



**Уральский
федеральный
университет**

имени первого Президента
России Б. Н. Ельцина

**Институт экономики
и управления**

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Учебное пособие

Министерство науки и высшего образования
Российской Федерации
Уральский федеральный университет
имени первого Президента России Б. Н. Ельцина

Финансовый менеджмент

Учебное пособие

*Под общей редакцией кандидата экономических наук,
доцента Ю. А. Долгих*

Рекомендовано методическим советом
Уральского федерального университета
для студентов вуза, обучающихся по направлениям подготовки
38.03.01 — Экономика, 38.03.02 — Менеджмент

Екатеринбург
Издательство Уральского университета
2021

УДК 336:005(075.8)

ББК 65.261я73

Ф59

Авторы: канд. экон. наук, доц. *Ю. А. Долгих* (введение; гл. 1; гл. 2; контр. задания); канд. экон. наук, доц. *Т. В. Бакунова* (гл. 2; контр. задания); канд. экон. наук, доц. *Е. А. Трофимова* (гл. 3; контр. задания); ст. препод. *Е. С. Панфилова* (гл. 3; контр. задания)

Рецензенты:

кафедра финансов и кредита Самарского государственного экономического университета (завкафедрой д-р экон. наук, проф. *Т. М. Ковалева*);

М. С. Марамыгин, д-р экон. наук, проф. кафедры финансов, денежного обращения и кредита Уральского государственного экономического университета

Финансовый менеджмент : учебное пособие / Ю. А. Долгих, Ф59 Т. В. Бакунова, Е. А. Трофимова, Е. С. Панфилова ; под ред. Ю. А. Долгих ; М-во науки и высшего образования РФ. — Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2021. — 118, [2] с.

ISBN 978-5-7996-3309-7

В учебном пособии рассматривается круг основных вопросов финансового менеджмента. Изложен теоретический базис финансового управления в организации с позиции системного подхода. Пособие знакомит с современными методами анализа финансового состояния организации, управления ее оборотными активами с учетом основных структурных элементов. Особое внимание уделено управлению стоимостью и структурой капитала. Книга иллюстрирована рисунками и таблицами, содержит необходимый оценочный в отношении полученных читателями знаний аппарат.

Учебное пособие рекомендовано студентам экономических и менеджериальных направлений подготовки, магистрантам, может быть полезно аспирантам и практикующим работникам финансовой сферы.

Библиогр.: 30 назв. Табл. 10. Рис. 12.

УДК 336:005(075.8)

ББК 65.261я73

ISBN 978-5-7996-3309-7

© Уральский федеральный университет, 2021

ОГЛАВЛЕНИЕ

Предисловие	4
Глава 1. Основы финансового менеджмента	7
1.1. Понятие, цель, задачи и функции финансового менеджмента	7
1.2. Система финансового менеджмента в организации	12
1.3. Информационное обеспечение финансового менеджмента. Анализ финансового состояния организации как основа для принятия управленческих решений	18
Вопросы для самопроверки	32
Тестовые задания	32
Глава 2. Управление оборотными активами организации	37
2.1. Понятие, структура, классификация оборотного капитала организации.....	37
2.2. Управление запасами.....	43
2.3. Управление дебиторской задолженностью.....	48
2.4. Управление денежными активами	67
Вопросы для самопроверки	78
Тестовые задания	79
Глава 3. Управление капиталом организации	83
3.1. Капитал организации: экономическая сущность и классификация	83
3.2. Управление структурой и стоимостью капитала организации	88
Вопросы для самопроверки	102
Тестовые задания	102
Контрольные задания	107
Рекомендуемый библиографический список	112
Приложение	115

ПРЕДИСЛОВИЕ

Кризисные явления в российской экономике, санкции западных стран, увеличение объемов информации, перерабатываемых в системах менеджмента современных компаний, усиление интеграционных процессов и расширение глобальных рыночных границ, а также многие другие факторы существенно повышают неопределенность внешней среды, влияя на то, что деятельность хозяйствующих субъектов даже в краткосрочной перспективе становится процессом труднодетерминированным и сложнопрогнозируемым.

Необходимость адаптации российских компаний к новым реалиям ведения бизнеса актуализирует целесообразность глубокого и комплексного исследования вопросов финансового управления. Именно поэтому в последнее время наблюдается повышение интереса к финансовому менеджменту как среди ученых, так и среди финансовых менеджеров различных уровней управления.

Финансовый менеджмент является универсальной областью знаний, в которой работают специалисты разных направлений — экономисты, в том числе финансисты, а также математики, риск-менеджеры. Проблематика финансового менеджмента представляет собой масштабную совокупность современных и перспективных научных вопросов, аспектов для исследовательских изысканий, конкретных прикладных методик и руководств в деятельности организаций, образовательных программ различного уровня и статуса.

В настоящем учебном пособии изложены классические положения теории финансового менеджмента, а также методологические и практические аспекты управления активами и капиталом организации.

Учебное пособие состоит из трех глав, комплексно охватывающих ключевые аспекты проблематики финансового менеджмента. После каждой главы приводится список контрольных вопросов, а также тестовые задания.

В первой главе рассматриваются основы финансового менеджмента, раскрывается понятийный аппарат, цель, задачи и функции финансового менеджмента. Финансовое управление в организации позиционируется с точки зрения системного подхода. Особое внимание при этом уделяется информационному обеспечению финансового менеджмента, а также анализу финансового состояния организации как основе принятия управленческих решений.

Во второй главе пособия представлено управление оборотными активами организации в аспекте основных структурных элементов оборотного капитала: запасов, дебиторской задолженности, денежных активов.

Третья глава посвящена комплексному исследованию вопросов управления капиталом организации. Рассматривается экономическая сущность и классификация капитала, а также методические подходы к управлению структурой и стоимостью капитала организации.

В учебном пособии также предлагаются контрольные задания, направленные на систематизацию полученных знаний и их применение, ответы на которые приведены в приложении.

Книга предназначена для студентов, изучающих дисциплину «Финансовый менеджмент», которая имеет существенное значение для освоения и углубления общепрофессиональных и профессиональных компетенций. Данная дисциплина базируется на взаимодействии с такими курсами, как «Финансы организаций», «Риск-менеджмент», «Финансовая политика».

Авторы

Чего не хватает нашему поколению,
так это финансового образования,
необходимого для финансовой безопасности

Роберт Кийосаки

ГЛАВА 1. Основы финансового менеджмента

1.1. Понятие, цель, задачи и функции финансового менеджмента

Понятие «финансовый менеджмент» (financial management) в наиболее широкой трактовке означает управление финансами в фокусе микроэкономического уровня финансовых отношений, возникающих прежде всего в отдельной организации (фирме, предприятии).

В экономической литературе предлагаются различные определения финансового менеджмента (рис. 1), однако все они сходятся в том, что это — специфическая система (область) управления предприятием, являющаяся составной частью общей системы менеджмента.

Главной целью финансового менеджмента является обеспечение роста благосостояния собственников организации в текущем и перспективном периоде. Эта цель получает конкретное выражение в обеспечении максимизации рыночной стоимости организации и реализует конечные финансовые интересы ее собственников. Достижение обозначенной цели реализуется путем решения ряда задач, основными из которых являются:

- обеспечение формирования достаточного объема финансовых ресурсов в соответствии с задачами развития бизнеса в предстоящем периоде;

- обеспечение наиболее эффективного использования сформированного объема финансовых ресурсов с учетом основных направлений деятельности организации;
- оптимизация денежного оборота;
- обеспечение максимизации прибыли при заданном уровне финансового риска;
- обеспечение финансовой устойчивости организации.

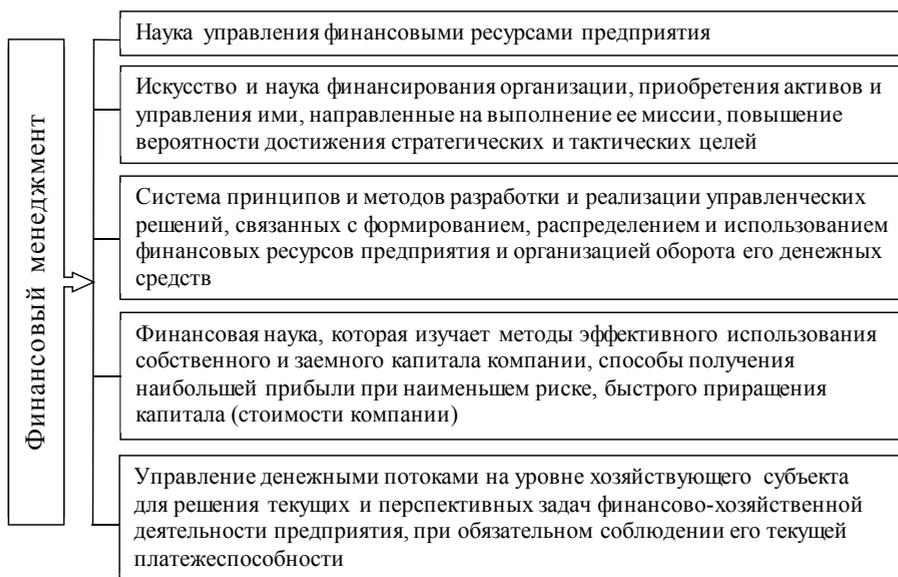


Рис. 1. Примеры трактовок понятия «финансовый менеджмент»

Наиболее емко содержание финансового менеджмента и как науки, и как вида практической деятельности раскрывается в присущих ему функциях. Поскольку финансовый менеджмент является составной частью общей системы управления, целесообразно рассматривать функции финансового менеджмента с двух позиций: как управляющей системы (субъекта управления) и как специальной области управления предприятием (рис. 2).

В аспекте первой позиции в качестве функций финансового менеджмента выступают применяемые в контексте финансов базовые функции управления, сформулированные еще А. Файолем: планирование, организация, мотивация, координация, контроль (учет и анализ)¹.

¹ Долгих Ю. А. Формирование и функционирование системы управления финансовой устойчивостью предприятия : дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. Екатеринбург, 2019. С. 33.

Огромное значение финансового планирования в обеспечении успешного и долгосрочного функционирования организации в современных условиях перманентно нестабильной экономической среды не вызывает сомнений ни у научного, академического, сообщества, ни у менеджеров-практиков.



Рис. 2. Функции финансового менеджмента

Финансовое планирование, в том числе наиболее используемый в реальном секторе его инструмент — бюджетирование, позволяет выявлять слабые и приоритетные конкурентные позиции организации, определять оптимальные направления формирования и использования финансовых ресурсов, эффективно использовать имеющиеся внутренние резервы и внешние рыночные возможности, что в конечном итоге способствует росту финансовой устойчивости организации. Достижение главной цели финансового менеджмента — максимизации рыночной стоимости организации — возможно только в том случае, когда осуществляется эффективное планирование денежных потоков и финансовых результатов в аспекте ее операционной, инвестиционной и финансовой деятельности.

Организационная функция обеспечивает принятие и реализацию управленческих решений в системе финансового менеджмента. Она

осуществляется в виде формирования субъектов управления (в первую очередь финансового отдела, бухгалтерии, инвестиционного отдела), наделения их соответствующими полномочиями и ответственностью, установления взаимосвязей с другими структурными подразделениями; обеспечивает адаптацию организационных структур (субъектов управления) к меняющимся условиям внутренней и внешней среды бизнеса.

Мотивационная функция определяет систему стимулирования реализации принятых управленческих решений в области финансового менеджмента, формирует систему поощрений и санкций соответственно за выполнение или невыполнение установленных целевых показателей, нормативов и плановых заданий субъектов управления и подчиненного им персонала.

Посредством реализации координационной функции достигается согласованность функционирования всех структурных элементов системы финансового менеджмента, поддержание и совершенствование установленных связей между ними. Она воплощается в форме регулярного и оперативного воздействия субъектов управления на подчиненный персонал для обеспечения согласованной и слаженной работы в процессе достижения целей и выполнения задач.

Контрольная функция обеспечивает эффективный надзор за реализацией принятых управленческих решений в системе финансового менеджмента. Эта функция реализуется в виде формирования систем внутреннего контроля в организации, разделения контрольных обязанностей между субъектами управления; определения системы контролируемых абсолютных и относительных финансовых показателей; оперативного реагирования на полученные результаты осуществляемого контроля.

В аспекте второй позиции состав функций финансового менеджмента определяется по основным объектам финансового управления. Содержание обозначенных на рис. 2 функций финансового менеджмента как специальной области управления предприятием представлено ниже.

**Содержание функций финансового менеджмента
как специальной области управления предприятием**

Функция финансового менеджмента	Содержание
Управление активами (имуществом)	— Управление внеоборотными активами; — управление оборотными активами; — оптимизация состава и структуры активов

Функция финансового менеджмента	Содержание
Управление капиталом (источниками финансирования)	<ul style="list-style-type: none"> — Управление собственным капиталом; — управление заемным капиталом; — оптимизация состава и структуры капитала
Управление финансовыми рисками	<ul style="list-style-type: none"> — Идентификация финансовых рисков; — оценка финансовых рисков; — обоснование и выбор методов и приемов управления финансовыми рисками; — реализация методов и приемов управления финансовыми рисками; — мониторинг результатов и совершенствование системы управления финансовыми рисками
Управление финансовыми отношениями	<ul style="list-style-type: none"> — Управление финансовыми отношениями с контрагентами (поставщиками, подрядчиками, покупателями); — управление финансовыми отношениями с бюджетами всех уровней; — управление финансовыми отношениями с финансовыми институтами (банками, страховыми компаниями и пр.); — управление финансовыми отношениями с работниками
Управление денежными потоками	<ul style="list-style-type: none"> — Управление денежными потоками от операционной деятельности; — управление денежными потоками от инвестиционной деятельности; — управление денежными потоками от финансовой деятельности
Управление финансовыми результатами	<ul style="list-style-type: none"> — Планирование прибыли (различных ее видов); — контроль и анализ прибыли (в аспекте различных ее видов); — эффективное распределение чистой прибыли, остающейся в распоряжении организации (поиск оптимальных пропорций между потребляемой и капитализированной чистой прибылью)
Управление инвестициями	<ul style="list-style-type: none"> — Управление реальными (капитальными) инвестициями; — управление финансовыми (портфельными) инвестициями

В процессе реализации обозначенных функций, субъекты финансового менеджмента воздействуют на объекты управления (активы; источники финансирования; финансовые риски; финансовые отношения; денежные потоки; финансовые результаты; инвестиции) при помощи финансового механизма.

1.2. Система финансового менеджмента в организации

Финансовый менеджмент можно рассматривать с позиции двух подходов: системного и процессного. В связи с тем, что процесс финансового управления является составным элементом системы финансового менеджмента, системная методология в этом вопросе является первичной.

Под системой финансового менеджмента понимают упорядоченную совокупность элементов, подсистем, процессов финансового менеджмента, во взаимодействии обеспечивающих реализацию стратегической цели финансового менеджмента (рост благосостояния собственников организации в текущем и перспективном периоде).

Согласно системному подходу в качестве традиционных элементов любой системы управления, в том числе и системы финансового менеджмента в организации, выступают субъект, объект и результат управления. Процесс финансового управления осуществляется на основе определенных принципов, механизма и функций управления (рис. 3).

В системе финансового менеджмента субъектом управления является руководство организации, финансовые службы, служба риск-менеджмента (при наличии), руководители структурных подразделений. У небольших по масштабам бизнеса организаций часто риск-менеджмент не выделяется в отдельное структурное подразделение, а осуществляется, к примеру, работниками финансовых служб.

Объект управления представлен совокупностью финансовых отношений, денежных потоков, имущества (активов) предприятия, источников его формирования (пассивов), финансовых результатов и финансовых рисков.

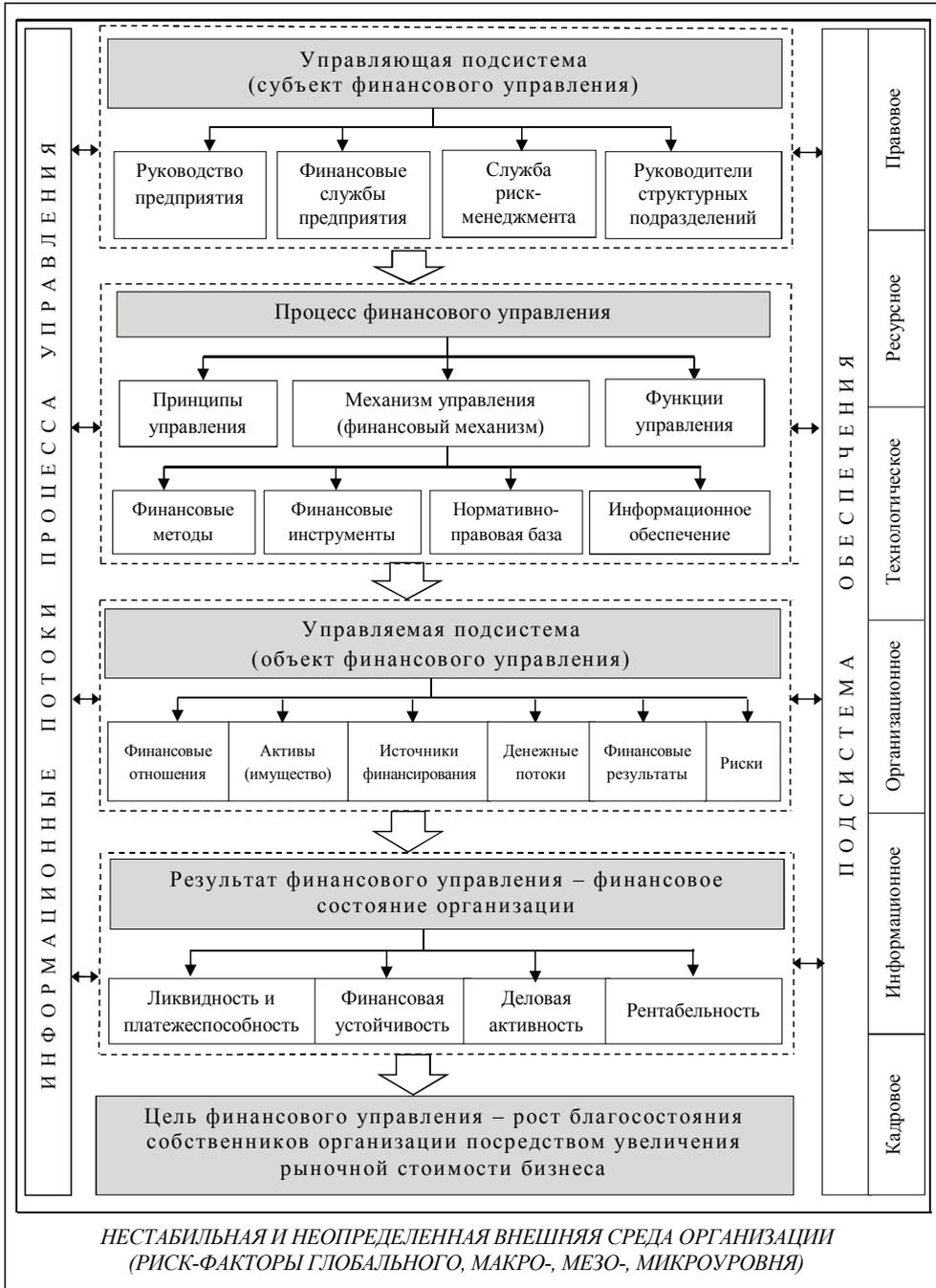


Рис. 3. Система финансового менеджмента в организации

Процесс управленческого воздействия субъекта на объект осуществляется с помощью механизма управления (финансового механизма). Фактически финансовый механизм характеризует, каким образом будет достигнута заявленная цель, какие методы и инструменты воздействия на объекты управления нужно выбрать, чтобы достичь желаемого результата оптимальным путем. Финансовый механизм представляет собой совокупность форм, методов и инструментов управленческого воздействия, направленных на максимизацию рыночной стоимости бизнеса. Структура финансового механизма организации представлена на рис. 4.



Рис. 4. Структура финансового механизма организации

В финансовом менеджменте традиционно считается, что в состав финансового механизма организации входят четыре основных элемента: финансовые методы; финансовые инструменты; нормативно-правовая база; информационное обеспечение.

Финансовые методы представляют собой конкретные способы воздействия на финансовые отношения, имущество (активы) и источни-

ки их формирования, денежные потоки, риски, финансовые результаты организации для достижения поставленной цели. Эти способы воздействия разнообразны, их можно дифференцировать по разным признакам. В частности, в зависимости от объекта управления, различают методы управления внеоборотными активами, оборотными активами (запасами, дебиторской задолженностью, денежными активами), капиталом, прибылью организации и другие.

Различные финансовые методики, методы и модели составляют ядро науки о финансовом менеджменте и будут подробно рассмотрены в следующих главах данного учебного пособия.

Возможность реализации конкретных финансовых методов определяется наличием инструментов управления. Инструмент управления — это некое средство или рычаг воздействия субъекта на объект, с помощью которого обеспечивается решение поставленной задачи в рамках сложившейся рыночной ситуации, ресурсных и иных ограничений. Каждому методу управления присущи свои инструменты. Так, например, основным инструментом управления внеоборотными активами организации являются нормы амортизации. К инструментам управления денежными потоками организации относятся виды и уровень цен, формы безналичных расчетов, процентные ставки по заключенным кредитным договорам, ставки дисконтирования и прочее.

Использование методов и рычагов финансового управления осуществляется в рамках действующего законодательства — совокупности нормативно-правовых актов, регламентирующих различные аспекты предпринимательской деятельности, финансовые отношения организации с бюджетной системой, финансовыми институтами, работниками, рыночными контрагентами.

Кроме того, значительную роль в организации эффективного финансового менеджмента играет информационное обеспечение. Это обусловлено тем, что процесс управления требует разработки и реализации оперативных решений, адекватных сложившимся экономическим реалиям, то есть осуществление выбора из множества альтернативных вариантов. В выборе наиболее обоснованного решения, наряду с квалификацией управленческого персонала, важную роль играет своевременная и достоверная информация о факторах внутренней и внешней среды организации. Соответствующее информационное обеспечение включает в себя массив прогнозной, текущей и ретроспективной информации об операционной, инвестиционной

и финансовой деятельности организации в условиях перманентно изменяющейся внешней среды¹. Эта информация может быть обобщена и структурирована с помощью абсолютных и относительных финансовых показателей, используемых в финансовом анализе и финансовом менеджменте (показатели ликвидности и платежеспособности, финансовой устойчивости, деловой активности, рентабельности, рыночной активности) (см. подгл. 1.3).

Необходимо отметить: для того чтобы система финансового менеджмента в организации была эффективной, ее формирование и функционирование должно основываться на ряде базовых принципов (см. данные ниже).

Основные принципы финансового менеджмента

Наименование	Содержание
Принцип интегрированности с общей системой управления организацией	Система финансового менеджмента непосредственно связана с операционным, инновационным, стратегическим, инвестиционным, антикризисным менеджментом, менеджментом персонала, так как охватывает вопросы всех сфер управления организацией
Принцип комплексного характера формирования управленческих решений	Предполагает наличие полного состава функций управления и обеспечивающих подсистем, всесторонность изучения явлений и процессов. Комплексный характер формирования управленческих решений в системе финансового менеджмента проявляется в многоаспектности их оценки, с учетом тесной связи управленческих решений, каждое из которых вносит свой вклад в финансовое состояние организации
Принцип научности	Предполагает использование научно обоснованных методов и подходов при разработке и реализации управленческих решений в рамках финансового менеджмента
Принцип высокого динамизма управления	Предполагает даже в случае незначительного ухудшения финансового состояния организации быструю реакцию со стороны субъектов управления в виде разработки и реализации управленческих решений, направленных на его улучшение

¹ Долгих Ю. А. Формирование и функционирование системы управления финансовой устойчивостью предприятия. С. 60.

Наименование	Содержание
Принцип вариативности подходов к разработке управленческих решений	Разработка управленческих решений в системе финансового менеджмента должна учитывать альтернативные возможности действий. Выбор оптимального варианта из нескольких альтернатив должен осуществляться на основе установленных критериев эффективности
Принцип ориентированности на стратегические цели развития организации	Система финансового менеджмента должна соответствовать стратегическим целям развития и способствовать реализации общей экономической стратегии развития организации
Принцип системности	Организация рассматривается одновременно как самостоятельная система и как составной элемент более крупной системы (холдинг, отрасль, государство). Принцип системности предполагает осуществление комплексного анализа риск-факторов внешней и внутренней бизнес-среды
Принцип адаптивности (гибкости)	Характеризует необходимое свойство системы финансового менеджмента адаптироваться к изменению факторов внешней среды, что обеспечивает способность организации непрерывно и эффективно функционировать в условиях перманентных внешних изменений
Принцип адекватности	Система финансового менеджмента должна соответствовать текущим экономическим условиям, в которых функционирует организация, а также ее отраслевой специфике
Принцип экономической эффективности	Предусматривает должную степень эффективности разработанных решений в рамках финансового менеджмента с позиции оптимального соотношения получаемых результатов и понесенных затрат на реализацию соответствующих мероприятий

Обозначенные принципы в совокупности с финансовым механизмом являются методологической основой финансового менеджмента в организации.

1.3. Информационное обеспечение финансового менеджмента. Анализ финансового состояния организации как основа для принятия управленческих решений

Финансовый менеджмент в любой организации непременно сопровождается перманентным обменом информацией как внутри организации (между ее структурными подразделениями), так и между организацией и внешней средой. Своевременность, достоверность и точность полученной информации — это ключевые факторы, определяющие обоснованность и рациональность управленческих решений в системе финансового менеджмента. В связи с этим, как уже было отмечено в подгл. 1.2, неотъемлемым структурным элементом финансового механизма организации является информационное обеспечение.

К информационному обеспечению можно отнести любую информацию, используемую в процессе принятия управленческих решений в рамках финансового менеджмента. Эту информацию можно классифицировать по различным признакам. Так, в зависимости от временного фактора, информация подразделяется на ретроспективную, текущую и прогнозную. В зависимости от среды формирования — делится на внутреннюю и внешнюю (рис. 5) и так далее.

На рис. 5 отмечено, что особую важность в системе финансового менеджмента имеет финансовая (бухгалтерская) отчетность организации. Это обусловлено тем, что любое управленческое решение в рамках финансового менеджмента должно быть обоснованным и адекватным тому финансовому состоянию, в котором находится организация в текущий момент времени. Таким образом, результаты анализа финансового состояния организации являются основой для принятия управленческих решений. В свою очередь в качестве информационной базы для финансового анализа организации выступает промежуточная и годовая финансовая (бухгалтерская) отчетность организации. Наиболее информативными и часто используемыми в процессе финансового анализа являются такие ее формы, как бухгалтерский баланс (форма № 1), отчет о финансовых результатах (форма № 2), отчет о движении денежных средств (форма № 4).



Рис. 5. Информационное обеспечение финансового менеджмента

Бухгалтерский баланс — это документ бухгалтерского учета, который в обобщенном денежном выражении дает представление о финансовом состоянии организации на определенную дату. При этом информация в балансе отражается за отчетный период и еще за два аналогичных прошлых периода. По своей структуре бухгалтерский баланс представляет собой двухстороннюю таблицу, в которой левая сторона (актив) отражает состав и структуру имущества организации, а правая сторона (пассив) — источники формирования этого имущества.

Отчет о финансовых результатах предназначен для характеристики финансовых результатов деятельности организации за отчетный и предыдущий период. Он несет в себе информацию о доходах (выручке), расходах (затратах), прибыли (или убытке) организации, которые сложились за определенный период.

Отчет о движении денежных средств отражает наличие, поступление и расходование денежных средств организации для учета ее операционной, инвестиционной и финансовой деятельности; является

основным источником информации для анализа денежных потоков организации.

По существу анализ финансового состояния организации представляет собой анализ ее финансовой отчетности. При этом используется ряд методов (данные ниже).

Основные методы анализа финансового состояния организации

Наименование	Содержание
Горизонтальный (трендовый) анализ	Состоит в изучении динамики отдельных финансовых показателей, статей бухгалтерской отчетности во времени
Вертикальный (структурный) анализ	Заключается в структурном разложении показателей финансовой отчетности предприятия. Рассчитывается удельный вес отдельных структурных составляющих агрегированных абсолютных финансовых показателей
Сравнительный анализ	Основывается на сопоставлении значений отдельных групп аналогичных показателей между собой (абсолютных и относительных). При этом рассчитываются величины абсолютных и относительных отклонений сравниваемых показателей
Анализ финансовых коэффициентов	Представляет собой расчет и сравнение соотношений различных абсолютных показателей между собой
Интегральный финансовый анализ	Позволяет получить комплексную многофакторную оценку условий формирования отдельных агрегированных финансовых показателей (к примеру, модель Дюпона)

В мировой практике финансового анализа используются десятки различных показателей, используемых для оценки финансового состояния организации. Большинство ученых-экономистов выделяют следующие группы показателей:

- показатели ликвидности и платежеспособности организации;
- финансовой устойчивости организации;
- деловой активности организации (оборачиваемости);
- рентабельности (эффективности деятельности) организации;
- рыночной активности организации.

Значительная часть обозначенных групп показателей рассчитывается по данным бухгалтерского баланса и отчета о финансовых результатах. Нормативные (рекомендуемые) значения, а также формулы расчета основных показателей для каждой группы представлены в табл. 1.

Таблица 1

Основные показатели для оценки финансового состояния организации

Показатель	Нормативное значение	Формула расчета показателя	
		Числитель	Знаменатель
<i>Оценка ликвидности и платежеспособности организации</i>			
Собственный оборотный капитал	Не менее 10 % от суммы оборотных активов	Разность собственного капитала и внеоборотных активов	—
Чистый оборотный капитал	> 0	Разность оборотных активов и краткосрочных обязательств	—
Коэффициент текущей ликвидности	≥ 2	Оборотные активы	Краткосрочные обязательства
Коэффициент быстрой ликвидности	$\geq 0,7$	Сумма денежных активов и дебиторской задолженности	Краткосрочные обязательства
Коэффициент абсолютной ликвидности	$\geq 0,2$	Денежные активы (денежные средства и финансовые вложения)	Краткосрочные обязательства
<i>Оценка финансовой устойчивости организации</i>			
Коэффициент финансовой независимости (автономии)	$\geq 0,5$	Собственный капитал	Валюта баланса
Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами	$\geq 0,1$	Собственный оборотный капитал	Оборотные активы

Продолжение табл. 1

Показатель	Нормативное значение	Формула расчета показателя	
		Числитель	Знаменатель
<i>Оценка финансовой устойчивости организации</i>			
Коэффициент финансовой устойчивости (устойчивого финансирования)	0,8–0,9	Сумма собственного капитала и долгосрочных обязательств	Валюта баланса
Коэффициент соотношения заемного и собственного капитала (финансового левериджа)	≤ 1	Заемный капитал	Собственный капитал
Коэффициент мобильности собственного капитала	$\geq 0,3$	Собственный оборотный капитал	Собственный капитал
<i>Оценка деловой активности организации (оборачиваемости)</i>			
Коэффициент оборачиваемости активов	—	Выручка	Средняя стоимость активов в рассматриваемом периоде
Коэффициент оборачиваемости оборотных активов	—	Выручка	Средняя стоимость оборотных активов в рассматриваемом периоде
Коэффициент оборачиваемости запасов	—	Себестоимость продаж	Средняя стоимость запасов в рассматриваемом периоде
Коэффициент оборачиваемости собственного капитала	—	Выручка	Средняя величина собственного капитала в рассматриваемом периоде
Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности	—	Выручка	Средняя величина дебиторской задолженности в рассматриваемом периоде

Продолжение табл. 1

Показатель	Нормативное значение	Формула расчета показателя	
		Числитель	Знаменатель
<i>Оценка деловой активности организации (оборачиваемости)</i>			
Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности	—	Выручка	Средняя величина кредиторской задолженности в рассматриваемом периоде
Коэффициент оборачиваемости основных средств (фондоотдача)	—	Выручка	Средняя стоимость основных средств в рассматриваемом периоде
<i>Оценка рентабельности (эффективности финансово-хозяйственной деятельности) организации</i>			
Рентабельность продаж	—	Прибыль от продаж	Выручка от продаж
Рентабельность продукции (услуг)	—	Прибыль от продаж	Себестоимость продукции (услуг)
Рентабельность активов	—	Чистая прибыль	Валюта баланса
Рентабельность собственного капитала	—	Чистая прибыль	Собственный капитал
Рентабельность заемного капитала	—	Чистая прибыль	Заемный капитал
Рентабельность оборотных активов	—	Чистая прибыль	Оборотные активы
Рентабельность основных средств	—	Чистая прибыль	Основные средства
<i>Оценка рыночной активности организации</i>			
Прибыль на акцию (обыкновенную)	—	Разность чистой прибыли и дивидендов по привилегированным акциям	Количество обыкновенных акций

Окончание табл. 1

Показатель	Нормативное значение	Формула расчета показателя	
		Числитель	Знаменатель
<i>Оценка рыночной активности организации</i>			
Ценность акции (обыкновенной)	—	Рыночная цена обыкновенной акции	Прибыль на акцию
Коэффициент дивидендного выхода	0,35–0,55	Дивиденды по обыкновенной акции	Прибыль на акцию
Рентабельность акции (обыкновенной)	—	Дивиденды по обыкновенной акции	Рыночная (или номинальная) цена обыкновенной акции
Коэффициент котировки акции	> 1	Рыночная цена обыкновенной акции	Номинальная стоимость обыкновенной акции
Коэффициент дивидендных выплат	0,4–0,6	Дивиденды по обыкновенным акциям	Чистая прибыль после выплаты дивидендов по привилегированным акциям

Финансовое состояние организации с позиции краткосрочной перспективы оценивается по показателям ликвидности и платежеспособности, в наиболее общем виде характеризующим, может ли она своевременно и в полном объеме произвести расчеты по краткосрочным обязательствам перед контрагентами.

Под ликвидностью какого-либо актива понимают способность его трансформироваться в денежные средства, а степень ликвидности определяется продолжительностью временного периода, в течение которого эта трансформация может быть осуществлена. Чем короче период, тем выше ликвидность конкретного вида активов. Говоря о ликвидности организации, имеют в виду наличие у нее оборотных средств в размере, теоретически достаточном для погашения краткосрочных обязательств.

Таким образом, основными признаками платежеспособности организации являются наличие в достаточном объеме средств на расчетном счете и отсутствие просроченной кредиторской задолженности. В то время как ликвидность характеризует потенциальную способность организации рассчитаться по краткосрочным обязательствам, платежеспособность означает фактическую реализацию этой потенциальной способности¹.

Наряду с ликвидностью и платежеспособностью, не менее важным индикатором финансового состояния организации выступает ее финансовая устойчивость. Под финансовой устойчивостью понимается способность организации в условиях перманентно изменяющейся среды бизнеса функционировать и развиваться, достигая поставленных целей с заданным интервалом возможных отклонений, и выполнять свои обязательства на основе эффективного формирования, распределения и использования финансовых ресурсов². Иными словами, финансовая устойчивость отражает способность организации, несмотря на возмущающее воздействие внешних и внутренних риск-факторов, соблюдать целевую траекторию своего функционирования и развития за счет обеспечения финансовой стабильности, финансовой гибкости и финансового потенциала.

Большинство авторов отождествляют финансовую устойчивость с финансовой независимостью организации, предлагая оценивать ее с помощью расчета коэффициентов, характеризующих структуру капитала (прежде всего соотношение между собственными и заемными средствами организации).

Деловая активность организации проявляется в динамичности ее развития, в эффективном использовании основных и оборотных средств организации, наращивании объемов продаж и увеличении доли рынка. Для оценки деловой активности организации рассчитываются коэффициенты оборачиваемости. Они имеют большое информативное значение, поскольку скорость оборота оказывает непосредственное влияние на платежеспособность организации. Коэффициенты деловой активности отражают степень рационального использования ресурсов в процессе осуществления финансово-хозяйственной деятельности организации. Они могут быть рассчитаны за различные периоды

¹ Савченко Н. Л. Управление финансовыми ресурсами предприятия : учеб. пособие. Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2019. С. 34.

² Долгих Ю. А. Формирование и функционирование системы управления финансовой устойчивостью предприятия. С. 29.

времени (год, полугодие, квартал, месяц), поэтому в знаменателе расчетных формул указаны средние величины тех или иных элементов активов и пассивов.

Различные стороны операционной, финансовой, инвестиционной деятельности организации получают законченную денежную оценку в системе показателей финансовых результатов. Обобщенно наиболее важные показатели финансовых результатов деятельности организации представлены в отчете о финансовых результатах (форма № 2). Однако абсолютные показатели финансовых результатов не обеспечивают оценку эффективности деятельности организации в сравнении с другими хозяйствующими субъектами, которые существенно отличаются от исследуемой организации по масштабам бизнеса. Именно поэтому наряду с различными показателями прибыли (прибыль от реализации, валовая, чистая) широко используются показатели рентабельности. Они более информативно, чем прибыль, характеризуют степень эффективности финансово-хозяйственной деятельности организации, так как отражают соотношение полученного эффекта (прибыли) с вложенным капиталом или потребленными ресурсами.

Таким образом, рентабельность — это степень доходности, выгодности, прибыльности бизнеса. Как видно из табл. 1, она измеряется с помощью целой системы относительных показателей, характеризующих эффективность функционирования организации в целом, доходность различных направлений деятельности, выгодность производства отдельных видов продукции или услуг.

Показатели оценки рыночной активности рассчитываются в процессе финансового анализа публичных компаний, акции которых свободно обращаются на фондовых биржах. В отличие от показателей ликвидности, финансовой устойчивости, деловой активности, рентабельности, они не могут быть определены только лишь по данным бухгалтерской отчетности, так как для их расчета нужна дополнительная информация.

Помимо обозначенных пяти групп показателей, анализ финансового состояния организации может быть дополнен оценкой риска ее банкротства. Методологические вопросы оценки вероятности банкротства организаций занимают важное место в экономической науке и особенно актуализируются в современных условиях неустойчивой внешней среды бизнеса¹. К настоящему времени сформировалось

¹ Финансовые и банковские риски : учебник / Л. И. Юзвович [и др.] ; под ред. Л. И. Юзвович, Ю. Э. Слепухиной. Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2020. С. 96.

значительное количество зарубежных и российских моделей оценки риска банкротства организаций, основной состав которых представлен в табл. 2.

Таблица 2

Модели оценки риска банкротства организации

Наименование модели	Компоненты модели	Критерии оценки
Двухфакторная модель Э. Альтмана $Z = -0,3877 - 1,073 X_1 + 0,0579 X_2$	X_1 = оборотные активы/краткосрочные обязательства; X_2 = (долгосрочные обязательства + краткосрочные обязательства)/собственный капитал	$Z < 0$ — вероятность банкротства меньше 50 % и уменьшается по мере уменьшения значения Z ; $Z > 0$ — вероятность банкротства больше 50 % и увеличивается по мере увеличения значения Z ; $Z = 0$ — вероятность банкротства равна 50 %
Пятифакторная модель Э. Альтмана для компаний, не размещающих акции на фондовом рынке, $Z = 0,717 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107 X_3 + 0,42 X_4 + 0,998 X_5$	X_1 = оборотные активы/активы; X_2 = чистая прибыль/активы; X_3 = операционная прибыль/активы; X_4 = собственный капитал/(долгосрочные обязательства + краткосрочные обязательства); X_5 = выручка/активы	$Z > 2,9$ — зона финансовой устойчивости; $1,23 < Z < 2,9$ — зона неопределенности; $Z < 1,23$ — зона финансовой неустойчивости
Четырехфакторная модель Э. Альтмана для непроизводственных компаний $Z = 6,56 X_1 + 3,26 X_2 + 6,72 X_3 + 1,05 X_4$	X_1 = оборотные активы/активы; X_2 = чистая прибыль/активы; X_3 = операционная прибыль/активы; X_4 = собственный капитал/(долгосрочные обязательства + краткосрочные обязательства)	$Z > 2,6$ — зона финансовой устойчивости; $1,1 < Z < 2,6$ — зона неопределенности; $Z < 1,1$ — зона финансовой неустойчивости

Продолжение табл. 2

Наименование модели	Компоненты модели	Критерии оценки		
Пятифакторная модель Э. Альтмана, Г. Сабата (logit-модель) $P = 1/(1 + e^{-Y})$, где e — основание натурального логарифма; $Y = 4,28 + 0,18 X_1 - 0,01 X_2 + 0,08 X_3 + 0,02 X_4 + 0,19 X_5$	X_1 = прибыль до вычета налогов и процентов/активы; X_2 = краткосрочные обязательства/капитал; X_3 = чистая прибыль/активы; X_4 = денежные средства/активы; X_5 = прибыль до вычета налогов и процентов/проценты к уплате	$P > 0,5$ — зона финансовой неустойчивости; $P < 0,5$ — зона финансовой устойчивости		
Четырехфакторная модель Р. Таффлера $Z = 0,53 X_1 + 0,13 X_2 + 0,18 X_3 + 0,16 X_4$	X_1 = прибыль от продаж/краткосрочные обязательства; X_2 = оборотные активы/(краткосрочные обязательства + долгосрочные обязательства); X_3 = краткосрочные обязательства/активы; X_4 = выручка/активы	$Z > 0,3$ — банкротство маловероятно; $0,2 < Z < 0,3$ — зона неопределенности; $Z < 0,2$ — банкротство более чем вероятно		
Система показателей У. Бивера	Наименование показателя	Значения показателей		
		Финансово устойчивые	5 лет до банкротства	1 год до банкротства
	Коэффициент Бивера	0,4–0,45	0,17	–0,15
	Рентабельность активов, %	6–8	4–6	–22
	Финансовый леверидж, %	≤ 37	≤ 50	≤ 80
	Коэффициент покрытия оборотных активов собственными оборотными средствами	0,4	$\leq 0,3$	$\leq 0,06$
Коэффициент текущей ликвидности	> 2	1–2	< 1	

Продолжение табл. 2

Наименование модели	Компоненты модели	Критерии оценки
<p>Четырехфакторная модель Р. Лиса</p> $Z = 0,063 X_1 + 0,092 X_2 + 0,057 X_3 + 0,001 X_4$	X_1 = оборотные активы/активы; X_2 = прибыль от продаж/активы; X_3 = нераспределенная прибыль/активы; X_4 = собственный капитал/(краткосрочные обязательства + долгосрочные обязательства)	$Z < 0,037$ — вероятность банкротства высокая; $Z > 0,037$ — вероятность банкротства невелика
<p>Девятифакторная модель Д. Фулмера</p> $Z = 5,528 X_1 + 0,212 X_2 + 0,073 X_3 + 1,27 X_4 + 0,12 X_5 + 2,235 X_6 + 0,575 X_7 + 1,083 X_8 + 0,984 X_9 - 6,075$	X_1 = нераспределенная прибыль прошлых лет/активы; X_2 = выручка от продаж/активы; X_3 = (прибыль до налогообложения + проценты к уплате)/собственный капитал; X_4 = денежный поток/(краткосрочные + долгосрочные обязательства); X_5 = долгосрочные обязательства/активы; X_6 = краткосрочные обязательства/активы; X_7 = log (материальные активы); X_8 = оборотные активы/(долгосрочные + краткосрочные обязательства); X_9 = Log [(прибыль до налогообложения + проценты к уплате)/проценты к уплате]	$Z < 0$ — банкротство вероятно; $Z > 0$ — банкротство маловероятно
<p>Четырехфакторная модель Г. Спрингейта</p> $Z = 1,03 X_1 + 3,07 X_2 + 0,66 X_3 + 0,4 X_4$	X_1 = оборотные активы/активы; X_2 = (прибыль до налогообложения + проценты к уплате)/активы; X_3 = прибыль до налогообложения/краткосрочные обязательства; X_4 = выручка/активы	$Z < 0,862$ — банкротство предприятия вероятно; $Z > 0,862$ — банкротство предприятия маловероятно

Продолжение табл. 2

Наименование модели	Компоненты модели	Критерии оценки
<p>Четырехфакторная модель А. Ю. Беликова, Г. В. Давыдовой (модель Иркутской государственной экономической академии)</p> $Z = 8,38 X_1 + 1 X_2 + 0,054 X_3 + 0,63 X_4$	<p>X_1 = оборотные активы/активы; X_2 = чистая прибыль/собственный капитал; X_3 = выручка от продаж/среднегодовая стоимость активов; X_4 = чистая прибыль/затраты</p>	<p>$Z < 0$ — риск банкротства максимальный (80–100 %); $0 < Z < 0,18$ — риск банкротства высокий (50–80 %); $0,18 < Z < 0,32$ — риск банкротства средний (35–50 %); $0,32 < Z < 0,42$ — риск банкротства низкий (10–35 %); $Z > 0,42$ — риск банкротства минимальный (до 10 %)</p>
<p>Шестифакторная модель О. П. Зайцевой</p> $Z = 0,25 X_1 + 0,1 X_2 + 0,2 X_3 + 0,25 X_4 + 0,1 X_5 + 0,1 X_6$	<p>X_1 = чистый убыток/собственный капитал; X_2 = кредиторская задолженность/дебиторская задолженность; X_3 = краткосрочные обязательства/(денежные средства + финансовые вложения); X_4 = чистый убыток/выручка; X_5 = заемный капитал/собственный капитал; X_6 = среднегодовая стоимость активов/выручка</p>	<p>Фактическое значение интегрального показателя Z сравнивается с нормативным</p> $Z_{\text{норматив}} = 1,57 + 0,1 X_{6 \text{ пред}}$ <p>где $X_{6 \text{ пред}}$ — соответствующий показатель предыдущего периода.</p> <p>Если фактическое значение интегрального показателя Z больше нормативного, то вероятность банкротства высокая. Если наоборот, то риск банкротства незначительный</p>

Окончание табл. 2

Наименование модели	Компоненты модели	Критерии оценки
Пятифакторная модель Г. В. Савицкой $Z = 0,111 X_1 + 13,23 X_2 + 1,67 X_3 + 0,515 X_4 + 3,8 X_5$	X_1 = собственный оборотный капитал/оборотные активы; X_2 = оборотные активы/внеоборотные активы; X_3 = выручка/среднегодовая стоимость активов; X_4 = чистая прибыль/активы; X_5 = собственный капитал/активы	$Z > 8$ — риск банкротства малый или отсутствует; $5 < Z < 8$ — небольшой риск банкротства; $3 < Z < 5$ — средний риск банкротства; $1 < Z < 3$ — большой риск банкротства; $Z < 1$ — стопроцентная несостоятельность

Необходимо отметить, что представленные в табл. 2 модели оценки риска банкротства организации демонстрируют недостаточно высокую точность оценки (в среднем 80–90 %), что обусловлено следующими факторами.

- Формирование весовых (эмпирических) коэффициентов в моделях проходило в разное время. Поскольку фактор времени в экономике играет весьма важную роль, каждая модель оценки риска банкротства должна периодически корректироваться с учетом современных тенденций.
- Исследуемые модели являются универсальными для отраслевого уровня, не учитывают вид экономической деятельности хозяйствующего субъекта и факторы отраслевой специфики.
- У большинства моделей формула Z -счета содержит показатели, коррелирующие между собой, что приводит к снижению точности оценки¹.

Полученные в ходе анализа финансового состояния организации результаты служат объективной основой для принятия управленческих решений в рамках финансового менеджмента. Соответствующие методологические аспекты разработки и реализации этих решений рассмотрены в следующих главах.

¹ Волна Е. С., Долгих Ю. А. Анализ эффективности применения моделей оценки вероятности банкротства (на примере российских торговых компаний) // Сибирская финансовая школа. 2019. № 5 (136). С. 121–127.

Вопросы для самопроверки

1. Сформулируйте понятие «финансовый менеджмент».
2. Перечислите цель и задачи финансового менеджмента.
3. Чем отличаются общие и специфические функции финансового менеджмента? Приведите примеры.
4. Перечислите структурные элементы системы финансового менеджмента в организации.
5. Что входит в состав финансового механизма организации?
6. Сформулируйте основные принципы финансового менеджмента.
7. Назовите формы финансовой отчетности, которые являются наиболее информативными для анализа финансового состояния организации; охарактеризуйте их.
8. Перечислите показатели, используемые для оценки финансовой устойчивости организации.
9. Назовите основные показатели, характеризующие ликвидность и платежеспособность организации.
10. Что представляет собой оценка риска банкротства организации?

Тестовые задания

- 1. Основной целью финансового менеджмента является:**
 - а) получение и максимизация прибыли организации в текущем и перспективном периоде;
 - б) обеспечение максимизации благосостояния собственников бизнеса в текущем и перспективном периоде;
 - в) обеспечение стабильного положительного денежного потока в текущем и перспективном периоде;
 - г) увеличение имущества (активов) организации в текущем и перспективном периоде.
- 2. Структурные элементы финансового механизма организации включают в себя:**
 - а) финансовые методы, финансовые рычаги, систему финансовых расчетов;

- б) финансовые методы, финансовые рычаги, нормативно-правовое и информационное обеспечение;
- в) финансовые методы, финансовые рычаги, систему финансовых расчетов, информационное обеспечение;
- г) финансовые методы, финансовые рычаги, систему финансовых расчетов, нормативно-правовое обеспечение.

3. К функциям финансового менеджмента как управляющей системы не относится:

- а) финансовое планирование;
- б) мотивация;
- в) обеспечение эффективных финансовых взаимоотношений с контрагентами;
- г) финансовый контроль.

4. К принципам финансового менеджмента не относится:

- а) принцип оптимизации управленческих ресурсов;
- б) принцип комплексного характера формирования управленческих решений;
- в) принцип ориентированности на стратегические цели развития предприятия;
- г) принцип экономической эффективности.

5. К задачам финансового менеджмента не относится:

- а) оптимизация денежного оборота;
- б) обеспечение финансовой устойчивости организации;
- в) обеспечение максимизации прибыли при заданном уровне финансового риска;
- г) обеспечение экстенсивного роста масштабов бизнеса.

6. К субъекту управления в системе финансового менеджмента в организации не относится:

- а) руководство организации;
- б) финансовый отдел;
- в) служба риск-менеджмента;
- г) производственный отдел.

7. Структурной основой процесса финансового управления в системе финансового менеджмента в организации выступают следующие элементы:

- а) принципы управления, субъект управления, механизм управления;
- б) принципы управления, механизм управления, функции управления;
- в) субъект управления, функции управления, объект управления;
- г) субъект управления, механизм управления, объект управления.

8. К объекту финансового управления в системе финансового менеджмента в организации не относится:

- а) финансовые отношения организации;
- б) активы организации;
- в) пассивы организации;
- г) финансовая отчетность организации.

9. К финансовым методам в структуре финансового механизма организации не относится:

- а) программно-целевой метод;
- б) хеджирование;
- в) фондообразование (резервирование);
- г) инвестирование.

10. В пассиве бухгалтерского баланса отражается:

- а) структура имущества организации;
- б) структура источников финансирования организации;
- в) выручка от продаж;
- г) использование прибыли организации.

11. Структура пассива баланса организации включает:

- а) долгосрочные финансовые вложения;
- б) дебиторскую задолженность;
- в) основные средства;
- г) кредиторскую задолженность.

12. Пятифакторная модель Альтмана применяется:

- а) для оценки вероятности банкротства организации;

- б) анализа рентабельности продаж;
- в) оценки вероятности риска капитальных вложений;
- г) реструктуризации кредиторской задолженности.

13. Документ финансовой отчетности, отражающий источники формирования денежных средств организации и направления их использования в денежном выражении на определенную дату, — это:

- а) отчет о финансовых результатах;
- б) отчет о прибылях и убытках;
- в) отчет о движении денежных средств;
- г) бухгалтерский баланс.

14. Показатель рентабельности активов используется как характеристика:

- а) доходности вложения капитала в имущество организации;
- б) текущей ликвидности;
- в) структуры капитала;
- г) рыночной стоимости организации.

15. Какой показатель используется для оценки деловой активности организации:

- а) коэффициент финансового левериджа;
- б) коэффициент автономии;
- в) оборачиваемость оборотных активов;
- г) коэффициент покрытия.

16. Сумма каких статей баланса характеризует стоимость имущества организации:

- а) внеоборотные активы + оборотные активы;
- б) основные средства + нематериальные активы;
- в) внеоборотные активы + краткосрочные финансовые вложения;
- г) оборотные активы + долгосрочные финансовые вложения.

17. Чистое увеличение любой статьи актива (кроме денежных средств) является:

- а) источником увеличения объема денежных средств;
- б) использованием денежных средств;

- в) трансфертом собственного капитала;
- г) сальдо денежных средств.

18. Анализ ликвидности позволяет оценить:

- а) способность организации отвечать по своим текущим обязательствам;
- б) состав источников финансирования организации;
- в) эффективность вложения средств в данную организацию;
- г) финансовую устойчивость организации.

19. В какой степени задолженность по краткосрочным обязательствам может быть удовлетворена за счет оборотных активов организации, показывает коэффициент:

- а) абсолютной ликвидности;
- б) быстрой ликвидности;
- в) текущей ликвидности;
- г) общей платежеспособности.

20. Рентабельность продукции (услуг) рассчитывается как отношение:

- а) прибыли к выручке;
- б) прибыли к себестоимости;
- в) себестоимости к прибыли;
- г) выручки к прибыли.

ГЛАВА 2. Управление оборотными активами организации

2.1. Понятие, структура, классификация оборотного капитала организации

О оборотный капитал играет важную роль в обеспечении финансовой устойчивости, ликвидности и платежеспособности организации, при этом оптимальная его структура служит фактором эффективности ее функционирования и развития.

Ряд ученых-экономистов отождествляет оборотный капитал с оборотными средствами организации, однако это не вполне корректно. Понятие «оборотный капитал» шире, чем понятие «оборотные средства». В частности, оборотный капитал состоит из оборотных средств и краткосрочных вложений на денежном рынке (рис. 6).

Оборотный капитал (оборотные активы) — это денежное выражение всей совокупности текущих активов, представляющих собой часть имущества организации и используемых для обеспечения процесса производства и реализации продукции (оказания услуг) иращения доходов путем вложения в краткосрочные инструменты рынка денежного капитала.

Оборотные средства — это денежное выражение части текущих активов, используемых для текущих операций во время каждого операционного цикла¹.

Основная функция оборотных средств заключается в обеспечении процесса производства. Этот процесс должен быть ритмичным, в связи с чем необходимо заранее определить потребность в оборотных средствах во избежание остановки производства из-за нехватки сырья, материалов, денежных средств.



Рис. 6. Структура оборотного капитала организации

Оборотный капитал непосредственно участвует в создании новой стоимости, трансформируясь из одних элементов оборотных активов в другие, в процессе своего кругооборота (рис. 7).

Движение оборотного капитала организации и овеществление его в оборотных активах включает три фазы. На первой фазе цикла кругооборота денежные средства, краткосрочные финансовые вложения организации используются для приобретения производственных запасов.

¹ Денежное хозяйство предприятий : учебник / М. С. Марамыгин [и др.] ; под общ. ред. М. С. Марамыгина. Екатеринбург : Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2018. С. 151.

На второй фазе — входящие запасы материальных оборотных средств, в результате непосредственной производственной деятельности, трансформируются в запасы готовой продукции. На третьей фазе — запасы готовой продукции реализуются потребителям и до наступления факта их оплаты преобразуются в дебиторскую задолженность. Затем инкассированная, то есть оплаченная, дебиторская задолженность вновь преобразуется в денежные средства, часть которых может храниться в форме краткосрочных финансовых вложений¹.



Рис. 7. Стадии трансформации оборотного капитала организации

Для оценки уровня оборачиваемости оборотных активов организации используется система абсолютных и относительных показателей. Как правило, анализируется оборачиваемость как отдельных видов оборотных активов, так и общей их величины. Соответствующий анализ проводится с использованием коэффициентов оборачиваемости и периодов оборота оборотных активов и их отдельных элементов (запасов, дебиторской задолженности, денежных активов). В процессе анализа также устанавливается общая продолжительность и структура операционного, производственного и финансового циклов оборачиваемости (рис. 8); исследуются основные факторы, определяющие продолжительность этих циклов.

Операционный цикл представляет собой период полного оборота всей суммы оборотных активов, в процессе которого происходит смена отдельных их видов.

Стадии операционного цикла:

- приобретение входящих запасов оборотных активов;
- создание запасов готовой продукции;

¹ Котельникова Е. И., Юзвович Л. И. Финансовые методы управления оборотным капиталом предприятия : монография. Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2017. 94 с.

- реализация готовой продукции;
- инкассация дебиторской задолженности.

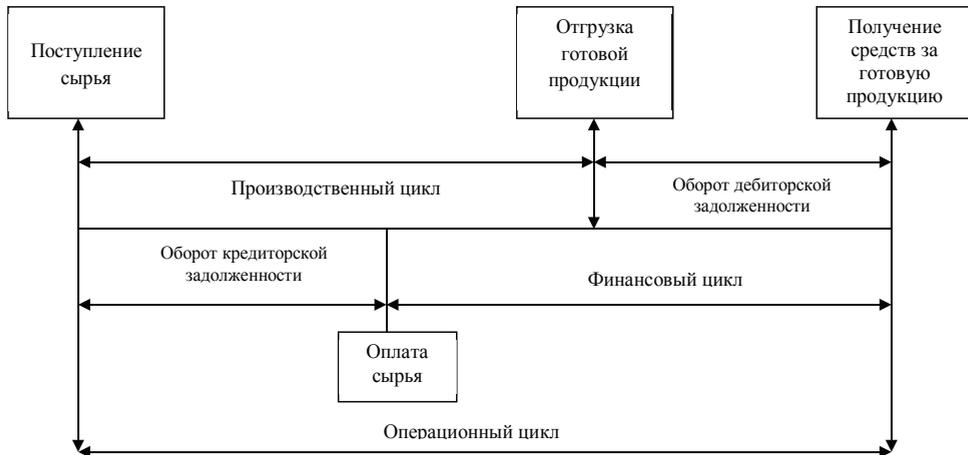


Рис. 8. Взаимосвязь производственного, финансового и операционного циклов оборачиваемости оборотных активов¹

Часть операционного цикла является финансовым циклом. В нем участвуют только собственные оборотные средства. Именно от длительности финансового цикла зависит потребность организации в источниках финансирования. Чем короче продолжительность финансового цикла, тем эффективнее функционирует организация.

Сокращение периода финансового цикла можно достичь:

- за счет сокращения длительности производственного цикла путем оптимизации объемов запасов товарно-материальных ценностей и запасов готовой продукции на складе, что будет способствовать сокращению периода их оборота. Сокращение периода оборота незавершенного производства возможно лишь путем изменения технологии производства;
- сокращения периода оборота дебиторской задолженности;
- увеличения периода оборота кредиторской задолженности.

Рассмотрим классификацию оборотного капитала организации, которая может быть произведена по различным критериям и признакам (данные ниже).

¹ Денежное хозяйство предприятий. С. 155.

Классификация оборотного капитала организации

Классификационный признак	Классификационная единица
По объектам (структурным элементам)	Запасы
	Денежные средства
	Дебиторская задолженность
	Краткосрочные финансовые вложения
По охвату планированием	Нормируемый
	Ненормируемый
По обслуживанию сфер кругооборота	Капитал в производительной форме
	Капитал в товарной форме
	Капитал в денежной форме
По источникам формирования	Собственный
	Заемный
	Привлеченный
По уровню ликвидности	Немедленно реализуемый
	Быстрореализуемый
	Медленнореализуемый
	Труднореализуемый
	Неликвидный
По уровню риска	Со средним риском
	С низким риском
	Безрисковый
В зависимости от сезонных и циклических колебаний продаж	Постоянный (независимый от сезонности и циклических колебаний продаж)
	Переменный (дополнительный, вызванный сезонностью и циклическими колебаниями продаж)
По участию в процессе производства и реализации продукции	Участвующий
	Неучаствующий

В зависимости от объектов, оборотный капитал представляет собой совокупность запасов, денежных средств для текущих финансовых операций, дебиторской задолженности и краткосрочных финансовых вложений.

По охвату планированием, статьи оборотного капитала делятся на нормируемые и ненормируемые. Норматив — это минимальный плановый размер оборотных средств, необходимый для обеспечения непрерывности процесса производства и реализации продукции и управления размерами запасов, формируемый за счет собственных источников. Поскольку оборотные производственные фонды и готовая продукция определяют условия снабжения, производства и сбыта в организации, то нормируются именно эти статьи оборотных средств. Все остальные составляющие оборотного капитала не нормируются. Однако для целей управления определяется минимальная потребность в денежных средствах, требующихся для текущих финансовых операций, исходя из прогноза платежного оборота в предстоящем периоде и оборачиваемости денежных активов. Эти расчеты производятся в целях определения возможностей отвлечения денежных средств из финансового цикла и осуществления краткосрочных финансовых вложений.

По обслуживанию сфер кругооборота, оборотный капитал делится на капитал, выступающий в денежной, производительной и товарной формах (см. рис. 7).

В зависимости от источников формирования можно выделить оборотный капитал, сформированный за счет собственных, заемных и привлеченных средств. К собственным источникам относится часть чистой прибыли организации, к заемным — краткосрочные кредиты банков, к привлеченным — устойчивые пассивы, авансы покупателей и тому подобное.

Элементы оборотного капитала различаются по уровню ликвидности. Так, немедленно реализуемыми считаются денежные средства, находящиеся на расчетном, валютном счетах и в кассе организации, а также вложения на денежном рынке. К быстрореализуемым относятся, например, вложения в высоколиквидные ценные бумаги, дебиторская задолженность, обеспеченная залогом, поручительством или банковской гарантией и по которой не истек срок исковой давности. Медленнореализуемыми являются производственные запасы. К труднореализуемым статьям оборотного капитала относятся залежалые запасы сырья и готовой продукции, а неликвидными являются безнадежные долги, т. е. дебиторская задолженность, по которой истек срок исковой давности или обязательство прекращено в связи с банкротством покупателя и его ликвидацией.

Если рассматривать вложения в оборотный капитал с точки зрения риска, то безрисковыми можно признать, например, вложения на денежном рынке при условии его стабильности¹.

Величина оборотного капитала определяется не только потребностями производственного процесса, но и случайными факторами, поэтому в оборотных активах выделяют постоянную и переменную части. Постоянные оборотные активы — это та их часть, потребность в которых относительно стабильна и не зависит от сезонных, технологических и других особенностей деятельности организации.

Переменные (временные) оборотные активы отражают дополнительную потребность в оборотных активах, которая проявляется в пиковые периоды (при проявлении сезонного спроса) или в качестве страхового запаса. Как правило, к переменным оборотным активам относят суммы дебиторской задолженности, денежных средств и их эквивалентов.

Соотношение постоянной и переменной частей оборотных активов является основой управления их оборачиваемостью и выбора конкретных источников их финансирования².

Рассмотрев понятие, структуру, классификацию оборотного капитала организации, далее перейдем к изучению методов и моделей управления им в аспекте трех основных структурных элементов: запасов, дебиторской задолженности и денежных активов.

2.2. Управление запасами

Запасы являются одним из наиболее значимых элементов оборотных активов организации. Они включает в себя:

- сырье и основные материалы (предметы труда, которые являются материальной основой производственной продукции);
- вспомогательные материалы (предметы труда, используемые для воздействия на основные материалы, придания продукту определенных потребительских свойств или обслуживания средств труда);
- полуфабрикаты, незавершенное производство (предметы труда, прошедшие не все стадии обработки, предназначенные либо

¹ Денежное хозяйство предприятий. С. 154.

² Савченко Н. Л. Управление финансовыми ресурсами предприятия : учеб. пособие. Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2019. С. 129.

для реализации, либо для дальнейшей обработки в ходе производства);

- готовая продукция, изготовленная на предприятии и предназначенная для реализации;
- товары для перепродажи;
- инструменты, инвентарь, запасные части для ремонта средств производства.

Формирование запасов обеспечивает возможность предприятию ритмично организовывать производственный процесс в условиях неритмичных поставок или их непредвиденных задержек, то есть осуществлять производство и поставку продукции потребителям в соответствии с графиком поставок.

Наличие на предприятии больших объемов запасов, с одной стороны, дает возможность для маневра (можно быстро наладить дополнительное производство продукции, быстро выполнить заказы), однако в этом есть свои недостатки:

- появляются дополнительные затраты, связанные с хранением избыточных запасов;
- появляется упущенная выгода от средств, вложенных в излишки запасов;
- существует угроза старения и порчи запасов при длительном хранении.

С другой стороны, недостаток запасов в значительной мере увеличивает риск срыва производства со всеми последствиями. Вследствие этого управление производственными запасами всегда связано с необходимостью нахождения оптимального соотношения между двумя крайними стратегиями:

- минимизации запасов в надежде на ритмичную их поставку;
- формирования больших резервов запасов, нацеленного на то, чтобы застраховаться от различных форс-мажорных обстоятельств и обеспечить ритмичность производственного процесса¹.

Управление запасами представляет собой оптимизацию общего размера и структуры запасов, минимизацию затрат по их обслуживанию и обеспечение эффективного контроля за их движением.

К основным методам управления запасами в рамках финансового менеджмента относятся:

¹ Стоянова Е. С. Финансовый менеджмент: теория и практика : учебник. 5-е изд., перераб. и доп. М. : Перспектива, 2017. С. 543.

- определение потребности в запасах путем их нормирования;
- определение оптимального размера заказа (*EOQ*-модель);
- контроль за состоянием запасов (метод *ABC*-анализа);
- выбор метода списания запасов на себестоимость продукции.

Рассмотрим каждый из методов в отдельности.

Нормирование запасов

Нормирование запасов представляет собой процесс определения минимальной, но достаточной для протекания производственного процесса величины запасов в стоимостном выражении.

Нормирование осуществляется в зависимости от различных категорий запасов.

1. Нормирование производственных запасов (сырья, основных материалов и полуфабрикатов)

$$H_{\text{пз}} = M_{\text{сут}} (T_1 + T_2 + T_3 + T_4 + T_5),$$

где $H_{\text{пз}}$ — норматив производственных запасов, тыс. руб.;

$M_{\text{сут}}$ — среднесуточное потребление производственных запасов, тыс. руб./день;

T_1 — норма текущего запаса, дни. Текущий запас представляет собой постоянный запас сырья, материалов, полностью подготовленных к запуску в производство. Основное его назначение — в том, чтобы обеспечить бесперебойную деятельность организации;

T_2 — норма страхового запаса, дни (страховой резерв, который необходимо закладывать для того, чтобы удовлетворить потребность организации в сырье и материалах в период возможных перебоев в снабжении, работе транспорта, при нарушении сроков поставки. Как правило, страховой запас определяется в размере 50 % от текущего запаса);

T_3 — норма транспортного запаса, дни (время разрыва между оплатой счета и поступлением сырья, материалов на склад предприятия);

T_4 — норма подготовительного запаса, дни (время, которое требуется для приемки, выгрузки, сортировки, складирования и лабораторного анализа сырья и материалов. Норма подготовительного запаса определяется из фактической продолжительности соответствующих видов работ);

T_5 — норма технологического запаса, дни (определяется в том случае, когда материалы, полученные от поставщиков, не могут быть сразу запущены в производство, а требуют предварительной подготовки).

2. Нормирование незавершенного производства

$$N_{\text{нп}} = Z_{\text{ср}} \cdot T_{\text{ц}} \cdot K_{\text{нз}},$$

где $N_{\text{нп}}$ — норматив незавершенного производства, тыс. руб.;

$Z_{\text{ср}}$ — среднесуточные затраты на производство продукции, тыс. руб./день;

$T_{\text{ц}}$ — продолжительность производственного цикла, дней;

$K_{\text{нз}}$ — коэффициент нарастания затрат в незавершенном производстве,

$$K_{\text{нз}} = (M + 0,5 P) / C_{\text{бед}}.$$

Здесь M — материальные затраты, тыс. руб.;

P — прочие элементы затрат, тыс. руб.;

$C_{\text{бед}}$ — себестоимость единицы продукции, тыс. руб.

3. Нормирование готовой продукции

$$N_{\text{гп}} = V_{\text{сут}} \cdot T_{\text{хр}},$$

где $N_{\text{гп}}$ — норматив готовой продукции, тыс. руб.;

$V_{\text{сут}}$ — среднесуточный выпуск готовой продукции, тыс. руб./день;

$T_{\text{хр}}$ — время хранения готовой продукции на складе, дней.

Определение оптимального размера заказа (ЕОQ-модель)

Для оптимизации размера запасов товарно-материальных ценностей используется ряд моделей, среди которых наибольшее распространение получила модель Уилсона — модель экономически обоснованного размера заказа ЕОQ-model (Economic ordering quantity).

Модель основана на минимизации совокупных затрат по закупке и хранению запасов на предприятии. Эти затраты подразделяются на две группы:

- затраты на хранение товаров на складе. Чем больше размер партии поставки, тем выше величина;
- затраты на размещение заказов. Включают расходы по транспортировке и приемке товаров. Предприятию выгодно завозить сырье и материалы как можно более высокими партиями. Чем выше размер партии поставки, тем ниже затраты на размещение заказов в определенный период (по оформлению заказов, доставке заказанных товаров на склад и их приемке на складе).

С ростом среднего размера одной партии поставки товаров снижаются затраты на размещение заказа и возрастают затраты на хранение за-

пасов на складе предприятия (и наоборот). Модель *EOQ* позволяет оптимизировать пропорции между этими двумя группами операционных затрат таким образом, чтобы совокупная их сумма была минимальной:

$$Q = \sqrt{\frac{2 S P}{C}},$$

где Q — объем (размер) одного заказа;

S — объем расхода какого-либо материала за год;

P — затраты на размещение одного заказа;

C — затраты на хранение единицы запаса.

Контроль за состоянием запасов (метод ABC-анализа)

Суть метода *ABC* состоит в том, что запасы сырья и материалов делятся на три категории по степени важности отдельных видов, в зависимости от их удельной стоимости.

Категория *A* включает в себя ограниченное количество наиболее ценных видов ресурсов, которые требуют еженедельного учета и контроля. В этой группе сосредоточено до 50–60 % общей стоимости производственных запасов. Для данных ресурсов обязателен расчет оптимального размера заказа.

Категория *B* состоит из тех видов производственных запасов, которые проверяются при ежемесячной инвентаризации. В данной группе сосредоточено до 30 % общей стоимости производственных запасов. Для них также желательно определять оптимальную величину заказа.

Категория *C* включает в себя широкий ассортимент малоценных видов производственных запасов, которые закупаются в большом количестве. В этой группе сосредоточено до 10–20 % общей стоимости производственных запасов. Объем закупок таких ценностей может быть довольно большим, поэтому контроль за их движением осуществляется с периодичностью один раз в квартал.

Выбор метода списания запасов на себестоимость продукции

Для учета списания сырья и материалов в производство, организация вправе самостоятельно выбрать один из методов, предлагаемых ПБУ 5/01, а также Методическими указаниями Минфина от 28.12.2001 № 119 н. Разрешены к применению следующие методы списания:

- по единичной оценке;

- методу ФИФО;
- средней себестоимости.

Списание по методу единичной оценки основано на том, что каждая единица товарно-материальных ценностей списывается со склада по своей индивидуальной стоимости. Обычно метод используется там, где специфика запасов предусматривает особый штучный порядок оценки, например для драгметаллов и камней в ювелирном производстве. Возможно также применение на предприятиях с небольшой фиксированной номенклатурой запасов. Однако, в связи с довольно большой трудоемкостью для учета, без необходимости метод применяется редко.

ФИФО — это аббревиатура от английского *first in — first out* (первый пришел — первый ушел). Первыми списываются в производство более ранние партии поступивших запасов.

Списание по средней себестоимости предполагает определять среднюю стоимость единицы по виду или группе запасов методом среднего арифметического.

2.3. Управление дебиторской задолженностью

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

Для разработки эффективной системы управления дебиторской задолженностью в организации важно определиться с понятийным аппаратом. Для этого необходимо рассмотреть разные подходы к толкованию термина «дебиторская задолженность».

1. Юридический подход.

В рамках данного подхода дебиторская задолженность рассматривается как сумма долгов третьих лиц перед организацией. В частности, можно привести следующее определение: дебиторская задолженность — это обязательства других предприятий, организаций,

являющихся юридическими лицами, или отдельных граждан (физических лиц) перед данной организацией. Эти обязательства возникают в связи с предоставлением им продукции или денежных средств (в виде займов, подотчетных сумм), выполнением работ, оказанием услуг. Таких участников по обязательствам принято называть дебиторами¹.

Данное толкование дебиторской задолженности все же не раскрывает в полной мере ее сущности, поскольку, во-первых, перечень оснований для возникновения задолженности намного шире и включает в себя даже, например, ущерб, причиненный предприятию третьим лицом. Во-вторых, возможными дебиторами могут быть не только отдельные физические и юридические лица, но и, например, налоговые органы, которые согласно ст. 78 и 79 НК РФ несут обязательства по возврату налогоплательщикам излишне уплаченных или излишне взысканных сумм налогов, сборов и пени. Также Гражданский кодекс в ст. 16 устанавливает, что убытки, причиненные организации в результате незаконных действий (бездействия) государственных органов, органов местного самоуправления, подлежат возмещению Российской Федерацией, соответствующим субъектом Российской Федерации или муниципальным образованием.

2. Экономико-правовой подход.

Согласно данному подходу дебиторская задолженность рассматривается как часть имущества, активов организации.

Дебиторская задолженность — это право (требование), принадлежащее кредитору по неисполненным денежным обязательствам контрагентов по оплате фактически поставленной продукции (товаров, работ услуг)².

Со стороны предприятия-кредитора дебиторская задолженность является одновременно и имущественным правом, и экономической категорией, к которой применяется понятие «собственность»³.

Таким образом, можно сделать вывод, что дебиторская задолженность является имуществом организации-кредитора и объектом гражданских прав. Данная информация может сыграть существенную роль

¹ Пластинина В. Г. Сравнительный анализ дебиторской и кредиторской задолженности // Международный академический вестник. 2018. № 3. С. 68.

² Сурина Е. В. Дебиторская задолженность: экономическая сущность, понятие и виды // Совершенствование учета, анализа и контроля как механизмов информационного обеспечения устойчивого развития экономики. 2017. № 2. С. 655.

³ Словарь финансово-экономических терминов : словарь / А. В. Шаркова [и др.] ; под ред. М. А. Эскиндарова. М. : Дашков и К°, 2016. С. 1155.

в ситуации, когда, например, организация вступает в процедуру банкротства и, как это зачастую бывает, в процессе исполнительного производства выясняется, что денежных средств для погашения своих долгов у нее нет. В таком случае имеет смысл рассмотреть возможность использования непогашенной перед этой организацией дебиторской задолженности других экономических субъектов.

Данный подход обуславливает и другой аспект: если дебиторская задолженность — это имущество, то у организации-кредитора возникает право собственности на это имущество, и она может это право реализовать.

Гражданский кодекс РФ, статья 382, указывает на то, что право (требование), принадлежащее кредитору на основании обязательства, может быть передано им другому лицу по сделке (уступка требования) или перейти к другому лицу на основании закона. Для перехода к другому лицу прав кредитора, не требуется согласие должника, если иное не предусмотрено законом или договором. По сути это означает, что у кредитора есть право передачи своей дебиторской задолженности третьим лицам.

3. Экономический подход.

В рамках экономического подхода дебиторская задолженность рассматривается как кредит, предоставляемый организацией своим дебиторам.

Данный подход отражает суть основного вида дебиторской задолженности, возникающей при хозяйственной деятельности между покупателем и продавцом. Так, продавец, реализуя товары на условиях их последующей оплаты с момента продажи товаров до момента оплаты их покупателем, с одной стороны, утрачивает право собственности на товары, а с другой — не располагает деньгами, составляющими цену реализуемого имущества¹. В этом случае отраженная в учете величина дебиторской задолженности показывает объем средств, изъятых (отвлеченных) из оборота организации. И в этом же объеме данные средства участвуют в обороте организации-контрагента. Таким образом, экономическое содержание дебиторской задолженности тождественно кредиту, «выданному» контрагенту-должнику².

¹ Покудов А. В. Как управлять дебиторской задолженностью : монография. М. : Эксмо, 2018. С. 61.

² Быкова Н. Н. Основные проблемы управления дебиторской задолженностью на российских предприятиях и пути их решения // Современные научные исследования и инновации. 2016. № 12 (68). С. 620.

4. Бухгалтерский подход.

Данный подход базируется на том положении, что с позиций бухгалтерского учета обязательство представляет собой факт хозяйственной жизни, информация о котором должна быть определенным образом отражена в регистрах бухгалтерского учета.

В бухгалтерском учете дебиторская задолженность возникает в связи с разрывом по времени факта отгрузки продукции (работ, услуг), товаров с получением за эти материальные ценности денежных средств. В таком случае у поставщика товаров возникает дебиторская задолженность, а у покупателя — кредиторская задолженность¹.

В бухгалтерском балансе организации дебиторская задолженность отражается в составе активов в разделе II «Оборотные активы», в статье «Дебиторская задолженность». Следовательно, дебиторская задолженность в составе активов относится к имуществу предприятия.

Вышеприведенные подходы к определению дебиторской задолженности являются не взаимоисключающими, а дополняющими друг друга. Это связано с тем, что понятие «дебиторская задолженность» емкое и комплексное, а законодательство и практика управления ею постоянно совершенствуются.

Далее рассмотрим классификацию дебиторской задолженности, которая может быть произведена по ряду признаков.

1. По продолжительности выделяют долгосрочную задолженность, срок погашения которой превышает 12 мес. от отчетной даты, и краткосрочную — со сроком погашения менее 12 мес.

Необходимость деления дебиторской задолженности на краткосрочную и долгосрочную определяется двумя основными причинами:

- во-первых, данная классификация дает возможность определить специфику источников финансирования дебиторской задолженности. Для краткосрочной дебиторской задолженности источником финансирования являются преимущественно краткосрочные пассивы, для долгосрочной — собственные средства (уставный капитал, прибыль) и долгосрочные пассивы;
- во-вторых, с увеличением срока дебиторской задолженности увеличивается риск ее невозврата, и это требует проведения более жесткой политики по отношению к ее погашению².

¹ Верст С. В. Комплексный подход к управлению дебиторской задолженностью предприятия на современном этапе // Концепт. 2016. № 6. С. 17.

² Словарь финансово-экономических терминов. С. 1110.

2. С точки зрения своевременности исполнения обязательств по договору дебиторскую задолженность можно подразделить:

- на срочную (непросроченную);
- просроченную;
- отсроченную.

Эта классификация служит для обеспечения контроля за погашением и возвратом дебиторской задолженности, анализа уровня ликвидности и платежеспособности организации-кредитора.

Просроченная задолженность подразделяется в свою очередь на истребованную и неистребованную. Истребованной является задолженность, по возврату которой организация-кредитор предприняла все предусмотренные законодательством меры (направление претензионных писем, подача искового заявления в суд). Неистребованной является задолженность, для возврата которой организация-кредитор не предприняла всех необходимых действий¹.

3. С точки зрения отражения в бухгалтерском балансе.

В соответствии с положениями ПБУ 4/99 в составе дебиторской задолженности выделяются следующие группы:

- покупатели и заказчики;
- векселя к получению;
- задолженность дочерних и зависимых обществ;
- задолженность участников (учредителей) по взносам в уставный капитал;
- авансы выданные;
- прочие дебиторы.

Приведенная группировка дебиторской задолженности по экономическому содержанию позволяет классифицировать долги дебиторов на источники их образования, виды обязательств, характер задолженности, отношение к кредитору. Специфика политики управления дебиторской задолженностью определяется в первую очередь экономическим содержанием дебиторской задолженности².

4. По степени обеспечения необходимо различать долговые обязательства, обеспеченные и не обеспеченные залогом, поручительством, банковской гарантией и другими способами, предусмотренными законом или договором. Данная группировка необходима для анализа

¹ Маклакова Г. В. Эффективность коммерческой деятельности : учебник. М. : Дашков и К, 2016. С. 223.

² Круглова Л. Методы управления дебиторской задолженностью предприятия // Финансовый директор. 2017. № 4. С. 15.

дебиторской задолженности с точки зрения риска ее непогашения. Критериями оценки уровня риска могут при этом выступать ликвидность и стоимость предоставленного залога, финансовое состояние поручителя или гаранта.

5. По возможности взыскания дебиторская задолженность подразделяется на надежную, сомнительную, безнадежную.

К надежной дебиторской задолженности относят дебиторскую задолженность в пределах срока, установленного договором, а также задолженность дебиторов, обеспеченную залогом, поручительством или банковской гарантией.

Сомнительной является непогашенная в срок и необеспеченная задолженность, по которой тем не менее сохраняется вероятность возможного погашения¹.

Пункт 2 статьи 266 НК РФ указывает, что безнадежными долгами (долгами, нереальными к взысканию) признаются те долги перед налогоплательщиком, по которым истек установленный срок исковой давности, а также те долги, по которым в соответствии с гражданским законодательством обязательство прекращено вследствие невозможности его исполнения, на основании акта государственного органа или ликвидации организации.

Классификация дебиторской задолженности по возможности ее взыскания необходима с точки зрения рассмотрения влияния дебиторской задолженности на финансовый результат деятельности предприятия, которое выражается в следующем:

- расходы организации увеличиваются на сумму списания безнадежной дебиторской задолженности;
- в бухгалтерском учете по долгам, возникающим в связи с неоплатой в срок реализованной продукции, выполненных работ и оказанных услуг, может создаваться резерв по сомнительным долгам, что уменьшает прибыль организации на сумму просроченной дебиторской задолженности до ее списания;
- в налоговом учете налогоплательщики также имеют право создавать резерв по сомнительным долгам, при этом данный резерв уменьшает налогооблагаемую базу по налогу на прибыль;
- доходы организации увеличиваются на сумму процентов, начисляемых на сумму дебиторской задолженности².

¹ Дудин А. Дебиторская задолженность. Методы возврата, которые работают : монография. М. : Книга по Требованию, 2014. С. 180.

² Пушкин А. В. Стратегии взыскания долгов. Управление задолженностью : учебник. М. : Эксмо, 2014. С. 315.

Рассмотрев понятийный аппарат и классификацию дебиторской задолженности, перейдем к непосредственному процессу управления ею.

Процесс управления дебиторской задолженностью организации включает в себя следующие основные этапы.

Этап 1 — анализ дебиторской задолженности организации. Определение фактического периода оборота дебиторской задолженности и оценка реальной ее величины.

Этап 2 — разработка кредитной политики организации, включающей в себя:

- систему кредитных условий;
- стандарты оценки покупателей и дифференциацию условий предоставления кредита;
- процедуры инкассации дебиторской задолженности.

Этап 3 — обеспечение использования в организации современных форм рефинансирования дебиторской задолженности (факторинг; форфейтинг; учет векселей).

Рассмотрим каждый из этапов в отдельности.

Этап 1. Анализ дебиторской задолженности организации. Определение фактического периода оборота дебиторской задолженности и оценка реальной ее величины

В рамках реализации данного этапа производится горизонтальный (динамический) и вертикальный (структурный) анализ дебиторской задолженности организации; рассчитываются основные показатели, характеризующие эффективность управления дебиторской задолженностью в организации:

- коэффициент отвлечения оборотных активов в дебиторскую задолженность (рассчитывается как отношение дебиторской задолженности к оборотным активам);
- коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности (рассчитывается как отношение выручки к среднегодовой величине дебиторской задолженности);
- период оборота дебиторской задолженности (рассчитывается как отношение продолжительности анализируемого периода в днях к коэффициенту оборачиваемости);
- коэффициент закрепления средств в дебиторской задолженности (показатель, обратный коэффициенту оборачиваемости);

- коэффициент соотношения дебиторской и кредиторской задолженности.

Как правило, комплексный анализ дебиторской задолженности организации включает в себя:

- установление удельного веса дебиторской задолженности в общей сумме оборотных активов;
- определение состава и структуры дебиторской задолженности;
- оценку оборачиваемости дебиторской задолженности и расчет периода ее погашения;
- распределение дебиторской задолженности по срокам ее возникновения;
- изучение факторов, оказывающих влияние на дебиторскую задолженность;
- осуществление *ABC*-анализа дебиторской задолженности;
- фиксирование доли сомнительной и безнадежной задолженности в общем ее объеме;
- определение соотношения объемов дебиторской и кредиторской задолженностей¹.

Рассмотрим такой инструмент, как *ABC*-анализ дебиторской задолженности, более подробно.

ABC-анализ — это классический метод ранжирования дебиторской задолженности по заданным факторам. Наиболее часто в качестве расчетных критериев используются возраст или объем задолженности².

Методика основана на эмпирическом правиле 80/20, открытом итальянским экономистом Парето. При анализе изменения оборачиваемости дебиторской задолженности, 80 % долгов приходится на 20 % ключевых клиентов.

Наиболее важен закон *ABC* для тех компаний, у которых имеется большое число покупателей. Для минимизации объема сомнительных и безнадежных долгов нужно разработать оптимальную кредитную политику, направленную на выбор условий кредитования клиентов. Одним из элементов кредитования покупателей является формирование кредитного рейтинга путем распределения контрагента по группам. При классификации дебиторов за основу можно взять результаты правила Парето 80/20 по одному из следующих параметров (по выбору):

¹ Агаркова А. П., Голова Р. С., Теплышева В. Ю. Экономика и управление на предприятии : учебник. М. : Дашков и К, 2017. С. 380.

² Покудов А. В. Как управлять дебиторской задолженностью. С. 91.

- объемам просроченных долгов;
- средним срокам просрочки продаж.

Все покупатели при этом делятся на три основные группы. Если говорить о первом параметре, то есть об объемах просроченных долгов, то первая группа *A* включает незначительное число покупателей, на которых приходится самый высокий удельный вес долгов в общем объеме дебиторской задолженности — около 80 %. Вторая группа *B* состоит из среднего числа покупателей со средним удельным весом долгов — около 15 %. В третью группу *C* входит значительное число клиентов с наименьшей долей долгов в общем объеме дебиторской задолженности — примерно 5 %.

С позиции финансового менеджмента наиболее важное значение для организации имеют клиенты группы *A*. Этим покупателям нужно контролировать регулярно, лучше ежемесячно. Группа *B* также требует регулярного мониторинга, но не настолько частого, к примеру ежеквартального. Многочисленные покупатели из группы *C* могут контролироваться ежегодно, поскольку имеют незначительные долги перед организацией.

Если проводить анализ по срокам просрочки продаж, то первая группа *A* включает 80 % самых надежных клиентов, которые соблюдают предусмотренный договорными условиями порядок расчетов. Вторая группа *B* отличается незначительными нарушениями при погашении оплаты и требует мягких приемов взыскания долгов. Это, к примеру, телефонные звонки, рассылка писем-напоминаний, проведение сверок и другое. В третью группу *C* входят клиенты с существенными сроками просрочки, требующие жестких способов взыскания и усиления кредитной политики в дальнейшем.

В отдельных ситуациях, для более детального анализа, может образовываться и четвертая группа *D*, к которой относятся разовые клиенты. Такие покупатели имеют несущественное значение для организации.

Помимо *ABC*-анализа важным элементом первого этапа процесса управления дебиторской задолженностью является определение фактического периода оборота дебиторской задолженности и оценка реальной ее стоимости.

Оценка реальной стоимости дебиторской задолженности включает в себя:

- расчет взвешенного старения счетов дебиторов;
- оценку вероятности безнадежных долгов;

- определение суммы безнадежных долгов;
- определение реальной стоимости дебиторской задолженности как разницы между фактической суммой дебиторской задолженности и суммой безнадежных долгов¹.

Представление о реальном сроке оплаты дебиторской задолженности дает определение взвешенного старения счетов дебиторов. Средний реальный срок погашения счетов дебиторами превышает установленный срок на величину периода взвешенного старения счетов.

Взвешенное старение счетов в днях определяется по каждой группе путем умножения дней, превышающих принятую в организации отсрочку платежей, на удельный вес этой группы в общем объеме дебиторской задолженности.

Пример. Предприятие АО XXX реализует свою продукцию, предоставляя отсрочку платежей своим покупателям не более 30 дней. Состояние дебиторской задолженности и расчет взвешенного ее старения представим в виде табл. 3.

Таблица 3

Пример расчета среднего реального срока погашения счетов дебиторами АО XXX

Классификация дебиторов по срокам возникновения задолженности, дней	Сумма дебиторской задолженности, тыс. долл.	Удельный вес, доли единиц	Взвешенное старение счетов, дней
0–30	1332	0,44	–
31–60	514	0,17	5 [0,17 · 30]
61–90	819	0,27	16 [0,27 · 60]
91–120	122	0,04	4 [0,04 · 90]
121–150	99	0,033	4 [0,033 · 120]
151–180	74	0,024	4 [0,024 · 150]
81–360	45	0,015	3 [0,015 · 180]
361–720	22	0,007	3 [0,007 · 360]
Свыше 720	3	0,001	1 [0,001 · 720]
Всего	3030	1,00	40
<i>Средний реальный срок погашения счетов дебиторами</i>			70 [40 + 30]

¹ Малкин О. Ю. Управление задолженностью: стратегия взыскания долгов и защита от кредиторов : монография. М. : Вершина, 2018. С. 89.

Помимо определения реального срока погашения счетов дебиторами важно также оценить величину безнадежной дебиторской задолженности. Это позволяет рассчитать реальную величину дебиторской задолженности и создать резерв для погашения безнадежных долгов. Для решения этой задачи необходимо оценить вероятность безнадежных долгов в группах, выделенных по срокам возникновения дебиторской задолженности. Оценка такой вероятности осуществляется либо на основе экспертных оценок, либо на основе статистики прошлых периодов.

Пример. Предприятие АО ХХХ реализует свою продукцию, предоставляя отсрочку платежей своим покупателям не более 30 дней. Состояние дебиторской задолженности и вероятность безнадежных долгов по группам представлены в табл. 4.

Таблица 4

Пример оценки реальной величины дебиторской задолженности АО ХХХ

Классификация дебиторов по срокам возникновения задолженности, дней	Сумма дебиторской задолженности, тыс. долл.	Вероятность безнадежных долгов, доли единиц	Сумма безнадежных долгов, тыс. долл.	Реальная величина дебиторской задолженности, тыс. долл.
0–30	1332	0,025	33,3	1298,7
31–60	514	0,05	25,7	488,3
61–90	819	0,075	61,4	757,6
91–120	122	0,1	12,2	109,8
121–150	99	0,15	14,85	84,15
151–180	74	0,3	22,2	51,8
181–360	45	0,5	22,5	22,5
361–720	22	0,75	16,5	5,5
Свыше 720	3	0,95	2,85	0,15
ВСЕГО	3030	–	211,5	2818,5

Вывод: АО ХХХ недополучит 211,5 тыс. долл.

На эту сумму должен быть сформирован резерв по сомнительным долгам.

Таким образом, в целях обеспечения платежеспособности организации на сумму безнадежных долгов должен быть сформирован резерв по сомнительным долгам.

На этом анализ дебиторской задолженности в предшествующем периоде завершается, и по его результатам разрабатывается кредитная политика организации (этап 2).

Этап 2. Разработка кредитной политики организации

Кредитная политика организации включает в себя следующие составные элементы:

- систему кредитных условий (срок предоставления товарного кредита; размер предоставляемого товарного кредита (кредитный лимит); система ценовых скидок при условии полной или частичной предоплаты; система штрафов за просроченные платежи; требования к формам обеспечения товарного кредита и другое);
- стандарты оценки платежеспособности покупателей и дифференциацию условий предоставления кредита (чем выше уровень платежеспособности покупателя, тем более лояльны условия предоставления ему товарного кредита);
- процедуры инкассации дебиторской задолженности (сроки и формы предварительного и последующего напоминаний покупателям о дате платежей; возможности и условия пролонгирования долга по предоставленному кредиту; условия возбуждения дела о банкротстве несостоятельных дебиторов).

В финансовом менеджменте выделяется три типа кредитной политики организации:

- консервативная (жесткая) кредитная политика;
- умеренная кредитная политика;
- агрессивная (мягкая) кредитная политика.

Консервативный тип кредитной политики направлен на минимизацию кредитного риска и обеспечение высокой надежности (гарантий) его возврата. Данный тип кредитной политики характеризуется следующими аспектами:

- существенным сокращением круга покупателей в кредит из группы повышенного риска;
- ужесточением условий предоставления товарного кредита;
- минимизацией сроков предоставления товарного кредита и его размера;
- применением жесткого режима инкассации дебиторской задолженности.

При агрессивном типе кредитной политики, максимизация прибыли достигается за счет расширения числа покупателей при увеличении реализации продукции в кредит, несмотря на высокий уровень риска. При таком типе кредитной политики отсутствуют обеспечение и гарантии возврата долга; устанавливаются низкие размеры штрафов за просрочку исполнения обязательств по договору; увеличивается период предоставления кредита и его размер; представляется возможность пролонгирования товарного кредита.

Умеренный тип кредитной политики характеризуется средним уровнем кредитного риска и сравнительно малым периодом отсрочки оплаты; он определяется типичными условиями ее осуществления в соответствии со сложившейся на данном рынке финансовой и коммерческой практикой¹.

При выборе того или иного типа кредитной политики должны учитываться следующие основные факторы:

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

При выборе типа кредитной политики, необходимо в целом иметь в виду, что консервативный тип негативно влияет на рост объема операционной деятельности организации и на формирование устойчивых коммерческих связей, а агрессивный тип может спровоцировать чрез-

¹ Сергиенко О. В., Грекова В. А. Организация внутреннего контроля дебиторской задолженности // Молодой ученый. 2017. № 15. С. 465.

мерное отвлечение финансовых средств, увеличить затраты по взысканию долгов, снизить уровень рентабельности оборотного капитала и платежеспособности организации.

В рамках применения умеренной или консервативной кредитной политики зачастую осуществляются предварительные аналитические мероприятия по сбору и обобщению информации о потенциальном покупателе до момента заключения с ним контракта на поставку продукции на условиях отсрочки платежа.

Оценка надежности потенциальных покупателей осуществляется, как правило, по следующим критериям:

- деловой репутации;
- уровню платежеспособности и финансовой устойчивости;
- деловой активности и рентабельности финансово-хозяйственной деятельности;
- объему и составу активов, которые могут выступать в качестве обеспечения кредита при возникновении неплатежеспособности¹.

Источниками данных для проведения проверок кредитоспособности потенциальных покупателей могут служить:

- информация, получаемая от клиента (например, бухгалтерская отчетность за последние 2–3 г., прогноз закупок на определенный период времени);
- собственная база данных, сформированная по результатам уже состоявшихся сделок с покупателем (объемы продаж, платежная дисциплина покупателей);
- информация из внешних источников (интернет-сервисы проверки контрагентов).

Далее рассмотрим более подробно отдельные составные элементы кредитной политики.

1. Процедуры инкассации дебиторской задолженности.

Под инкассационной политикой организации следует понимать комбинацию методов, используемых для своевременного возврата причитающихся ей платежей.

В составе процедур инкассации должны быть предусмотрены: своевременное выставление счетов покупателям; сроки и формы предварительного и последующего напоминаний покупателям о дате платежей; возможности и условия пролонгирования долга по пре-

¹ Глазкова Л. А. Правило работы с дебиторкой // Финансовый директор. 2016. № 5. С. 4.

доставленному кредиту; условия возбуждения дела о банкротстве несостоятельных дебиторов.

Для работы по просроченным обязательствам необходимо проведение грамотной претензионной политики, которая включает: обзвон и проведение телефонных переговоров с должниками организации для ускорения сроков погашения задолженности; занесение покупателя, нарушившего сроки оплаты, в черный список, введение ограничений в поставке товаров либо полное их прекращение до момента погашения им образовавшейся задолженности; применение к должнику штрафных санкций; направление уведомительных писем и претензий с требованием выполнения финансовых обязательств; подготовка и подача исков в суд¹. При этом необходимо сопоставлять затраты, связанные с принятием любых мер в отношении должника, с вероятным объемом возвращенных средств для оценки их целесообразности и экономической эффективности.

2. Система скидок и штрафных санкций.

Одним из эффективных инструментов по снижению дебиторской задолженности и риска возникновения просроченной задолженности является разработка системы скидок и штрафных санкций.

Предложение скидок оправдано в трех основных ситуациях:

- когда снижение цены приводит к увеличению объема продаж, а структура затрат такова, что это отражается на увеличении общей прибыли от реализации данной продукции (в том случае, когда реализуемый товар является высокоэластичным и имеет высокую долю постоянных затрат);
- система скидок ускоряет приток денежных средств в условиях их дефицита в организации;
- система скидок за ускорение оплаты более эффективна, чем система штрафных санкций за просроченную оплату².

Порядок начисления пеней и штрафов за нарушение сроков оплаты за товар должен быть обозначен в договоре с покупателем. Размер предоставляемых скидок целесообразно дифференцировать в зависимости от сроков оплаты товара покупателем.

При определении максимально допустимого размера скидки за скорость погашения необходимо соблюдать следующее требование: ставка

¹ Шурина С. В. Финансовый менеджмент в современной российской компании : учебник. М. : Дашков и К°, 2017. С. 220.

² Ковалев В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика : учебник. Изд. 3-е, перераб. и доп. М. : Проспект, 2017. С. 990.

кредитования клиентов должна превышать процент, под который организация привлекает кредитные ресурсы. Ставкой по кредитным ресурсам в данном случае является как ставка по банковским кредитам, так и условия предоставления отсрочки платежа поставщиками; кроме того, ставка кредитования должна быть выше ставки по безрисковым вложениям (депозиты, государственные краткосрочные облигации).

3. Страхование от непоступления или от несвоевременного поступления платежей от дебиторов.

Представляет собой особый вид страхования коммерческого риска. В качестве контрагента предприятия-поставщика выступает страховая компания, которая берет на себя обязательство перечислить страхователю оговоренную сумму платежей при наступлении страховых случаев, перечень и описание которых также приводятся в договоре страхования. Существует также вариант, когда страховая компания по договору со страхователем берет на себя обязательство по компенсации только убытков, понесенных предприятием-поставщиком от несвоевременных платежей дебиторов, не возмещая при этом саму сумму платежей.

4. Требование наличия форм обеспечения товарного кредита.

К основным формам обеспечения товарного кредита относятся:

- банковская гарантия;
- поручительство;
- залог.

Банковская гарантия является способом обеспечения исполнения обязательств, при котором банк или иное кредитное учреждение или страховая организация (гарант) дает по просьбе другого лица (принципала) письменное обязательство уплатить кредитору принципала (бенефициару) в соответствии с условиями даваемого гарантом обязательства денежную сумму по представлении бенефициаром письменного требования о ее уплате.

В том случае, если основное обязательство не будет исполнено принципалом и гаранту придется выплатить бенефициару оговоренную в банковской гарантии денежную сумму, последний будет вправе в дальнейшем взыскать выплаченную сумму с принципала. Право такого взыскания определяется по соглашению гаранта с принципалом, во исполнение которого была выдана гарантия.

По своей сути банковская гарантия схожа с поручительством, однако, в силу определенных особенностей, она является самостоятельным способом обеспечения исполнения обязательств, отличным от собствен-

но поручительства¹. Во-первых, банковскую гарантию может выдать не любое лицо, а лишь банк, иное кредитное учреждение или страховая организация. Во-вторых, за выдачу банковской гарантии принципал уплачивает гаранту вознаграждение. В-третьих, принадлежащее бенефициару по банковской гарантии право требования к гаранту не может быть передано другому лицу, если в гарантии не предусмотрено иное. В-четвертых, предусмотренное банковской гарантией обязательство гаранта перед бенефициаром не зависит в отношениях между ними от того основного обязательства, в обеспечение исполнения которого она выдана, даже если в гарантии содержится ссылка на это обязательство.

Кроме указанных моментов, есть и иные отличия от поручительства.

Банковская гарантия вступает в силу со дня ее выдачи, если в гарантии не предусмотрено иное. При этом важно, чтобы в тексте банковской гарантии был четко обозначен срок, на который она выдана. Отсутствие в документах, содержащих гарантийное обязательство, указаний о сроке, на который оно выдано, ведет к тому, что гарантийное обязательство не возникает.

Залог представляет собой способ обеспечения исполнения обязательств, при котором залогодержателю (кредитору) предоставляется право по обеспеченному залогом обязательству, в случае неисполнения должником своих обязанностей, получить удовлетворение из стоимости заложенного имущества преимущественно перед другими кредиторами залогодателя (лица, предоставившего предмет залога).

Рассмотрим заключительный этап процесса управления дебиторской задолженностью в организации.

Этап 3. Обеспечение использования в организации современных форм рефинансирования дебиторской задолженности

Рефинансирование дебиторской задолженности — это система финансовых операций, обеспечивающих ускоренную конверсию дебиторской задолженности в денежные активы.

К современным формам рефинансирования дебиторской задолженности относятся:

- цессия;
- факторинг;
- учет векселей, выданных покупателями продукции;

¹ Малкин О. Ю. Управление задолженностью: стратегия взыскания долгов и защита от кредиторов : монография. М. : Вершина, 2018. С. 114.

- форфейтинг (учет векселей по крупным экспортно-импортным товарным операциям);
- секьюритизация.

Цессия — это уступка права требования дебиторской задолженности третьему лицу, по стоимости несколько ниже, чем ее величина. Уступка оформляется в виде соглашения о замене первоначального кредитора, который выбывает из обязательства, на другой субъект, к которому переходят все права прежнего кредитора, в том числе переходит право требования неуплаченных должником пеней и штрафов за просрочку оплаты за товар или услуги. Существуют специальные организации, покупающие такие долги, например коллекторские агентства¹.

Факторинг, согласно статье 824 ГК РФ, является договор финансирования под уступку денежного требования. Факторинг представляет собой финансовую операцию, заключающуюся в уступке предприятием-продавцом права получения денежных средств по платежным документам за поставленную продукцию в пользу банка или факторинговой компании. За осуществление такой операции банк (факторинговая компания) взимает с предприятия-продавца определенную плату в процентах от суммы платежа (дебиторской задолженности). При этом банк (факторинговая компания) в срок до трех дней осуществляет кредитование предприятия-продавца в форме предварительной оплаты долговых требований по платежным документам (обычно в размере 70–90 % суммы долга, в зависимости от уровня риска). Остаток суммы долга за минусом платы за факторинг банк (факторинговая компания) выплачивает предприятию-продавцу после полного погашения суммы долга покупателем (рис. 9).

Отличие факторинга от цессии заключается в следующем: фактор может купить не только задолженность по текущим сделкам, но и по планируемым, однако фактически не заключенным; при цессии можно передавать и денежные, и иные имущественные права, при факторинге — только денежные; по договору цессии покупку дебиторской задолженности может проводить любая организация, факторинговые операции осуществляют только лицензированные или кредитные организации².

В современной практике применяются следующие виды факторингового обслуживания:

- покупка счетов со скидкой и оплатой фактора (дисконтирование счетов);

¹ Ковалев В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика. С. 621.

² Горшкова Н. В., Хмелева О. В. Оценка состояния дебиторской и кредиторской задолженности : учебник. М., 2018. С. 95.

- принятие на себя организацией-фактором (или банком) всех операций по учету продаж компании с ведением счетов ее дебиторов, подготовкой регулярных отчетов о состоянии счетов и инкассации долга;
- предоставление гарантий полной оплаты товара даже в случае, если покупатель просрочит или не погасит задолженность¹.

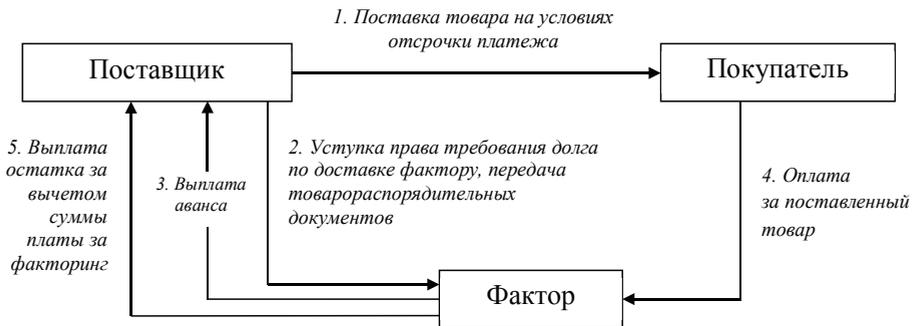


Рис. 9. Механизм факторингового обслуживания²

Учет векселей — финансовая операция по продаже поставщиком банку векселей, выданных покупателями, в целях получения по ним денежных средств до наступления срока оплаты за вычетом дисконта, который является платой за услуги банка и зависит от номинала векселя, срока, оставшегося до его погашения, и величины учетной ставки, применяемой банком. Чем выше номинальная стоимость векселя, тем большая сумма будет удержана банком в виде дисконта; чем меньшее количество дней осталось до срока платежа по векселю, тем меньший дисконт причитается банку³. Данная операция применима в том случае, если коммерческий кредит сопровождается вексельной формой расчетов с применением переводного векселя (тратты).

Форфейтинг соединяет в себе элементы факторинга и учета векселей и, как правило, используется при осуществлении долгосрочных экспортных поставок, позволяя экспортеру немедленно получать денежные средства путем учета векселей. Механизм форфейтинга состоит в приобретении финансовым агентом (форфейтором) коммерческого обязательства покупателя (импортера) перед поставщиком

¹ Шерemet А. Д., Николаева А. Д. Бухгалтерский учет и анализ : учебник. М. : ИНФА-М, 2018. С. 162.

² Красина Ф. А. Финансовый менеджмент : учебное пособие. Томск : Эль Контент, 2012. С. 92.

³ Шурина С. В. Финансовый менеджмент в современной российской компании. С. 220.

(экспортером) путем покупки у поставщика векселей, авалированных покупателем.

Секьюритизация достаточно новое понятие для российской экономики. Секьюритизация активов представляет собой схему финансирования путем трансформации активов (например дебиторской задолженности) в высоколиквидные ценные бумаги. Механизм секьюритизации дебиторской задолженности выглядит следующим образом.

Предприятие-поставщик осуществляет поставку товаров покупателям на условиях отсрочки платежа, формируя дебиторскую задолженность. Для ускорения ее инкассации, предприятие-поставщик создает новую компанию специального назначения и передает на ее баланс свои активы в виде дебиторской задолженности. Компания специального назначения в свою очередь выпускает ценные бумаги, обеспеченные дебиторской задолженностью, и основную часть дохода от их выпуска перечисляет предприятию-поставщику. При этом покупатели-дебиторы производят оплату компании специального назначения в сроки, установленные договором. Таким образом, предприятие-поставщик получает возможность вернуть свои средства раньше, чем это предусмотрено в договоре с покупателями. Однако данная операция довольно затратна и применима лишь при довольно крупных объемах секьюритизируемых активов¹.

Таким образом, существует множество эффективных методов и инструментов управления дебиторской задолженностью. При выборе того или иного метода или инструмента важно учитывать соотношение прогнозируемого эффекта от его внедрения и затрат на его реализацию.

2.4. Управление денежными активами

Денежные активы наиболее ликвидная часть оборотных активов организации. К денежным активам относятся все денежные средства организации, выраженные в национальной и иностранной валюте (находящиеся в кассе и на расчетном, валютной счетах), а также краткосрочные финансовые вложения.

Политика управления денежными активами, представляющая собой часть общей политики управления оборотными активами орга-

¹ Савченко Н. Л. Управление финансовыми ресурсами предприятия. Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2019. С. 158.

низации, заключается в оптимизации совокупного размера остатка денежных активов для обеспечения постоянной платежеспособности и эффективного их использования.

Политика управления денежными активами должна удовлетворять двум взаимоисключающим друг друга требованиям:

- максимизации денежного остатка для постоянного поддержания платежеспособности организации;
- минимизации остатка денежных средств, так как при хранении денежные средства подвержены потере реальной стоимости из-за инфляции и сопровождаются упущенной выгодой, если не находятся в обороте.

Эти противоречивые требования обуславливают оптимизационный характер политики управления денежными активами.

Политика управления денежными активами включает следующие основные этапы.

Этап 1. Анализ денежных активов организации в предшествующем периоде.

Этап 2. Определение оптимального остатка денежных средств на расчетном счете.

Этап 3. Эффективное планирование и регулирование денежного потока и рентабельное использование временно свободного остатка денежных активов.

Рассмотрим каждый этап.

Этап 1. Анализ денежных активов организации в предшествующем периоде

В рамках реализации данного этапа производится горизонтальный (динамический) и вертикальный (структурный) анализ денежных активов организации; рассчитывается ряд относительных показателей, представленных в табл. 5, и оценивается их динамика.

Таблица 5

Показатели для анализа денежных активов организации

Показатель	Формула расчета	
	Числитель	Знаменатель
1. Коэффициент участия денежных активов в оборотных активах организации	Средний остаток совокупных денежных активов в рассматриваемом периоде	Средняя величина оборотных активов в рассматриваемом периоде

Окончание табл. 5

Показатель	Формула расчета	
	Числитель	Знаменатель
2. Средний период оборота денежных активов, дни	Средний остаток совокупных денежных активов в рассматриваемом периоде	Средний однодневный объем расходования денежных средств в рассматриваемом периоде
3. Количество оборотов денежных активов в рассматриваемом периоде	Общий объем расходования денежных средств в рассматриваемом периоде	Средний остаток совокупных денежных активов в рассматриваемом периоде
4. Коэффициент абсолютной ликвидности	Совокупные денежные активы	Краткосрочные обязательства
5. Уровень отвлечения свободного остатка денежных активов в краткосрочные финансовые инвестиции (вложения)	Средний остаток денежных эквивалентов в форме краткосрочных финансовых инвестиций в рассматриваемом периоде	Средний остаток совокупных денежных активов в рассматриваемом периоде
6. Коэффициент рентабельности краткосрочных финансовых инвестиций (вложений)	Сумма прибыли, полученная организацией от краткосрочного инвестирования свободных денежных активов в рассматриваемом периоде	Средний остаток денежных эквивалентов в форме краткосрочных финансовых инвестиций в рассматриваемом периоде

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

Этап 2. Определение оптимального остатка денежных средств на расчетном счете

В теории финансового менеджмента можно выделить разные модели для расчета оптимального остатка денежных средств организации, среди которых наибольшее распространение получила модель Баумоля и модель Миллера — Орра.

Исходными положениями модели Баумоля являются постоянство потока расходования денежных средств, хранение всех резервов денежных активов в форме краткосрочных финансовых вложений и изменение остатка денежных активов от их максимума до минимума, равного нулю. Другими словами, в модели Баумоля предполагается, что организация начинает работать, имея максимальный и целесообразный для нее уровень денежных средств, и затем постоянно расходует их в течение некоторого периода времени.

Все поступающие средства от реализации товаров и услуг организация вкладывает в краткосрочные ценные бумаги. Как только запас денежных средств истощается, то есть становится равным нулю или достигает некоторого заданного уровня безопасности, организация продает часть ценных бумаг и тем самым пополняет запас денежных средств до первоначальной величины (рис. 10).

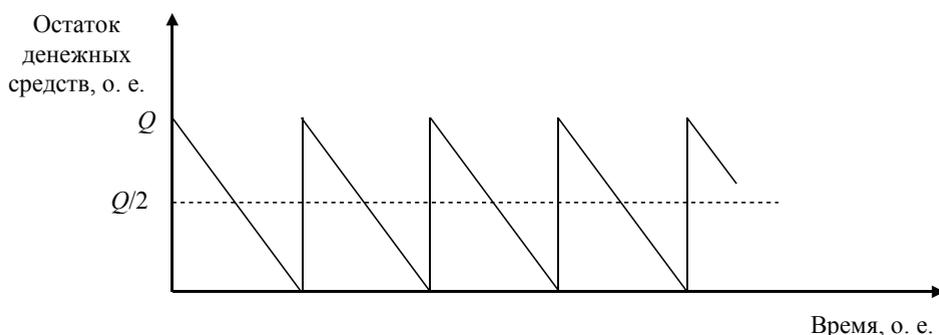


Рис. 10. Графическая интерпретация модели Баумоля (график изменения остатка денежных средств на расчетном счете)¹

Согласно модели Баумоля, оптимальный размер максимального остатка денежных активов организации рассчитывается по формуле

$$ДА_{\text{макс}} = \sqrt{\frac{2 \cdot P_0 \cdot PO_{\text{до}}}{P_d}},$$

где $ДА_{\text{макс}}$ — оптимальный размер максимального остатка денежных активов организации;

P_0 — расходы по обслуживанию одной операции пополнения денежных средств;

¹ Курилова А. А. Финансовый менеджмент : учеб. пособие. Тольятти : Изд-во ТГУ, 2014. С. 404.

$ПО_{до}$ — планируемый объем отрицательного денежного потока по операционной деятельности (объем расходования денежных средств);

$П_d$ — уровень потери альтернативных доходов при хранении денежных средств (средняя ставка процента по краткосрочным финансовым инвестициям), выраженный десятичной дробью.

Оптимальный размер среднего остатка денежных активов организации ($ДА_{cp}$) рассчитывается по формуле

$$ДА_{cp} = \frac{ДА_{макс}}{2}.$$

Пример. Необходимо определить на основе модели Баумоля средний и максимальный размер остатков денежных средств в соответствии со следующими данными. Планируемый годовой объем отрицательного денежного потока по операционной деятельности организации составляет 225 000 у. ден. е. Расходы на обслуживание одной операции пополнения денежных средств составляют 100 у. ден. е. Среднегодовая ставка процента по краткосрочным финансовым инвестициям составляет 20 %.

Оптимальный размер максимального остатка денежных средств составит

$$ДА_{макс} = \sqrt{\frac{2 \cdot 100 \cdot 225\,000}{0,2}} = 15\,000 \text{ у. ден. е.}$$

Оптимальный размер среднего остатка денежных средств составит

$$ДА_{cp} = \frac{15\,000}{2} = 7\,500 \text{ у. ден. е.}$$

Модель Баумоля предполагает регулярность как поступлений, так и расходования денежных средств. В действительности такое случается редко.

Ситуацию, когда поступление и расходование денежных средств на расчетном счете осуществляется хаотично как по величине сумм, так и по направленности денежных потоков (приток, отток), лучше отражает модель, разработанная учеными-экономистами М. Миллером и Д. Орром.

Модель Миллера — Орра помогает ответить на вопрос, как организации следует управлять своим денежным запасом, если невозможно

с точностью предсказать каждодневный отток или приток денежных средств. М. Миллер и Д. Орр использовали при построении модели процесс Бернулли — стохастический процесс, в котором поступление и расходование денег от периода к периоду являются независимыми случайными событиями.

Логика действий по управлению остатком средств на расчетном счете по модели Миллера — Орра представлена на рис. 11.

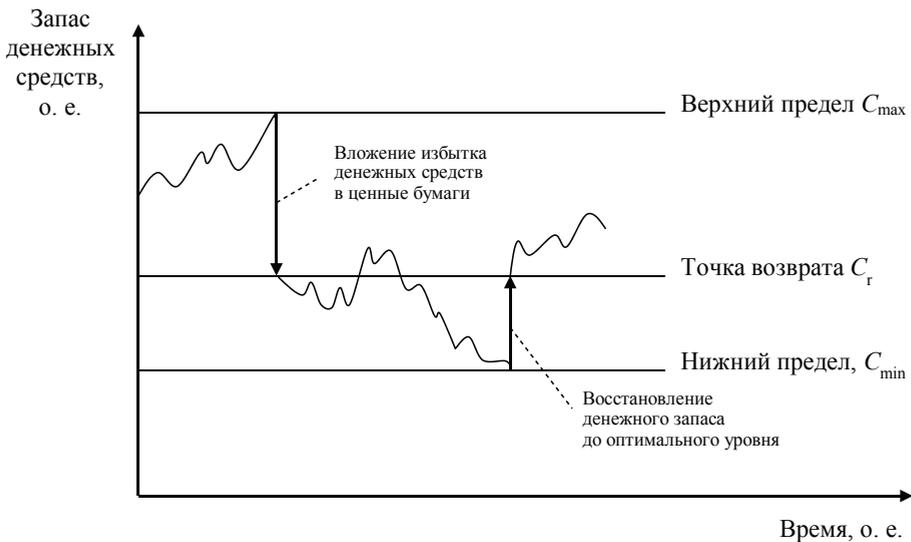


Рис. 11. Графическая интерпретация модели Миллера — Орра (график изменения остатка денежных средств на расчетном счете)¹

Остаток средств на счете хаотически меняется до тех пор, пока не достигает верхнего предела. Как только это происходит, организация начинает скупать высоколиквидные ценные бумаги с целью вернуть запас денежных средств к некоторому уровню (точке возврата). Если запас денежных средств достигает нижнего предела, то организация продает накопленные ранее ценные бумаги, пополняя запас денежных средств до нормального уровня (точки возврата).

При решении вопроса о размахе вариации (разность верхнего и нижнего пределов) рекомендуется придерживаться правила: если ежедневная изменчивость денежных потоков велика или постоянные затраты, связанные с покупкой и продажей ценных бумаг, высоки, то организа-

¹ Ковалев В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика. С. 785.

ции следует увеличить размах вариации, и наоборот. Также рекомендуется уменьшить размах вариации, если есть возможность получения дохода благодаря высокой процентной ставке по ценным бумагам.

Реализация модели Миллера — Орра осуществляется в несколько этапов:

- устанавливают минимальную величину денежных средств (C_{\min}), которую целесообразно постоянно иметь на расчетном счете. Она определяется экспертным путем исходя из средней потребности организации в оплате счетов, возможных требований банка, кредиторов и другого;
- по статистическим данным определяют вариацию (дисперсию) ежедневного объема денежного потока (Var);
- определяют расходы (Z_x) на хранение средств на расчетном счете (обычно их принимают в сумме ставки ежедневного дохода по краткосрочным ценным бумагам, циркулирующим на рынке) и расходы (Z_T) на взаимную трансформацию денежных средств и ценных бумаг;
- рассчитывают размах вариации остатка денежных средств на расчетном счете (R) по формуле

$$R = 3 \sqrt[3]{\frac{3 Z_T \cdot Var}{4 Z_x}},$$

где R — размах вариации остатка денежных средств на расчетном счете;

Z_T — расходы на взаимную трансформацию денежных средств и ценных бумаг;

Var — вариация (дисперсия) ежедневного объема денежного потока организации;

Z_x — расходы на хранение средств на расчетном счете;

- рассчитывают верхнюю границу денежных средств на расчетном счете (C_{\max}), при превышении которой необходимо часть денежных средств конвертировать в краткосрочные ценные бумаги,

$$C_{\max} = C_{\min} + R;$$

- определяют точку возврата (C_r) — величину остатка денежных средств на расчетном счете, к которой необходимо вернуться в случае, если фактический остаток средств на расчетном счете выходит за границы интервала ($C_{\min}; C_{\max}$),

$$C_r = C_{\min} + \frac{R}{3}.$$

В рамках применения данной модели необходимо придерживаться следующих рекомендаций:

- если ежедневные денежные потоки достаточно велики или затраты на конвертацию высоки, то следует увеличивать размах вариации, и наоборот;
- следует уменьшать размах вариации при существующей возможности получения дополнительного дохода благодаря высокой процентной ставке по ценным бумагам.

Пример. Необходимо определить на основе модели Миллера — Орра диапазон колебаний остатка денежных активов, а также максимальную и среднюю сумму этого остатка на основе следующих данных:

- минимальный остаток денежных активов установлен по предприятию на плановый год в сумме 5000 у. ден. е.;
- среднеквадратическое (стандартное) отклонение ежедневного объема денежного потока по операционной деятельности по данным анализа за предшествующий год составило 2000 у. ден. е.;
- расходы на обслуживание одной операции пополнения денежных средств (путем продажи краткосрочных ценных бумаг) составляют 80 у. ден. е.;
- среднедневная ставка процента по краткосрочным финансовым инвестициям составляет 0,08 %.

При том что в условиях задачи указано значение среднеквадратического отклонения (это квадратный корень из дисперсии), диапазон колебаний (размах вариации) остатка денежных средств на расчетном счете составит

$$R = 3 \cdot \sqrt[3]{\frac{3 \cdot 80 \cdot 2000^2}{4 \cdot 0,0008}} = 21\,633 \text{ у. ден. е.}$$

Соответственно размеры максимального и среднего остатков денежных средств на расчетном счете составят:

$$C_{\max} = 5000 + 21\,633 = 26\,633 \text{ у. ден. е.}$$

$$C_r = 5000 + 21\,633/3 = 5000 + 7211 = 12\,211 \text{ у. ден. е.}$$

Опыт применения рассмотренных моделей продемонстрировал их преимущества перед чисто интуитивным управлением денежными средствами. Однако если организация имеет несколько альтернативных вариантов вложения временно свободных денежных средств, то рассмотренные модели нельзя использовать. В любом случае орга-

низации могут сократить необходимые остатки денежных средств путем вложения их в ликвидные ценные бумаги, которые, в случае необходимости, могут быть легко реализованы по рыночной стоимости. Ценные бумаги в этом случае приобретаются как заменитель денежных средств, а также они являются объектом инвестирования капитала, который может понадобиться в ближайшем будущем.

Этап 3. Эффективное планирование и регулирование денежного потока и рентабельное использование временно свободного остатка денежных активов

Эффективное планирование и регулирование денежного потока достигается посредством составления и ведения платежного календаря.

Платежный календарь организации — это инструмент ежедневного управления денежными потоками, с помощью которого оптимизируется движение денег и минимизируются риски неплатежеспособности организации.

Горизонт планирования платежного календаря, как правило, составляет один месяц в разбивке по дням (календарным датам) (табл. 6).

Использование платежного календаря позволяет:

- систематизировать информацию о поступлениях и выплатах денежных средств на краткосрочный период для каждой статьи движения денег и контрагентов организации;
- мониторить риски кассовых разрывов в ближайшей перспективе, чтобы своевременно можно было привлечь дополнительное финансирование или договориться об отсрочке оплат;
- в случае невозможности полного погашения текущих обязательств, перераспределить свободные денежные средства организации в пользу наиболее приоритетных платежей;
- рационально и эффективно использовать денежные ресурсы.

Таблица 6

Примерный фрагмент платежного календаря организации

Наименование статьи	20 мая	21 мая	22 мая	23 мая	24 мая
Входящий остаток	250 000,00	1 470 000,00	1 520 000,00	20 000,00	520 000,00
Банк 1	230 000,00	1 450 000,00	1 500 000,00	0,00	500 000,00
Банк 2	20 000,00	20 000,00	20 000,00	20 000,00	20 000,00

Окончание табл. 6

Наименование статьи	20 мая	21 мая	22 мая	23 мая	24 мая
Поступления	2 000 000,00	50 000,00	0,00	780 000,00	0,00
Продажа товаров	2 000 000,00	50 000,00	0,00	780 000,00	0,00
Поступление 1	2 000 000,00	—	—	—	—
Поступление 2	—	50 000,00	—	—	—
Поступление 3	—	—	—	780 000,00	—
Платежи	780 000,00	0,00	1 500 000,00	280 000,00	500 000,00
Приобретение материалов	780 000,00	0,00	0,00	280 000,00	500 000,00
Платеж 1	780 000,00	—	—	—	—
Платеж 2	—	—	—	—	500 000,00
Платеж 3	—	—	—	280 000,00	—
Заработная плата и отчисления	0,00	0,00	1 500 000,00	0,00	0,00
Исходящий остаток	1 470 000,00	1 520 000,00	20 000,00	520 000,00	20 000,00
Банк 1	1 450 000,00	1 500 000,00	0,00	500 000,00	0,00
Банк 2	20 000,00	20 000,00	20 000,00	20 000,00	20 000,00

Процесс составления платежного календаря включает следующие этапы:

- выбор периода планирования. Как правило, это месяц (реже — квартал);
- расчет объемов возможных денежных поступлений, их фиксацию по календарным датам;
- расчет объемов денежных расходов, их фиксацию по календарным датам;
- определение денежного сальдо (величина остатка денежных средств на расчетном счете) для каждой календарной даты;

- подведение итогов, показывающее, ожидается ли у организации на какую-либо календарную дату недостаток денежных средств или их излишек.

Информационной базой для составления платежного календаря служат: план реализации продукции (оказания услуг); смета затрат на производство; план капитальных вложений; выписки по счетам организации и приложения к ним; нормативно установленные сроки платежей для финансовых обязательств; договоры; счета-фактуры; график выплаты заработной платы; внутренние приказы.

Если в результате составления платежного календаря прогнозируется недостаток денежных средств по состоянию на какую-либо календарную дату, то основные методы регулирования остатка денежных активов включают в себя:

- перенос срока отдельных платежей по заблаговременному согласованию с контрагентами;
- открытие в банке, осуществляющем расчетное обслуживание организации, овердрафтного кредита;
- ускорение инкассации дебиторской задолженности, в первую очередь за счет использования современных форм ее рефинансирования;
- открытие «кредитной линии» в банке, обеспечивающей оперативное поступление средств краткосрочного кредита при необходимости срочного пополнения остатка денежных активов;
- использование в отдельные периоды практики частичной предоплаты поставляемой продукции, если это не приводит к снижению объема ее реализации (такая практика используется обычно при реализации продукции, имеющей высокий спрос на рынке).

В результате составления платежного календаря может быть выявлена и противоположная ситуация — прогнозный излишек денежных средств на расчетном счете по состоянию на определенную календарную дату. В целях обеспечения рентабельного использования временно свободного остатка (излишка) денежных активов должна быть разработана система мероприятий по минимизации уровня потерь альтернативного дохода в процессе их хранения и противоинфляционной защиты. К числу основных из таких мероприятий относятся:

- согласование с банком, осуществляющим расчетное обслуживание организации, условий текущего хранения остатка денеж-

ных активов с выплатой депозитного процента по средней сумме этого остатка;

- использование краткосрочных денежных инструментов инвестирования (в первую очередь депозитных вкладов в банках) для временного хранения страхового и инвестиционного остатков денежных активов;
- использование ликвидных инструментов денежного и фондового рынка для инвестирования временно свободного остатка денежных активов (государственные или корпоративные краткосрочные облигации; краткосрочные депозитные сертификаты банков и другое).

Рациональное инвестирование временно свободного остатка денежных средств будет способствовать росту доходов организации и повышению эффективности ее функционирования.

Вопросы для самопроверки

1. Сформулируйте понятие «оборотный капитал».
2. Перечислите структурные элементы оборотного капитала организации.
3. Для каких целей применяется модель Уилсона в процессе управления запасами организации?
4. Что представляет собой *ABC*-анализ запасов?
5. Какие факторы оказывают влияние на величину дебиторской задолженности организации?
6. Перечислите основные этапы процесса управления дебиторской задолженностью организации.
7. Какие показатели используются для анализа дебиторской задолженности?
8. Перечислите основные типы кредитной политики организации. Чем они различаются?
9. Назовите этапы политики управления денежными активами организации.
10. Для каких целей применяются модели Баумоля, Миллера — Орра в рамках управления денежными активами? Чем они различаются?

Тестовые задания

1. В состав оборотных активов предприятия не включаются:

- а) готовая продукция на складах;
- б) денежные средства и средства в расчетах;
- в) предметы труда;
- г) машины и оборудование.

2. Величина собственных оборотных средств определяется:

- а) как разница между собственным капиталом и внеоборотными активами;
- б) разница между суммой собственного капитала и долгосрочных пассивов и внеоборотными активами;
- в) разница между валютой баланса и внеоборотными активами;
- г) разница между валютой баланса и оборотными активами.

3. Из приведенных ниже компонентов оборотных активов выберите наиболее ликвидный:

- а) производственные запасы;
- б) дебиторская задолженность;
- в) краткосрочные финансовые вложения;
- г) предметы труда.

4. Что из перечисленного ниже не относится к оборотным средствам организации:

- а) дебиторская задолженность;
- б) долгосрочные финансовые вложения;
- в) краткосрочные финансовые вложения;
- г) денежные средства.

5. Производственный цикл — это время, в течение которого:

- а) совершается полный кругооборот всей суммы оборотных активов;
- б) совершается полный кругооборот материальных элементов оборотных активов;
- в) денежные средства организации изъяты из его оборота;
- г) незавершенное производство трансформируется в готовый продукт.

6. К категории А в методе ABC-анализа запасов относятся:

- а) наиболее ценные виды запасов, которые требуют еженедельного учета и контроля;
- б) те виды производственных запасов, которые проверяются при ежемесячной инвентаризации;
- в) малоценные виды производственных товаров, которые контролируются один раз в квартал;
- г) все запасы организации.

7. Согласно методу ФИФО списание запасов в производство происходит:

- а) в хронологическом порядке, начиная с первой поставки;
- б) в хронологическом порядке, начиная с последней поставки;
- в) по средней закупочной стоимости;
- г) по фактической индивидуальной стоимости.

8. Оборачиваемость товарно-материальных запасов сократилась в два раза, но при этом средняя величина товарно-материальных запасов осталась неизменной. Как изменилась себестоимость продукции?

- а) не изменилась;
- б) увеличилась в 2 раза;
- в) уменьшилась в 2 раза;
- г) увеличилась в 4 раза.

9. В основу модели Уилсона (EOQ-модель) заложена концепция:

- а) минимизации затрат на хранение запасов;
- б) максимизации периода между заказами;
- в) минимизации затрат на покупку и доставку партии и хранение запасов;
- г) обеспечения максимальной ликвидности запасов.

10. К методам управления запасами организации не относится:

- а) EOQ-модель;
- б) ABC-анализ;
- в) модель Баумоля;
- г) нормирование.

11. Если организация реализует продукцию в кредит, предоставляя его каждому контрагенту, кто этого желает, то это соответствует:

- а) агрессивной кредитной политике;
- б) консервативной кредитной политике;

- в) умеренной кредитной политике.
- г) безрисковой кредитной политике.

12. Рефинансирование дебиторской задолженности — это:

- а) совокупность финансовых операций, обеспечивающих ускоренную конверсию дебиторской задолженности в денежные активы;
- б) получение новой дебиторской задолженности для погашения старой;
- в) формирование резерва по безнадежной дебиторской задолженности;
- г) операция по приобретению финансовым агентом дебиторской задолженности в целях ее досрочного погашения.

13. Ускорение оборачиваемости дебиторской задолженности может быть достигнуто за счет увеличения:

- а) выручки от реализации;
- б) кредиторской задолженности;
- в) дебиторской задолженности;
- г) прибыли от реализации.

14. По какой цене финансовое учреждение покупает платежное обязательство у владельца, если осуществляется операция «учет векселей»?

- а) По сумме номинала векселя;
- б) больше той суммы, которая должна быть выплачена по векселю в конце срока;
- в) меньше той суммы, которая должна быть выплачена по векселю в конце срока;
- г) по фиксированной цене учета, обозначенной в векселе как коносамент.

15. Целью использования услуг факторинга является:

- а) привлечение дешевых денежных средств;
- б) продажа права требования дебиторской задолженности;
- в) уступка права собственности на основные средства;
- г) увеличение собственных средств по отношению к заемным.

16. К основным элементам кредитной политики организации относятся:

- а) система кредитных условий, стандарты оценки платежеспособности покупателей, процедуры инкассации дебиторской задолженности;

- б) срок предоставления товарного кредита, кредитный лимит, система ценовых скидок, система штрафов;
- в) сроки и формы предварительного и последующего напоминаний покупателям о дате платежей; возможности и условия пролонгирования долга по предоставленному кредиту; условия возбуждения дела о банкротстве несостоятельных дебиторов;
- г) срок предоставления товарного кредита, кредитный лимит, система ценовых скидок, система штрафов; процедуры инкассации дебиторской задолженности.

17. Современные формы рефинансирования дебиторской задолженности включают в себя:

- а) лизинг, факторинг, листинг, франчайзинг;
- б) реструктуризацию, конверсию, диверсификацию дебиторской задолженности;
- в) лимитирование, диссипацию, локализацию дебиторской задолженности;
- г) факторинг, цессию, учет векселей, форфейтинг, секьюритизацию.

18. Платежный календарь применяется для управления:

- а) выплатами по кредитам и займам;
- б) дебиторской задолженностью;
- в) кредиторской задолженностью;
- г) денежными потоками.

19. Для определения оптимального остатка денежных средств на расчетном счете организации используются модели:

- а) Альтмана и Баумоля;
- б) Уилсона и Миллера — Орра;
- в) Уилсона и Баумоля;
- г) Баумоля и Миллера — Орра.

20. Что является основным источником денежных средств в текущей (операционной) деятельности организации:

- а) доходы от портфельных инвестиций;
- б) внереализационные доходы;
- в) выручка от реализации продукции;
- г) доходы от эмиссии корпоративных ценных бумаг (акций, облигаций).

ГЛАВА 3. Управление капиталом организации

3.1. Капитал организации: экономическая сущность и классификация

Капитал организации представляет собой общую стоимость средств в денежной, материальной и нематериальной формах, инвестированных в формирование активов организации.

В экономической литературе можно выделить три основных подхода к трактовке и расчету величины капитала организации:

- экономический;
- бухгалтерский;
- учетно-аналитический.

Сравнительный анализ этих подходов представлен ниже.

Основные подходы к трактовке экономической категории «капитал»¹

Наименование подхода	Содержание
Экономический	Базируется на концепции физического капитала. В рамках экономического подхода капитал подразделяют на реальный и финансовый. Реальный капитал связан с материально-вещественными благами или факторами производства (здания, сооружения, машины, оборудование, сырье, материалы).

¹ Савченко Н.Л. Управление финансовыми ресурсами предприятия : учеб. пособие. С. 44.

Наименование подхода	Содержание
Экономический	Финансовый капитал воплощается в денежных средствах и ценных бумагах. Таким образом, согласно экономическому подходу величину капитала необходимо определять как итог бухгалтерского баланса по активу
Бухгалтерский	Основан на концепции финансового капитала. Согласно этой концепции капитал определяется с позиции заинтересованности собственников в активах организации. Речь идет о размере собственного капитала или «фонда собственников». В бухгалтерском балансе это третий раздел «Капитал и резервы». Часто капитал с точки зрения бухгалтерского подхода сопоставляют с чистыми активами организации
Учетно-аналитический подход	Основан на модификации концепции финансового капитала. Организации очень редко используют в качестве источников финансирования только собственные ресурсы. Обычная практика для современных компаний — привлечение как долгосрочных, так и краткосрочных источников финансирования. За всеми заемными источниками финансирования стоят определенные группы лиц — лендеры и кредиторы. Согласно формулировкам, представленным в зарубежной экономической литературе, лендеры предоставляют свои средства только на долгосрочной основе, в то время как кредиторы — это поставщики краткосрочных финансовых ресурсов. В соответствии с учетно-аналитическим подходом капитал рассматривают с точки зрения инвесторов (собственников и лендеров). По-другому в данном случае капитал определяется как сумма третьего и четвертого разделов бухгалтерского баланса

Позиционирование капитала в рамках теории финансового менеджмента базируется в большей степени на идеях учетно-аналитического подхода как более современного и опирающегося на идеи финансовой науки.

Далее рассмотрим классификацию капитала организации (данные приведены ниже).

Классификация капитала организации

Классификационный признак	Классификационная единица
По принадлежности организации	Собственный
	Заемный
По целям использования	Производительный
	Ссудный
	Спекулятивный
По формам инвестирования	Капитал в денежной форме
	Капитал в материальной форме
	Капитал в нематериальной форме
По объекту инвестирования	Основной
	Оборотный
По форме нахождения в процессе кругооборота	Капитал в денежной форме
	Капитал в производственной форме
	Капитал в товарной форме
По формам собственности	Частный
	Государственный
По организационно-правовым формам деятельности	Акционерный
	Паевой
	Индивидуальный
По источникам привлечения	Национальный
	Иностранный
По характеру использования в хозяйственной деятельности	Работающий
	Неработающий
По характеру использования собственниками	Потребляемый
	Накапливаемый (реинвестируемый)

Из многообразия классификационных признаков наибольшее внимание в финансовом менеджменте уделяется дифференциации капитала организации на собственный и заемный.

Собственный капитал (рис. 12) представляет собой часть стоимости в активах организации, остающуюся после удовлетворения требо-

ваний третьих лиц (или после вычитания всех обязательств организации).



Рис. 12. Структура собственного капитала организации

Заемный капитал представляет собой средства, предоставленные организации сторонними лицами или государством. Заемный капитал подразделяется на два вида: долгосрочный и краткосрочный. Критерием такой дифференциации является срок, на который предоставляются заемные средства (более 12 мес. и до 12 мес.).

К долгосрочному заемному капиталу относят долгосрочные кредиты, облигационные займы и финансовый лизинг; к краткосрочному заемному капиталу — краткосрочные кредиты, текущую кредиторскую задолженность, другие обязательства организации.

Сравнительный анализ собственного и заемного капитала организации представлен в табл. 7.

Определение оптимальной структуры капитала организации с позиции соотношения между ее собственным и заемным капиталом — один из ключевых вопросов финансового менеджмента.

Организация, использующая только собственный капитал, имеет наивысшую финансовую устойчивость (ее коэффициент автономии равен единице), но ограничивает темпы своего развития (так как

не может обеспечить формирование необходимого дополнительного объема активов в периоды благоприятной конъюнктуры рынка) и не использует финансовые возможности прироста прибыли на вложенный капитал.

Таблица 7

Сравнительный анализ собственного и заемного капитала организации¹

Признак сравнения	Тип капитала	
	собственный	заемный
Право на участие в управлении организацией	Дает право на участие в управлении	Не дает права на участие в управлении
Право на получение части прибыли и имущества	Прибыль делится между собственниками по остаточному принципу после вычета финансовых обязательств	Кредиторы имеют первоочередное право на возвращение суммы долга
Ожидаемая доходность	Варьируется в зависимости от эффективности деятельности организации	Обычно определена заранее кредитным договором
Срок возврата капитала	Не установлен	Установлен условиями договора
Льгота по налогу (налоговая экономия)	Отсутствует, так как дивиденды выплачиваются из чистой прибыли	Присутствует, так как проценты могут быть отнесены на расходы
Влияние на финансовую устойчивость организации	Повышается финансовая независимость, минимизируется риск потери финансовой устойчивости	Повышается зависимость от внешних источников финансирования, увеличивается риск неплатежеспособности и снижения финансовой устойчивости

Организация, использующая заемный капитал, имеет более высокий финансовый потенциал своего развития (за счет формирования дополнительного объема активов) и возможности прироста финан-

¹ Савченко Н.Л. Управление финансовыми ресурсами предприятия : учеб. пособие. С. 48.

совой рентабельности деятельности, однако в большей мере генерирует финансовый риск и угрозу банкротства (возрастающие по мере увеличения удельного веса заемных средств в общей сумме используемого капитала).

На практике решения, связанные с формированием структуры капитала каждой конкретной организации, принимаются под влиянием множества объективных и субъективных факторов. В настоящее время отсутствуют универсальные методики, рекомендуемые принимать однозначные решения по формированию структуры капитала. Тем не менее наличие соответствующих подходов финансового менеджмента, рассмотренных в подгл. 3.2, позволяет руководству организации более рационально подойти к решению этой задачи в контексте сложившейся рыночной ситуации.

3.2. Управление структурой и стоимостью капитала организации

Управление структурой капитала организации представляет собой совокупность методов, инструментов и специфических приемов непрерывного влияния со стороны руководства организации на движение денежных потоков для достижения поставленной цели.

Основные методы в рамках управления структурой и стоимостью капитала организации можно подразделить на следующие укрупненные группы:

- анализ изменения структуры и стоимости капитала;
- осуществление планирования денежных потоков;
- внедрение эффективной системы стимулирования реализации управленческих решений по формированию оптимальной структуры капитала.

Реализация разработанной политики по управлению структурой и стоимостью капитала целесообразно проводить на фоне регулярного анализа и оценки денежных потоков для определения уровня эффективности данной политики и выявления резервов для оптимизации денежных потоков компании и их планирования на будущий период.

Анализируя денежные потоки организации, необходимо рассматривать величину чистого и свободного денежных потоков.

Чистый денежный поток (Net Cash Flow, *NCF*) представляет собой разницу между притоком (поступлением) денег в организацию и оттоком (расходом) в определенный период.

Свободный денежный поток (Free CashFlow to firm, *FCFF*) — это наличные денежные средства организации от ее операционной (основной) деятельности за вычетом всех налогов и вложений в капитал (инвестиций в бизнес), доступные инвесторам (включая акционеров и кредиторов). Свободный денежный поток рассчитывается по формуле

$$FCFF = EBIT \cdot (1 - Tax) + DA - CNWC - \Delta WCR, \quad (1)$$

где *EBIT* (Earnings Before Interest and Taxes) — прибыль до уплаты налогов и процентов;

Tax — процентная ставка налога на прибыль;

DA — амортизация материальных и нематериальных активов;

CNWC (Change in Net Working Capital) — изменение оборотного капитала (инвестиции в прирост чистого оборотного капитала);

ΔWCR — чистые капитальные затраты (инвестиции в основные средства и нематериальные активы), которые также называются *Capex* (Capital Expenditure)¹.

Управление денежными потоками основывается на концепции временной стоимости денег, согласно которой стоимость денег в течение времени изменяется с учетом нормы прибыли на финансовом рынке, в качестве которой, как правило, выступает норма ссудного процента. Иными словами, одна и та же сумма денег в разные периоды времени имеет разную стоимость, при этом стоимость денег в настоящий момент всегда выше, чем в любом будущем периоде. Эта неравноценность определяется действием трех основных факторов: инфляцией, риском неполучения дохода при вложении капитала, особенностями денег, рассматриваемыми как один из видов оборотных активов².

Стоимость финансовых активов имеет непосредственную зависимость от потоков денежных средств, ожидаемых вследствие использования этих активов. Анализ дисконтированного денежного потока (Discounted Cash Flow — *DCF*) заключается в оценке будущих денежных потоков. Анализ *DCF* включает следующие этапы: расчет прогнозируемых денежных потоков; оценку степени риска для денежных пото-

¹ Myers S. Interactions of corporate finance and investment decisions — implications for capital budgeting // The Journal of Finance. 1974. P. 57.

² Лобанова Е. Н., Лимитовский М. А. Финансовый менеджмент. М. : ДеКа, 2000. 396 с.

ков; включение оценки риска в анализ потоков; определение приведенной стоимости денежного потока¹.

В ходе анализа *DCF* необходимо использовать ставку дисконта, учитывая возможность альтернативного использования капитала. Такая ставка должна отражать такие факторы, как риск конкретного денежного потока, уровень доходности альтернативных финансовых инструментов, периодичность денежных потоков.

Как уже было отмечено в подгл. 3.1, одной из ключевых задач финансового менеджмента является поддержание оптимальной величины и структуры капитала организации. Анализ российской и зарубежной литературы в части вопросов структурирования капитала позволил выделить ряд подходов.

Основоположниками изучения структуры капитала и цены источников финансирования стали Дж. Уильямс и Д. Дюран. Позднее Ф. Модельяни и М. Миллер вывели математическую модель управления структурой капитала. В результате исследований авторы пришли к выводу, что в идеальной экономической среде рыночная стоимость компании не зависит от структуры капитала, то есть от используемой доли заемных средств, а зависит от величины операционной прибыли (*EBIT* — Earnings Before Interest and Taxes) и требуемой ставки доходности на собственный (акционерный) капитал при нулевой доле заемного капитала (k), то есть рентабельности деятельности компании, при этом средневзвешенная стоимость капитала является постоянной².

В рамках подхода к определению структуры капитала организации, расчеты производятся с помощью специальных финансовых инструментов, которые определяют соотношение между отдельными элементами капитала и значения таких важнейших показателей финансового менеджмента, как финансовый леверидж и рентабельность собственного капитала.

Рассмотрим финансовый леверидж.

Леверидж в переводе с английского означает рычаг для подъема тяжестей, то есть некий фактор, небольшое изменение которого может привести к изменению результативного показателя, дать так называемый эффект левериджа (эффект рычага).

Финансовый леверидж характеризует использование организацией заемных средств, которое влияет на изменение коэффициента рентабельности собственного капитала.

¹ Аграпонова Н. Л., Гобан К. А. Управление структурой капитала как способ управления стоимостью компании // Экономика и бизнес: теория и практика. 2018. № 6. С. 10–14.

² Теплова Т. В. Инвестиции : учебник. М. : Юрайт, 2011. С. 57.

Показатель, отражающий уровень дополнительно генерируемой прибыли на собственный капитал при различной доле использования заемных средств, называется эффектом финансового левириджа (эффектом финансового рычага). Он рассчитывается по формуле

$$\text{ЭФЛ} = (1 - C_{\text{НП}}) (ВР_{\text{А}} - \text{ПК}) \frac{\text{ЗК}}{\text{СК}},$$

где ЭФЛ — эффект финансового левириджа, заключающийся в приросте рентабельности собственного капитала организации, %;

$C_{\text{НП}}$ — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

$ВР_{\text{А}}$ — валовая рентабельность активов (отношение валовой прибыли к средней стоимости активов), %;

ПК — средний размер процентов за кредит, уплачиваемых организацией за использование заемного капитала, %;

ЗК — средняя сумма используемого организацией заемного капитала;

СК — средняя сумма собственного капитала организации.

Рассматривая формулу расчета эффекта финансового левириджа, можно выделить в ней три основные составляющие.

1. Налоговый корректор финансового левириджа $(1 - C_{\text{НП}})$, который показывает, в какой степени проявляется эффект финансового левириджа в связи с различным уровнем налогообложения прибыли.

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

- если по различным видам деятельности организации установлены дифференцированные ставки налогообложения прибыли;
- если по отдельным видам деятельности организация использует льготы по налогообложению прибыли;
- если отдельные дочерние фирмы организации осуществляют свою деятельность в свободных экономических зонах своей страны, где действует льготный режим налогообложения прибыли;
- если отдельные дочерние фирмы организации осуществляют свою деятельность в государствах с более низким уровнем налогообложения прибыли.

В этих случаях, воздействуя на отраслевую или региональную структуру производства (а соответственно и на состав прибыли по уровню ее

налогообложения), можно, снизив среднюю ставку налогообложения прибыли, повысить воздействие налогового корректора финансового левериджа на его эффект (при прочих равных условиях).

2. Дифференциал финансового левериджа ($BP_A - ПК$) характеризует разницу между валовой рентабельностью активов и средним размером процента за кредит.

Дифференциал финансового левериджа является главным условием, формирующим положительный эффект финансового левериджа. Данный эффект проявляется только в том случае, если уровень валовой прибыли, генерируемой активами организации, превышает средний размер процента за используемый кредит, то есть если дифференциал финансового левериджа является положительной величиной. Чем выше положительное значение дифференциала финансового левериджа, тем выше, при прочих равных условиях, будет его эффект.

Формирование отрицательного значения дифференциала финансового левериджа по любой из причин всегда приводит к снижению коэффициента рентабельности собственного капитала. В этом случае использование организацией заемного капитала дает отрицательный эффект.

3. Коэффициент (плечо) финансового левериджа ($ЗК/СК$) характеризует сумму заемного капитала, используемого организацией, в расчете на единицу собственного капитала. Коэффициент финансового левериджа является тем рычагом, который мультиплицирует (пропорционально мультипликатору или коэффициенту изменяет) положительный или отрицательный эффект, получаемый за счет соответствующего значения его дифференциала. При положительном значении дифференциала, любой прирост коэффициента финансового левериджа будет вызывать еще больший прирост коэффициента рентабельности собственного капитала, а при отрицательном значении дифференциала, прирост коэффициента финансового левериджа будет приводить к еще большему темпу снижения коэффициента рентабельности собственного капитала. Иными словами, прирост коэффициента финансового левериджа мультиплицирует еще больший прирост его эффекта (положительного или отрицательного в зависимости от положительной или отрицательной величины дифференциала финансового левериджа). Снижение коэффициента финансового левериджа будет приводить к обратному результату, снижая в еще большей степени его положительный или отрицательный эффект.

Правила, вытекающие из формулы эффекта финансового леве­ри­д­жа, следующие:

- если новое заимствование приносит организации увеличение уровня эффекта финансового леве­ри­д­жа, то такое заимствование выгодно;
- рекомендуется внимательно отслеживать состояние дифференциала финансового леве­ри­д­жа — при наращивании организацией коэффициента (плеча) финансового леве­ри­д­жа банку свойственно компенсировать возрастание собственного риска повышением цены кредита (процентной ставки);
- чем больше дифференциал финансового леве­ри­д­жа, тем меньше риски организации (и наоборот, чем меньше дифференциал, тем больше риски);
- если дифференциал финансового леве­ри­д­жа больше нуля, то организации можно занимать денежные средства. Если дифференциал отрицателен, то не рекомендуется занимать денежные средства (привлекать новый кредит), так как эффект от использования заемного капитала меньше суммы процентов за кредит. Если дифференциал равен нулю, то весь эффект от использования заемного капитала будет направлен на уплату процентов за кредит.

Действие эффекта финансового рычага наглядно демонстрирует следующий пример.

Рассмотрим два варианта финансирования организации — из собственных средств (вариант 1) и с использованием комбинации собственного и заемного капитала (вариант 2). Пусть уровень рентабельности активов (величина ROA) составляет 20%. Во втором варианте, за счет использования заемных средств, получен эффект финансового леве­ри­д­жа — повысилась рентабельность собственного капитала (табл. 8).

Таблица 8

**Расчет рентабельности собственного капитала
при различных вариантах структуры капитала организации**

Показатель	Вариант 1	Вариант 2
Валюта баланса, руб.	1 000 000	1 000 000
Структура пассивов: собственный капитал, руб.	1 000 000—100 %	500 000—50 %
заемный капитал, руб.		500 000—50 %

Окончание табл. 8

Показатель	Вариант 1	Вариант 2
Прибыль за период, руб.	200 000	200 000
Плата за заемный капитал, руб. (при условии значения процентной ставки 15 %)	Отсутствует	75 000
Чистая прибыль за период, руб.	200 000	125 000
Рентабельность активов, %	20	20
Рентабельность собственного капитала, %	20	25

При формировании структуры капитала организации, помимо эффекта финансового рычага, должна также учитываться его стоимость, влияющая на уровень рентабельности собственного капитала и рыночную стоимость организации.

Количественная оценка стоимости капитала имеет определяющее значение при анализе инвестиционных проектов и выборе альтернативных вариантов финансирования хозяйствующих субъектов. В экономической литературе выделяют два основных количественных метода формирования оптимальной структуры капитала:

- метод, основанный на оценке средневзвешенной стоимости капитала компании, (*WACC*);
- метод, основанный на оценке скорректированной приведенной стоимости компании, (*Adjusted Present Value Method*).

Рассмотрим каждый из этих методов.

Стоимость капитала — это общая сумма средств, которую платит компания за использование определенного объема финансовых ресурсов, выраженная в процентах к этому объему. Другими словами, стоимость капитала — это некая процентная ставка (обычно годовая) или арендная плата за пользование средствами.

В науке управления финансами используют название данного показателя — *WACC* (*weighted average cost of capital*), что в переводе означает «средневзвешенная стоимость капитала компании». Оно связано с методикой расчета показателя, а именно: стоимость совокупного капитала компании определяется по формуле среднеарифметической взвешенной

$$WACC = R_D \cdot (1 - T) \cdot WD + R_E \cdot WE,$$

где *WACC* — средневзвешенная стоимость капитала компании, %;

R_D — стоимость заемного капитала компании, %;

T — предельная ставка по налогу на прибыль;

WD — удельный вес заемного капитала компании;

R_E — стоимость собственного капитала компании, %;

WE — удельный вес собственного капитала компании.

Для работы с данной моделью, для начала нужно оценить первое слагаемое, входящее в модель, — заемную часть капитала. К оценке реальной стоимости риска можно подойти по-разному, в зависимости от конкретно рассматриваемого случая. Легче всего осуществлять подобную оценку, если организация, которая подвергается анализу, имеет долгосрочные обязательства и кредитный рейтинг, полученный от какого-либо мирового рейтингового агентства, такого как Standard&Poor's, Moody's или Fitch Ratings, либо воспользоваться оценками, которые присваивают российские инвестиционные компании. Однако в случае, если рассматриваемая организация не имеет по каким-либо причинам кредитных рейтингов, можно использовать и другие, не менее эффективные альтернативы построения рейтинговых оценок. Например, можно использовать недавнюю историю заимствования: компании, не являющиеся объектами рейтинговых оценок, тем не менее осуществляют практику заимствования средств у банков и других финансовых институтов. Так можно получить необходимую информацию о конкретной организации, рассматривая ее последние заимствования. Другой метод — «синтетический рейтинг». В отсутствие рейтинга агентства, вполне возможно произвести самостоятельную оценку компании, используя финансовые мультипликаторы. Такое оценивание основано на сопоставлении компаний, обладающих кредитными рейтингами и имеющими схожие финансовые характеристики с рассматриваемой компанией. При их сопоставлении появляется возможность проанализировать рейтинг интересующей компании.

Рассмотрим фактическую структуру заемного капитала. Его стоимость обычно определяется по следующим переменным¹:

- безрисковой ставке. При росте данного показателя стоимость долговых обязательств организации увеличивается;
- спреда дефолта организации. Данный показатель носит смысл меры возрастания стоимости заимствования для организации в случае повышения риска ее дефолта;

¹ Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. М. : Альпина Паблишер, 2020. С. 54.

- налоговым выгодам, связанным с долгом. Поскольку использование заемного капитала предполагает экономию от использования эффекта «налогового щита», стоимость долга снижается.

Таким образом, оценка стоимости заемного капитала компании осуществляется следующим образом:

$$R_D = R_f + risk_{sivereign} + spread (default),$$

где R_D — стоимость заемного капитала компании, %;

R_f — безрисковая ставка доходности, %;

$risk_{sivereign}$ — суверенный риск для страны, в которой действует рассматриваемая организация, %;

$spread (default)$ — спрэд дефолта, установленный в соответствии с кредитным рейтингом, %.

Следующий важный элемент модели — значение стоимости собственного капитала компании. Формула для определения стоимости собственного капитала R_E в общем виде будет иметь следующий вид:

$$R_E = R_f + \beta \cdot (R_m + R_f), \quad (2)$$

где R_E — стоимость собственного капитала компании, %;

R_f — безрисковая ставка доходности, %;

β — коэффициент, измеряющий систематический риск компании;

R_m — доходность рынка, %¹.

Основная зависимость затрат на собственный капитал связана с финансовым рычагом, и эта зависимость определяется через коэффициент β из модели local CAPM. Этот коэффициент позволяет учесть инвестиционный риск компании, то есть он представляет собой показатель систематического риска и отражает волатильность ценной бумаги по отношению к доходности рынка (или рыночного индекса). Рассчитывается данный показатель следующим образом:

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_a, R_m)}{\text{Var}(R_m)}, \quad (3)$$

где $\text{Cov}(R_a, R_m)$ — ковариация доходностей актива и рынка;

$\text{Var}(R_m)$ — дисперсия доходности актива;

R_a — доходность актива, для которого рассчитывается β , %;

R_m — доходность рынка, %.

¹ Myers S. Financial architecture // European Financial Management. 1999. Vol. 5. № 2. P. 133–141.

В формуле (2) выражение $(R_m + R_f)$ интерпретируется как премия за рыночный риск. Для оценки этого показателя используются значения индекса, сложившиеся исторически для конкретной страны, где функционирует рассматриваемая организация (публичная компания), то есть значение рыночной премии имеет физический смысл разницы между доходностью акций в долгосрочном периоде и ценными бумагами, свободными от риска.

Исходя из всего вышесказанного, можно сделать заключение, что данный подход дает хороший результат в странах, которые имеют довольно крупный диверсифицированный фондовый рынок в долгосрочном периоде.

При классическом расчете коэффициента β (формула (3) в расчет принимается рыночная стоимость актива, однако в случае, если компания не является публичной, ее акции не обращаются на рынке, применение данного расчета становится затруднительным. В такой ситуации наиболее эффективным является применение метода восходящего β по компаниям-аналогам в рамках фундаментального подхода (*bottom betas*). Под компаниями-аналогами следует понимать компании из того же рыночного сегмента, со схожим масштабом бизнеса, стадией жизненного цикла, уровнем рыночной стоимости, однако являющимися публичными. Для данных компаний рассчитывается средний коэффициент β по отрасли, на основании которого можно найти рычаговый и безрычаговый коэффициент β рассматриваемой непубличной компании.

Безрычаговый коэффициент β для отрасли рассчитывается согласно формуле

$$\beta_{unlevered}^{\text{отр}} = \frac{\text{средняя } \beta}{1 + (1 - T) \frac{D^{\text{отр}}}{E^{\text{отр}}}},$$

где $\beta_{unlevered}^{\text{отр}}$ — безрычаговый коэффициент β для отрасли;

средняя β — средняя коэффициентов, рассчитанных по компаниям-аналогам;

T — предельная ставка по налогу на прибыль;

$D^{\text{отр}}/E^{\text{отр}}$ — среднее соотношение собственного и заемного капиталов в отрасли¹.

¹ Vernimmen P., Pascal Q. Corporate Finance: Theory and Practice. USA : John Wiley & Sons, 2014. P. 48.

Используя полученное значение безрычагового β для отрасли и среднеотраслевое соотношение постоянных и переменных издержек, можно определить коэффициент β для отрасли, скорректированный с учетом среднеотраслевого соотношения постоянных и переменных издержек,

$$\beta^{\text{отр}} = \frac{\beta_{\text{unlevered}}^{\text{отр}}}{1 + \frac{FC^{\text{отр}}}{VC^{\text{отр}}}},$$

где $\beta^{\text{отр}}$ — коэффициент β для отрасли;

$\beta_{\text{unlevered}}^{\text{отр}}$ — безрычаговый коэффициент β для отрасли;

$FC^{\text{отр}}/VC^{\text{отр}}$ — среднеотраслевое соотношение постоянных и переменных издержек.

Используя полученное значение β для отрасли и значение соотношения постоянных и переменных издержек для компании, можно определить безрычаговый коэффициент β для компании:

$$\beta_{\text{unlevered}}^{\text{комп}} = \beta^{\text{отр}} \left(1 + \frac{FC^{\text{комп}}}{VC^{\text{комп}}}\right),$$

где $\beta_{\text{unlevered}}^{\text{комп}}$ — безрычаговый коэффициент β для компании;

$\beta^{\text{отр}}$ — коэффициент β для отрасли;

$FC^{\text{комп}}/VC^{\text{комп}}$ — соотношение постоянных и переменных издержек для компании.

Используя полученное значение безрычагового коэффициента β и данные по анализируемой компании, можно, используя формулу Хамады, определить рычаговый коэффициент β для компании:

$$\beta^{\text{комп}} = \beta_{\text{unlevered}}^{\text{комп}} \left(1 + (1 - T) \frac{D^{\text{комп}}}{E^{\text{комп}}}\right),$$

где $\beta^{\text{комп}}$ — рычаговый коэффициент β для компании;

$\beta_{\text{unlevered}}^{\text{комп}}$ — безрычаговый коэффициент β для компании;

T — предельная ставка по налогу на прибыль;

$D^{\text{комп}}/E^{\text{комп}}$ — соотношение собственного и заемного капиталов в компании¹.

Далее рассмотрим второй метод оптимизации структуры капитала — метод скорректированной приведенной стоимости компании (APV).

¹ Hamada R. The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of its Common Stocks // The Journal of Finance. 1972. Vol. 6. P. 59.

В рамках модели *APV* (Adjusted present value method) выдвигается предположение, что увеличение долговой нагрузки компании дает возможность экономить на налоге на прибыль при росте издержек неустойчивости по сравнению со стоимостью компании без долговой нагрузки. В исходной модели вводится разложение стоимости бизнеса на две составляющие: стоимость операционных выгод при условии отсутствия эффекта финансового рычага, и выгод от финансовых решений, получающихся посредством отражения экономии на налоговых выплатах по заемному капиталу.

Стоимость компании через модель *APV* можно рассчитать следующим образом:

$$APV = NPV + F,$$

где *APV* — скорректированная приведенная стоимость компании;

NPV — чистая приведенная стоимость компании;

F — текущая стоимость решений по финансированию¹.

Как видно из расчетной формулы, рассуждения о структуре капитала основываются на предположении о том, что на стоимость компании, помимо получаемых ею денежных потоков, влияют и те решения, которые финансовые менеджеры принимают относительно источников финансирования. Более конкретизированный вид формулы также демонстрирует нам тот факт, что на размер стоимости капитала оказывает влияние и эффект «налогового щита», и издержки финансовой неустойчивости

$$V_{levered} = V_{unlevered} + PV(TaxShield) - PV(BankruptcyCost),$$

где $V_{levered}$ — стоимость компании с учетом решений по долговому финансированию;

$V_{unlevered}$ — стоимость компании без учета решений по долговому финансированию;

$PV(TaxShield)$ — стоимость выгод от эффекта «налогового щита»;

$PV(BankruptcyCost)$ — издержки финансовой неустойчивости.

Таким образом, увеличение финансового рычага будет приводить к экономии на налоговых выплатах. Так, стоимость всей компании будет увеличиваться до момента, пока выгоды от экономии на эффекте «налогового щита» превышают издержки банкротства.

¹ Modigliani F., Miller M. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment correction // The American Economic Review. 1958. Vol. 48. № 3. P. 80.

Согласно исследованиям А. Дамодарана, составляющую этой модели $V_{unlevered}$ для непубличных компаний целесообразнее рассчитывать на основании прогнозируемых денежных потоков

$$V_{unlevered} = \frac{FCFF}{k_e - g},$$

где $V_{unlevered}$ — стоимость компании без учета решений по долговому финансированию;

$FCFF$ — свободный денежный поток;

k_e — стоимость собственного капитала;

g — среднегодовые темпы роста денежного потока¹.

Свободный денежный поток при этом рассчитывается по формуле (1).

Расчет приведенной стоимости налогового щита будет осуществляться через перемножение таких показателей, как величина долга и ставка налога на прибыль. Данный расчет отражает текущую стоимость экономии на налоговых выплатах в случае использования организацией долгового финансирования.

На издержки финансовой неустойчивости влияют такие величины, как вероятность дефолта компании и стандартное отклонение показателя операционной прибыли. Очень часто можно столкнуться с тем фактом, что понятия «издержки финансовой неустойчивости» и «банкротство» ошибочно приравнивают друг другу. Однако подобное не совсем корректно: под банкротством обычно принято понимать момент, когда суд признает невозможность компании расплатиться по долгам. А вот издержки финансовой неустойчивости не всегда ведут к банкротству и ликвидации организации. Некоторые обстоятельства могут свидетельствовать о финансовой неустойчивости организации, например: невозможность осуществить очередные выплаты по долговым обязательствам; неспособность привлечь заемный капитал или получить денежные средства от продажи активов компании; начало ведения переговоров с кредиторами по поводу реструктуризации долга. Еще следует учитывать то обстоятельство, что издержки финансовой неустойчивости могут выражаться не только в чистой потере прибыли, но и, например, в потере инвестиционных возможностей — установившийся недоверительный характер со стейкхолдерами и тому подобное.

¹ Задорожная А. Н. Теоретические и практические аспекты формирования оптимальной структуры капитала компании : монография. Омск : ЮНЗ, 2015. С. 90.

Оценить стоимость издержек финансовой неустойчивости можно по формуле

$$PV(\text{BankruptcyCost}) = \text{ProbOfDefault} \cdot \text{BankruptcyCost},$$

где $PV(\text{BankruptcyCost})$ — издержки финансовой неустойчивости;

ProbOfDefault — вероятность возникновения дефолта;

BankruptcyCost — издержки банкротства.

Два варианта расчета вероятности дефолта предлагает А. Дамодаран. Один из них — это определение кредитных рейтингов на основе различных значений финансового рычага и использование эмпирических оценок вероятности дефолта для соответствующего кредитного рейтинга (данные ниже).

Вероятность дефолта, %, в зависимости от кредитного рейтинга компании¹:

AAA.....	0,07
AA.....	0,51
A+.....	0,60
A.....	0,66
A-.....	2,50
BBB.....	7,54
BB.....	16,63
B+.....	25,00
B.....	36,80
B-.....	45,00
CCC.....	59,01
CC.....	70,00
C.....	80,00
D.....	100,00

Второй вариант определения вероятности дефолта, предложенный А. Дамодараном, заключается в применении статистического подхода, например использование моделей бинарного выбора (пробит- и логит-модели) на основе характеристик компании.

Издержки банкротства компании могут быть оценены, но со значительной погрешностью. Прямые издержки банкротства, как правило, оцениваются в процентах от стоимости активов. Косвенные издержки (издержки финансовых затруднений) имеют достаточно большой диапазон и существенно зависят от характеристик самой компании. Так,

¹ Altman E. I. The default experience of U. S. Bonds. Working paper. Salomon Center. New York University, 2008. URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (дата обращения: 16.02.2021).

значение издержек финансовых затруднений может достигать 20 %, а в некоторых случаях и 30 % от стоимости компании. При практическом использовании метода *APVA*. Дамодаран закладывает уровень косвенных издержек банкротства на уровне 25 % от стоимости компании¹.

Рассмотренные подходы к оптимизации структуры капитала компании представляют собой разработки зарубежных ученых. Однако эти фундаментальные методики могут быть успешно адаптированы и под российскую действительность.

Вопросы для самопроверки

1. Перечислите подходы к трактовке понятия «капитал».
2. По каким признакам можно классифицировать капитал организации?
3. Назовите структурные элементы собственного капитала организации, охарактеризуйте их.
4. Что представляет собой заемный капитал организации?
5. В чем состоят основные различия между собственным и заемным капиталом организации?
6. Какова экономическая сущность эффекта финансового рычага? Для каких целей необходимо его оценивать?
7. Существует ли зависимость между значением дифференциала финансового левериджа и риском финансирования?
8. Какие методы формирования оптимальной структуры капитала организации выделяют в экономической литературе?
9. Какова логика расчета средневзвешенной стоимости капитала?
10. Какие факторы оказывают влияние на стоимость капитала организации?

Тестовые задания

1. В собственный капитал организации не включается:

- а) уставный капитал;

¹ Damodaran A. Applied corporate finance. 3rd Edition. Willey, 2010. P. 439.

- б) добавочный капитал;
- в) резервный капитал;
- г) оборотный капитал.

2. В состав заемного капитала организации не включается:

- а) облигационные займы;
- б) государственное целевое финансирование;
- в) кредиторская задолженность;
- г) кредиты.

3. Если каждое новое заимствование приводит к росту эффекта финансового рычага, то это свидетельствует:

- а) о выгодности привлечения данного заимствования;
- б) убыточности привлеченного займа;
- в) повышении уровня собственных средств;
- г) снижении обязательств перед кредиторами.

4. Коэффициент финансового левериджа — это отношение:

- а) заемного капитала к собственным средствам;
- б) собственного капитала к заемным средствам;
- в) собственного капитала к рентабельности;
- г) рентабельности к ставке ссудного процента.

5. Если соотношение собственного и заемного капиталов предприятия составляет 1:3, то какая часть стоимости активов финансируется из собственных средств предприятия:

- а) $1/3$;
- б) $1/4$;
- в) $2/3$;
- г) $1/2$?

6. Показатель, характеризующий использование предприятием заемных средств в целях увеличения рентабельности собственного капитала, — это:

- а) производственный леверидж;
- б) эффект финансового левериджа;
- в) запас финансовой прочности;
- г) точка безубыточности.

7. При увеличении размера собственных средств и неизменных других параметрах, эффект финансового рычага:

- а) увеличится;
- б) уменьшится;
- в) не изменится;
- г) станет равным нулю.

8. Как связаны между собой риск и доходность финансовых активов:

- а) зависимость отсутствует;
- б) прямая зависимость;
- в) обратная зависимость;
- г) обратная непостоянная зависимость.

9. К показателям оценки финансовой устойчивости с позиции структуры капитала предприятия относится:

- а) коэффициент автономии;
- б) коэффициент текущей ликвидности;
- в) период оборачиваемости активов;
- г) рентабельность продаж.

10. Эффект финансового рычага способствует росту рентабельности собственного капитала, если цена заемных средств:

- а) выше рентабельности активов;
- б) ниже рентабельности активов;
- в) равна рентабельности активов;
- г) не зависит от рентабельности активов.

11. Эффект финансового рычага влияет:

- а) на рациональность привлечения заемного капитала;
- б) отношение оборотных активов к краткосрочным пассивам;
- в) структуру финансового результата;
- г) структуру себестоимости продукции.

12. Дифференциал финансового левериджа характеризует:

- а) сумму заемных средств, используемых предприятием, в расчете на единицу собственных средств;
- б) разницу между коэффициентом валовой рентабельности активов и средним размером процента за кредит;

- в) разницу между суммой собственных и заемных средств предприятия;
- г) запас финансовой прочности предприятия.

13. Коэффициент финансовой независимости (автономии) можно повысить путем увеличения:

- а) собственного капитала;
- б) валюты баланса;
- в) собственных оборотных средств;
- г) источников финансирования.

14. Для того чтобы чистая рентабельность собственного капитала предприятия прирастала за счет использования заемного капитала, дифференциал эффекта финансового леввериджа должен быть:

- а) больше нуля;
- б) больше единицы;
- в) дифференциал эффекта финансового леввериджа не влияет на величину рентабельности;
- г) меньше нуля.

15. К методикам формирования оптимальной структуры капитала организации относится:

- а) метод скорректированной приведенной стоимости;
- б) метод Баумоля;
- в) модель Миллера — Орра;
- г) модель Уилсона.

16. Средневзвешенную стоимость капитала компании характеризует величина:

- а) NPV ;
- б) $FCFF$;
- в) $WACC$;
- г) APV .

17. Укажите целевой характер изменения показателя средневзвешенной стоимости капитала компании:

- а) динамика повышения;
- б) динамика снижения;

- в) статичный характер;
- г) динамика повышения или снижения, в зависимости от рыночной конъюнктуры.

18. Какова зависимость между средневзвешенной стоимостью капитала компании и ее рыночной стоимостью:

- а) прямая зависимость;
- б) обратная зависимость;
- в) зависимости нет;
- г) прямая или обратная зависимость, в зависимости от рыночной конъюнктуры.

19. Определите плечо финансового рычага, если по данным годовой финансовой отчетности предприятия заемный капитал составляет 2300 тыс. руб.; собственный капитал — 3000 тыс. руб.; оборотный капитал — 2500 тыс. руб.:

- а) 0,92;
- б) 2,39;
- в) 0,77;
- г) 2,19.

20. Определите плечо финансового рычага, если по данным годовой финансовой отчетности предприятия валюта баланса составляет 6600 тыс. руб.; собственный оборотный капитал — 1200 тыс. руб.; оборотный капитал — 3500 тыс. руб.:

- а) 1,17;
- б) 1,87;
- в) 0,53;
- г) 1,89.

КОНТРОЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

Задание 1.

Расход основных материалов за квартал составляет 180 тыс. руб. при норме запаса 20 дней; расход вспомогательных материалов — 45 тыс. руб. при норме запаса 50 дней. Определите потребность в оборотных средствах под запас основных и вспомогательных материалов.

Задание 2.

Организация обладает капиталом в 100 млн руб. Рентабельность активов составляет 20%. Каким должен быть объем продаж (выручка) для того, чтобы обеспечить рентабельность продаж, равную 10%.

Задание 3.

Выпуск изделия С за год составил 3600 шт., себестоимость изделия С — 100 руб., в том числе материальные затраты — 50 руб., длительность производственного цикла изготовления — 10 дней. Определите норматив оборотных средств в незавершенном производстве. Временная база — 360 дней.

Задание 4.

Объем реализованной продукции на предприятии в 2020 г. составил 1200 тыс. руб., а в 2019 г. — 1224 тыс. руб. Среднегодовые остатки оборотных средств — 240 тыс. и 221 тыс. руб. соответственно. Определите показатели эффективности использования оборотных средств (коэффициент оборачиваемости и длительность одного оборота) в 2019, 2020 гг. Временная база — 360 дней.

Задание 5.

Программа выпуска изделий за год — 2000 шт., норма расхода материалов на одно изделие, кг: стали — 70, дюралюминия — 6, бронзы — 10. Цена 1 кг стали — 2,3 ден. е., дюралюминия — 6,9 ден. е., бронзы — 8,0 ден. е. Время между очередными поставками стали и дюралюминия — 20 дней, бронзы — 30 дней. Величина текущего запаса — 5 дней. Временная база составляет 360 дней. Определите годовую потребность в материалах в стоимостном выражении и норматив оборотных средств, необходимый предприятию.

Задание 6.

Годовой объем продаж компании составляет 1,44 млн долл. Период оборота дебиторской задолженности — 48 дней. Период оборота кредиторской задолженности — 38 дней. Период оборота запасов — 60 дней. Календарная база — 360 дней. Определите: а) продолжительность финансового цикла компании; б) сумму дебиторской задолженности.

Задание 7.

Дистрибьютор крупного предприятия по производству шин планирует продать в предстоящем году 9600 единиц определенной модели шин со стальным ободом. Годовые затраты по хранению на складе составляют 16 долл. за шину. Затраты по размещению одного заказа составляют 75 долл.

Рассчитайте:

- а) оптимальный размер партии заказа;
- б) количество заказов за год;
- в) продолжительность цикла заказа.

Задание 8.

Компания занимается сборкой телевизоров. Она ежегодно закупает 3600 кинескопов по 65 долл. за штуку. Затраты на размещение одного заказа составляют 31 долл. Годовая стоимость хранения составляет 20 % от закупочной цены.

Рассчитайте:

- а) оптимальный размер партии заказа;
- б) совокупные годовые расходы на размещение и хранение запасов.

Задание 9.

Годовой объем расходования денежных средств компанией ABC составляет 1200 млн руб. Расходы, связанные с конвертацией денежных средств в ценные бумаги, составляют 50 тыс. руб. за каждую сделку. Ставка процента по краткосрочным финансовым инвестициям равна 9%. Используя модель Баумоля, рассчитайте: а) оптимальную величину максимального остатка денежных средств компании на расчетном счете; б) оптимальную величину среднего остатка денежных средств компании на расчетном счете; в) годовое количество сделок с ценными бумагами; г) общую годовую сумму затрат по этим сделкам.

Задание 10.

Денежные расходы компании XXX в течение года составляют 1,5 млн долл. Процентная ставка по ценным бумагам равна 8%, а затраты, связанные с каждой их реализацией, составляют 25 долл. Используя модель Баумоля, рассчитайте: а) оптимальную величину максимального остатка денежных средств компании на расчетном счете; б) оптимальную величину среднего остатка денежных средств компании на расчетном счете; в) годовое количество сделок с ценными бумагами.

Задание 11.

Приведены следующие данные, необходимые для оптимизации остатка денежных средств компании XYZ:

- минимальный запас денежных средств составляет 10 тыс. долл.;
- расходы по конвертации ценных бумаг составляют 25 долл. за одну операцию;
- процентная ставка — 11,6% в год;
- среднеквадратическое отклонение в день составляет 2000 долл.

С помощью модели Миллера — Орра определите политику компании XYZ по управлению средствами на расчетном счете.

Задание 12.

Фирма имеет капитал стоимостью 1000 тыс. руб. Ставка налогообложения — 20%. Процентная ставка по кредиту — 16%. Капитал при этом возможно сформировать в двух вариантах: только за счет собственных источников, а также на 1/2 из собственных средств и на 1/2 из привлеченных средств (кредиты банков). Сравните варианты с позиций собственников предприятия, выяснив, как изменится рентабельность

собственных средств фирмы. Результаты расчетов сведите в таблицу, напишите выводы (какой вариант более выгодный).

Показатели	Варианты	
	1	2
Прибыль до уплаты процентов за кредит и налога на прибыль, тыс. руб.	200	200
Собственный капитал (СК), тыс. руб.	1000	500
Заемный капитал (ЗК), тыс. руб.	—	500
Финансовые издержки по заемным средствам, тыс. руб.	?	?
Прибыль, подлежащая налогообложению, тыс. руб.	?	?
Налог на прибыль (20%), тыс. руб.	?	?
Чистая прибыль (ЧП), тыс. руб.	?	?
Чистая рентабельность собственного капитала, %	?	?

Задание 13.

Сравните варианты с позиций собственников предприятия, выяснив, как изменится рентабельность собственных средств фирмы. Результаты расчетов сведите в таблицу.

Показатели	Фирма А	Фирма Б	Фирма С
Средняя сумма всего используемого капитала (активов) в рассматриваемом периоде	1000	1000	1000
Средняя сумма собственного капитала	1000	800	500
Средняя сумма заемного капитала	—	200	500
Прибыль отчетного периода (до уплаты процентов и налогов)	200	200	200
Рентабельность активов, %	20	20	20

Показатели	Фирма А	Фирма Б	Фирма С
Средний уровень процентов за кредит, %	10	10	10
Сумма процентов за кредит, уплаченная за использование заемного капитала (п. 3 · п. 6/100)	?	?	?
Прибыль отчетного периода с учетом расходов по уплате процентов за кредит (п. 4—п. 7)	?	?	?
Ставка налога на прибыль, %	20	20	20
Сумма налога на прибыль	?	?	?
Чистая прибыль (п. 8—п. 10)	?	?	?
Рентабельность собственного капитала, % (п. 11/п. 2 · 100)	?	?	?
Прирост рентабельности собственного капитала в результате использования заемного капитала, % (по отношению к фирме А)	—	?	?

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

Артеменко, В. Г. Анализ финансовой отчетности : учеб. пособие / В. Г. Артеменко, В. В. Остапова. — Москва : Омега-Л, 2010. — 272 с. — ISBN 978-5-370-01848-0.

Банк, В. Р. Финансовый анализ : учеб. пособие / В. Р. Банк, С. В. Банк, А. В. Тараскина. — Москва : Проспект, 2006. — 344 с. — ISBN 5-482-00022-2.

Бланк, И. А. Финансовый менеджмент : учебный курс / И. А. Бланк. — 2-е изд., перераб. и доп. — Киев : Эльга, Ника-Центр, 2004. — 656 с. — ISBN 5-901620-61-5.

Бочаров, В. В. Финансовый анализ : учеб. пособие / В. В. Бочаров. — Санкт-Петербург : Питер, 2009. — 240 с. — ISBN 978-5-469-01726-4.

Бригхэм, Ю. Финансовый менеджмент / Ю. Бригхэм, Дж. Хьюстон. — Санкт-Петербург : Питер, 2019. — 590 с. — ISBN 978-5-496-02423-5.

Васильева, Л. С. Финансовый анализ : учебник / Л. С. Васильева, М. В. Петровская. — Москва : КноРус, 2010. — 880 с. — ISBN 978-5-406-00116-5.

Денежное хозяйство предприятий : учебник / М. С. Марамыгин, Л. И. Юзвович, Е. Г. Князева [и др.] ; под общ. ред. М. С. Марамыгина. — Екатеринбург : Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2018. — 359 с. — ISBN 978-5-9656-0292-6.

Донцова, Л. В. Анализ финансовой отчетности : учебник / Л. В. Донцова, Н. А. Никифорова. — Москва : Дело и сервис, 2008. — 358 с. — ISBN 978-5-8018-0340-1.

Жилкина, А. Н. Управление финансами. Финансовый анализ предприятия : учебник / А. Н. Жилкина. — Москва : ИНФРА-М, 2014. — 331 с. — ISBN 978-5-16-005446-9.

Илышева, Н. Н. Анализ финансовой отчетности : учеб. пособие / Н. Н. Илышева, С. И. Крылов. — Москва : Юнити-Дана, 2017. — 431 с. — ISBN 978-5-238-01253-7.

Инвестиции и инвестиционная деятельность : учебник / Л. И. Юзович, М. С. Марамыгин, Е. Г. Князева [и др.] ; под общ. ред. Л. И. Юзович. — Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2021. — 496 с. — ISBN 978-5-7996-3082-9.

Ионова, А. Ф. Финансовый менеджмент : учеб. пособие / А. Ф. Ионова, А. Ф. Селезнева. — Москва : Проспект, 2010. — 592 с. — ISBN 978-5-238-01251-3.

Кириченко, Т. В. Финансовый менеджмент : учебник / Т. В. Кириченко. — Москва : Дашков и Ко, 2018. — 484 с. — ISBN 978-5-394-01996-8.

Ковалев, В. В. Корпоративные финансы и учет: понятия, алгоритмы, показатели : учеб. пособие / В. В. Ковалев, В. В. Ковалев. — Москва : Проспект, 2015. — 991 с. — ISBN 978-5-392-13497-7.

Ковалев, В. В. Финансовый менеджмент : теория и практика / В. В. Ковалев. — Москва : Проспект, 2014. — 1094 с. — ISBN: 978-5-392-11235-7.

Корпоративные финансы : учебник для вузов / под ред. М. В. Романовского, А. И. Вострокнутовой. — Санкт-Петербург : Питер, 2014. — 588 с. — ISBN 978-5-496-00628-6.

Крейнина, М. Н. Финансовый менеджмент : учеб. пособие / М. Н. Крейнина. — Москва : Дело и сервис, 2001. — 399 с. — ISBN 5-8018-0115-4.

Курилова, А. А. Финансовый менеджмент : учеб. пособие / А. А. Курилова. — Тольятти : Изд-во ТГУ, 2014. — 404 с. — ISBN 978-5-8259-0803-8.

Савицкая, Г. В. Анализ хозяйственной деятельности предприятия: учебник / Г. В. Савицкая. — Москва : ИНФРА-М, 2011. — 534 с. — ISBN 978-5-16-003428-7.

Савченко, Н. Л. Управление финансовыми ресурсами предприятия : учеб. пособие. — Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2019. — 164 с. — ISBN 978-5-7996-2555-9.

Самылин, А. И. Корпоративные финансы. Финансовые расчеты : учебник / А. И. Самылин. — Москва: Инфра-М, 2017. — 472 с. — ISBN 978-5-16-010889-6.

Современные корпоративные финансы : учеб. пособие / Т. В. Филатова, Н. П. Орехова, П. Н. Брусов. — Москва : КНОРУС, 2015. — 338 с. — ISBN 978-5-406-05355-3.

Теплова, Т. В. Корпоративные финансы : учебник / Т. В. Теплова. — Москва : Юрайт, 2013. — 655 с. — ISBN 978-5-9916-2163-2.

Финансовое планирование и прогнозирование : учебное пособие / Е. А. Разумовская, М. С. Шуклин, В. И. Баженова [и др.] ; под общ. ред. Е. А. Разумовской. — Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2017. — 284 с. — ISBN 978-5-7996-2242-8.

Финансовые и банковские риски : учебник / Л. И. Юзвович, Ю. Э. Слепухина, Ю. А. Долгих [и др.] ; под ред. Л. И. Юзвович, Ю. Э. Слепухиной. — Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2020. — 336 с. — ISBN 978-5-7996-3105-5.

Финансовый менеджмент / под ред. Н. И. Берзона, Т. В. Тепловой. — Москва : КНОРУС, 2013. — 653 с. — ISBN 978-5-406-01228-4.

Финансовый менеджмент: теория и практика / под ред. Е. С. Стояновой. — Москва : Перспектива, 1999. — 655 с. — ISBN 5-88045-036-8.

Финансовый менеджмент : учебник / под ред. Е. И. Шохина. — Москва : КНОРУС, 2008. — 474 с. — ISBN 978-5-85971-797-2.

Финансовый менеджмент : учебное пособие / Ф. А. Красина. — Томск : Эль Контент, 2012. — 200 с. — ISBN 978-5-4332-0032-6.

Финансы и финансовая система государства : учебное пособие / Н. Ю. Исакова, Ю. А. Долгих, А. Г. Лачихина ; под общ. ред. Н. Ю. Исаковой. — 2-е изд., перераб. и доп. — Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2019. — 124 с. — ISBN 978-5-7996-2779-9.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Ответы на тестовые задания

Номер вопроса	Вариант ответа	Номер вопроса	Вариант ответа
<i>Глава 1. Основы финансового менеджмента</i>			
1	б)	11	г)
2	б)	12	а)
3	в)	13	г)
4	а)	14	а)
5	г)	15	в)
6	г)	16	а)
7	б)	17	б)
8	г)	18	а)
9	а)	19	в)
10	б)	20	б)
<i>Глава 2. Управление оборотными активами организации</i>			
1	г)	11	а)
2	а)	12	а)
3	в)	13	а)

4	б)	14	в)
5	б)	15	б)
6	а)	16	а)
7	а)	17	г)
8	в)	18	г)
9	в)	19	г)
10	в)	20	в)
<i>Глава 3. Управление капиталом организации</i>			
1	г)	11	а)
2	б)	12	б)
3	а)	13	а)
4	а)	14	а)
5	б)	15	а)
6	б)	16	в)
7	б)	17	б)
8	б)	18	б)
9	а)	19	в)
10	б)	20	в)

Ответы на контрольные задания

- Задание 1 Потребность в оборотных средствах под запас основных и вспомогательных материалов составляет 65 тыс. руб.
- Задание 2 Объем продаж равен 200 млн руб.
- Задание 3 Норматив оборотных средств в незавершенном производстве равен 7500 руб.

- Задание 4 Коэффициент оборачиваемости в 2019 году равен 5,5; в 2020 году равен 5,0; Длительность одного оборота в 2019 году составляет 65 дней; в 2020 году составляет 72 дня.
- Задание 5 Годовая потребность в материалах в стоимостном выражении составляет 564 800 ден. е.; норматив оборотных средств составляет 43 068 ден. е.
- Задание 6 Продолжительность финансового цикла компании составляет 70 дней; сумма дебиторской задолженности равна 192 000 руб.
- Задание 7 Оптимальный размер партии заказа составляет 300 шин; количество заказов за год равно 32; продолжительность цикла заказа составляет 11 дней.
- Задание 8 Оптимальный размер партии заказа составляет 131 ки-нескоп; совокупные годовые расходы на размещение заказов и хранение запасов составляют 1704 долл.
- Задание 9 Оптимальная величина максимального остатка денежных средств компании на расчетном счете составляет 36,5 млн руб.; оптимальная величина среднего остатка денежных средств компании на расчетном счете составляет 18,25 млн руб.; годовое количество сделок с ценными бумагами равно 33; совокупная годовая сумма затрат по этим сделкам составляет 1,65 млн руб.
- Задание 10 Оптимальная величина максимального остатка денежных средств компании на расчетном счете составляет 30,6 тыс. долл.; оптимальная величина среднего остатка денежных средств компании на расчетном счете составляет 15,3 тыс. долл.; годовое количество сделок с ценными бумагами равно 49.
- Задание 11 Остаток средств на расчетном счете компании должен варьироваться в интервале 10 000–28 900 долл. При выходе за его пределы необходимо восстановить средства на расчетном счете в сумме 16 300 долл.

- Задание 12 Чистая рентабельность собственного капитала при варианте № 1 составляет 16 %; при варианте № 2 составляет 19 %. С позиций собственников предприятия вариант № 2 является более выгодным.
- Задание 13 Прирост рентабельности собственного капитала в фирме Б, в результате использования заемного капитала (по отношению к фирме А), составляет +2 %; прирост рентабельности собственного капитала фирмы С, в результате использования заемного капитала (по отношению к фирме А), составляет +8 %.

Учебное издание

Долгих Юлия Александровна,
Бакунова Татьяна Владимировна,
Трофимова Елена Александровна,
Панфилова Елена Сергеевна

Финансовый менеджмент

Редактор И. В. Меркурьева
Верстка Е. В. Ровнушкиной

Подписано в печать 02.09.2021. Формат 70×100 1/16.
Бумага офсетная. Цифровая печать. Усл. печ. л. 9,7.
Уч.-изд. л. 6,9. Тираж 30 экз. Заказ 220.

Издательство Уральского университета
Редакционно-издательский отдел ИПЦ УрФУ
620049, Екатеринбург, ул. С. Ковалевской, 5
Тел.: 8 (343) 375-48-25, 375-46-85, 374-19-41
E-mail: rio@urfu.ru

Отпечатано в Издательско-полиграфическом центре УрФУ
620083, Екатеринбург, ул. Тургенева, 4
Тел.: 8 (343) 358-93-06, 350-58-20, 350-90-13
Факс: 8 (343) 358-93-06
<http://print.urfu.ru>

