средств.
30. Что определяет ликвидность основных средств?
31. Что такое доходные вложения в материальные ценности?
32. Что влияет на ликвидность незавершенных капитальных вложений?
33. Как формируются долгосрочные налоговые активы
34. Перечислите основные статьи оборотных активов
35. Охарактеризуйте состав статьи «Запасы и затраты» в российском балансе
36. Что предполагает детальный анализ дебиторской задолженности?
37. Что входит в статью краткосрочные финансовые вложения?
38. Чем отличаются нематериальные активы по РСБУ и МСФО?
39. Охарактеризуйте основные методы переоценки основных фондов.

40. В чем отличие РСБУ и МСФО в оценке долгосрочных финансовых вложений?
41. Назовите основные типы обязательств.
42. Что такое отложенные налоговые обязательства?
43. Как формируется статья «Резервы» в МСФО
44. Перечислите основные виды резервов
45. Какие виды резервов не формируются в рамках РСБУ
46. Что включает статья Доходы будущих периодов?
47. Что такое отрицательная деловая репутация?
48. Что такое доля миноритариев и как она формируется?
49. Что входит в состав капитала, относящегося к основным акционерам?
50. Что включает описание акционерного капитала в соответствии с МСФО
51. Перечислите основные статьи отчета о прибылях и убытках.
52. Чем отличается отчет по прибылям и убыткам по МСФО и РСБУ
53. Чем отличается учет затрат по характеру и по функции затрат
54. Перечислите основные цели финансового анализа.
55. Охарактеризуйте интересы и цели финансового анализа для собственников
56. Охарактеризуйте интересы и цели финансового анализа для кредиторов
57. Охарактеризуйте интересы и цели финансового анализа для менеджеров
58. Охарактеризуйте интересы и цели финансового анализа для персонала
59. Охарактеризуйте интересы и цели финансового анализа для государственных органов
60. Охарактеризуйте основные источники информации при финансовом анализе
61. Какие типы моделей используются при финансовом анализе?
62. Что такое вертикальный финансовый анализ?
63. Что такое горизонтальный финансовый анализ?
64. Что такое экономическое состояние предприятия и с каких позиций оно может быть оценено?
65. Что такое ликвидность баланса? Какие виды ликвидности существуют?
66. Какими коэффициентами определяется краткосрочная ликвидность баланса?
67. Что такое показатели абсолютной ликвидности?
68. Отрицательность ликвидационной стоимости предприятия как соотносится с отрицательным собственным рабочим капиталом?
69. Чем отличается показатель покрытия от показателя текущей ликвидности?
70. В чем схожесть показателей текущей взвешенной ликвидности, срочности и мгновенной ликвидности?
71. Что такое качество активов? Как оно измеряется?
72. Как взаимосвязан коэффициент независимости (автономности) и коэффициент задолженности?

73. Какой коэффициент больше независимости и долгосрочной финансовой независимости?
74. Что такое показатели деловой активности? Какие группы показателей входят в нее?
75. Как соотносится время оборота и скорость оборота активов?
76. Какие показатели определяют время обращения текущих активов?
77. Что такое чистое время оборота текущих активов?
78. Как связано время оборота с оценкой ликвидности активов?
79. Какие виды расходов включает показатель обеспеченности денежными средствами?
80. Какие виды затрат не включаются при расчете обеспеченности запасами сырья и материалов?
81. Какие показатели оборачиваемости пассивов рассчитываются?
82. Для чего нужно рассчитывать показатели оборачиваемости пассивов?
83. О чем свидетельствует отрицательное значение показателя время ожидания наличности?
84. Какие виды экономических эффектов используются для построения показателей результативности?
85. Относительно каких видов ресурсов обычно рассчитываются показатели результативности?
86. Какие ресурсы считаются синхронными результату?
87. Какие группы показателей используются для оценки эффективности деятельности предприятия?
88. Чем отличаются показатели эффективности при синхронном или асинхронном результате?
89. Что такое показатели сравнения эффективности использования ресурсов?
90. Что такое показатели дисконтированного эффекта?
91. Какие показатели отдачи Вы знаете?
92. Как учитывается инфляция при расчете показателя отдачи активов?
93. Как учитывается инфляция при расчете показателя отдачи затрат?
94. Какие показатели рассчитываются при оценке текущей операционной прибыльности предприятия?
95. Какие показатели рассчитываются при оценке операционной прибыльности предприятия?
96. Какие показатели рассчитываются при оценке прибыльности предприятия?
97. Как учитывается инфляция при расчете показателей прибыльности?
98. Что используют в качестве индикатора сравнения при оценке показателей прибыльности?
99. Какие показатели рассчитываются при оценке рентабельности предприятия?
100. Как учитывается инфляция при расчете показателей рентабельности?
101. Что используют в качестве индикатора сравнения при оценке показателей рентабельности?

102. Что такое чистая рентабельность?
103. Какие показатели доходности рассчитываются?
104. Как оценивается качество прибыли по первой формуле Дюпона?
105. Как оценивается риск по второй формуле Дюпона?
106. Что такое эффект финансового рычага?
107. Что такое плечо финансового рычага?
108. Что такое показатель EVA?
109. Охарактеризуйте основные подходы к оценке класса заемщика на основе оценок показателей ликвидности и эффективности?
110. Какие показатели используются при оценке заемщика по показателям ликвидности?
111. Какие показатели используются при оценке заемщика по показателям эффективности?
112. Как оценить предельные размеры краткосрочных кредитов на основе показателей ликвидности?
113. Как оценить предельные размеры долгосрочных кредитов на основе показателей ликвидности?
114. Какие основные цели финансового планирования?
115. Какие основные задачи должны решаться при финансовом планировании?
116. Каковы главные этапы процесса финансового планирования?
117. Какие основные методы используются при финансовом планировании?
118. В чем принципиальное отличие краткосрочного и долгосрочного финансового плана?
119. Сформулируйте основные технологические принципы финансового планирования.
120. В чем состоит задача финансового прогнозирования?
121. Какие основные методы используются при финансовом прогнозировании?
122. В чем ограниченность экспертного метода при финансовом прогнозировании?
123. Что такое эконометрический прогноз и авторегрессия?
124. Перечислите основные этапы формирования эконометрической модели прогноза финансовых результатов предприятия?
125. Перечислите основные этапы формирования эконометрической модели прогноза баланса предприятия?
126. Какой методический прием используется в методе прогнозных финансовых отчетов?
127. Перечислите основные этапы метода прогнозных финансовых отчетов.
128. Какие исходные данные необходимы для составления прогнозного отчета о прибыли?
129. Какие допущения делаются в отношении статей активов и пассивов при составлении прогнозного баланса предприятия?
130. Зачем составляется прогнозный баланс предприятия?

131. Какие могут быть причины того, что сумма активов прогнозного баланса не будет равна сумме его пассивов?
132. Каким образом сводятся активы и пассивы баланса при прогнозировании?
133. Что такое метод нейронных сетей?
134. В чем сущность и основные положения сценарного (ситуационного) анализа?
135. В чем состоят основные цели составления долгосрочного финансового плана?
136. Охарактеризуйте связь долгосрочного финансового планирования с маркетингом и стратегией предприятия.
137. Что определяет горизонт долгосрочного финансового плана?
138. Дайте характеристику динамики потребности предприятия в финансировании.
139. Какие основные этапы существуют при долгосрочном финансовом планировании?
140. Назовите основные типы инвестиционных проектов.
141. Что такое портфель инвестиционных проектов?
142. Какие правила используются при формировании долгосрочного инвестиционного портфеля?
143. Назовите основные недисконтированные показатели эффективности инвестиционных проектов.
144. Назовите основные дисконтированные показатели эффективности проектов.
145. Чем отличаются альтернативные и комплементарные инвестиционные проекты?
146. Что такое контур NPV и IRR?
147. Что такое точка Фишера?
148. Какие правила используются при отборе в инвестиционный портфель нестратегических проектов?
149. Что такое показатель экономической добавленной стоимости проекта?
150. Почему показатель проектной EVA должен использоваться при отборе стратегических проектов в инвестиционный портфель предприятия?
151. В чем состоит различие подходов NPV и EVA?
152. Назовите основные этапы формирования финансовой части долгосрочного финансового плана.
153. Как оцениваются размеры заимствований при долгосрочном финансовом плане?
154. Почему можно предположить, что при 10-ти процентном росте продаж кредиторская задолженность также возрастает на 10%?
155. Как определяется величина дополнительной потребности в финансовых ресурсах?
156. Почему нельзя допустить, что долгосрочные обязательства предприятия возрастают пропорционально объему продаж?

157. Приведите пример принципа для принятия решения в отношении дополнительного финансирования.
158. Объясните необходимость и технологию использования метода последовательных приближений при оценке потребности в дополнительном финансировании.
159. В чем конструктивный смысл анализа финансовых коэффициентов в процессе поиска величины дополнительных финансовых ресурсов?
160. Проясните, как улучшение оборачиваемости какого-либо краткосрочного актива может избавить предприятие от поиска дополнительных финансовых источников.
161. Почему невозможно разработать однокритериальную оптимальную финансовую модель планирования?
162. Какие основные критерии используются при оптимизации долгосрочного финансового плана?
163. Какие риски необходимо учитывать при долгосрочном финансовом планировании?
164. Чем чистые риски отличаются от спекулятивных?
165. Что такое процедура управления риском?
166. Что включает анализ чувствительности?
167. Как рассчитывается параметр чувствительности?
168. Что такое коммулятивные риски?
169. Как используется сценарный анализ при долгосрочном финансовом планировании?
170. Что такое нечеткие числа?
171. Что такое нечеткие функции и как они используются при оценке риска при долгосрочном планировании?
172. Какие финансовые риски необходимо учитывать при долгосрочном финансовом планировании?
173. Что определяют коэффициенты обеспеченности обслуживания кредитов и выплаты процентов? Как они рассчитываются?
174. В чем сущность краткосрочного финансового планирования?
175. Сформулируйте основные этапы краткосрочного финансового планирования.
176. Какие основные параметры определяет годовой бюджет?
177. Сформулируйте смысл понятия “бюджетирование”.
178. Каковы основные задачи бюджетирования?
179. Перечислите основные этапы работ по реализации процесса бюджетирования на предприятии.
180. Какие основные процедуры при составлении бюджета используются?
181. Перечислите основные виды бюджетов предприятия.
182. Какие бюджеты называются операционными, а какие – функциональными?
183. Что такое внешние ограничения и базовые предположения?
184. Дайте характеристику временному аспекту бюджетирования

185. Каковы особенности составления бюджета продаж?
186. На какие основные вопросы следует ответить при подготовке бюджета продаж?
187. Перечислите основные факторы, которые влияют на объем продаж.
188. Объясните смысл коэффициента инкассации.
189. Какие основные проблемы возникают при формировании бюджета продаж на крупных предприятиях?
190. Что определяет бюджет коммерческих расходов?
191. Опишите содержание производственного плана в составе бюджета предприятия.
192. Запишите основную формулу расчет объема производства.
193. В какой последовательности происходит расчет производственных бюджетов?
194. Каково назначение бюджета производственных запасов?
195. Каковы особенности составления бюджета прямых затрат на материалы?
196. Как составляется график оплаты за материалы?
197. Каковы особенности составления бюджета прямых затрат на оплату труда?
198. Как определяются переменные и постоянные издержки в бюджете производственных накладных издержек?
199. Каковы особенности составления бюджета управленческих расходов?
200. Зачем нужен прогнозный отчет о прибыли в процессе бюджетирования предприятия?
201. Зачем нужна модель себестоимости при составлении бюджета предприятия?
202. Дайте характеристику модели себестоимости.
203. Опишите назначение и содержание бюджет денежных средств.
204. Из каких разделов состоит бюджет денежных средств?
205. В чем смысл показателя минимально допустимого объема денежных средств?
206. Опишите технологию поиска необходимого объема дополнительного финансирования.
207. Какие три отчетные формы формируются в процессе краткосрочного финансового планирования?
208. В чем смысл использования сокращенного баланса в процессе анализа и планирования предприятия?
209. Опишите динамику взаимодействия объемов реализации, дебиторской задолженности и денежных потоков в процессе краткосрочного планирования.
210. Приведите примеры типичных входных и выходных денежных потоков, рассматриваемых в процессе краткосрочного финансового планирования.

211. Как устанавливается потребность в дополнительном финансировании в процессе краткосрочного планирования?
212. Перечислите основные краткосрочные источники дополнительного финансирования.
213. В чем состоит необходимость составления оперативного и календарного финансового планирования?
214. Перечислите основные типы оперативных и календарных планов. Зачем они составляются?
215. Что такое платежный календарь?
216. Какие основные формы привлечения средств существуют?
217. Какие принципы используют при формировании привлеченных средств?
218. Охарактеризуйте основные методы расчета потребности в привлечении финансовых средств.
219. В каком смысле утверждают, что структура пассивов должна быть оптимальна?
220. Какие основные этапы включает процесс оптимизации структуры пассивы?
221. Как производится анализ структуры пассивов?
222. Какие основные факторы определяют оптимальность структуры пассивов?
223. Какие критерии используются при оптимизации структуры пассивов?
224. Что такое стоимость привлечения финансовых средств?
225. На основе каких принципов определяется стоимость привлечения финансовых средств?
226. Как определяется финансовый риск?
227. В чем основное назначение распределения активов на различные группы? Как структура активов соотносится со структурой пассивов?
228. Какие критерии используются при оценке финансового риска?
229. Какие три основных вида отношения менеджеров к финансовым рискам выделяют?
230. Перечислите основные задачи при формировании собственных средств
231. Перечислите основные этапы разработки политики в области разработки политики по формированию основных средств.
232. Из каких основных элементов состоит собственный капитал?
233. Как оценивается стоимость привлечения собственных средств?
234. Как оценивается стоимость привлечения собственного капитала за счет эмиссии обыкновенных акций?
235. Как оценивается стоимость привлечения собственного капитала за счет эмиссии привилегированных акций?
236. В чем состоит смысл дивидендной политики?
237. Какие основные виды дивидендной политики используются?
238. Какие основные теории существуют в области дивидендной политики?

239. Какие факторы определяют выбор дивидендной политики?
240. Как оценивается эффективность дивидендной политики?
241. Что такое эмиссионная политика?
242. Какие основные задачи должны быть решены при формировании эмиссионной политики?
243. В чем состоят основные достоинства и недостатки при финансировании развития предприятия за счет собственных средств?
244. Какие основные этапы включает анализ заемного капитала?
245. Как оценивается стоимость привлечения банковских кредитов?
246. Как оценивается стоимость привлечения капитала за счет эмиссии облигаций?
247. Как оценивается стоимость привлечения капитала на основе финансового лизинга?
248. В чем состоят основные достоинства и недостатки при финансировании развития предприятия за счет заемного капитала?
249. Какие основные этапы включает анализ товарного кредита?
250. Как оценивается стоимость привлечения средств за счет выпуска векселей?
251. Как оценивается стоимость привлечения средств за счет кредиторской задолженности?
252. В чем состоят основные достоинства и недостатки при финансировании развития предприятия за счет товарного капитала?
253. Какие основные этапы включает анализ внутренней кредиторской задолженности?
254. Какие методы используются для оценки размеров внутренней кредиторской задолженности?
255. Как оценивается стоимость привлечения средств за счет формирования внутренней кредиторской задолженности?
256. В чем состоят основные достоинства и недостатки при финансировании развития предприятия за счет внутренней кредиторской задолженности?
257. В чем состоят основные задачи комплексного оперативного управления активами и пассивами?
258. Охарактеризуйте основные виды политики в области управления активами.
259. Как сочетаются политика в области управления активами и пассивами?
260. Что такое текущие финансовые потребности?
261. Какие методы используются для минимизации текущей финансовой потребности?
262. Что такое спонтанное финансирование?
263. Перечислите основные задачи в области управления запасами.
264. Какие менеджерские приемы используются при управлении запасами предприятия и как они позволяют экономить деньги?
265. Какие основные подходы используются для определения размеров запасов готовой продукции?

266. Какие виды запасов готовой продукции имеются на предприятии?
267. Что такое точка заказа?
268. Что определяет формула Уилсона? Какие параметры она включает?
269. Что такое вытягивающие модели? На какие категории делятся потребители в рамках этих моделей?
270. Какие показатели используются в качестве индикаторов качества политики в области запасов?
271. Какие методы используются при управлении дебиторской задолженностью?
272. Как оценить качество управления дебиторской задолженностью?
273. В чем цель и содержание повседневного управления деньгами?
274. Как определить минимально необходимый остаток денежных средств на основе формулы Баумоля?
275. Как определить минимально необходимый остаток денежных средств на основе модели Миллера - Ора?
276. В чем отличие модели Стоуна от модели Миллера-Ора?
277. Как можно повысить эффективность использования денежных средств?
278. В чем состоят основные задачи оперативного управления внеоборотными активами?
279. Какие основные этапы анализа эффективности использования внеоборотных активов?
280. Что такое дезинвестиции? Какие основные причины вызывают дезинвестиции?
281. Как оценивается износ и обновление основных средств?