



КРАТКОСРОЧНАЯ  
И ДОЛГОСРОЧНАЯ

# ФИНАНСОВАЯ ПОЛИТИКА

Отредактировал и опубликовал на сайте : PRESSI ( HERSON )

---

## От авторов

В условиях укрепления рыночной экономики и ее ориентации на ускоренное развитие в системе управления субъектов хозяйствования все большее значение приобретает функция управления финансами — финансовый менеджмент. От своевременности принятия финансовых решений и их эффективности в решающей мере зависят конкурентоспособность и инвестиционная привлекательность организации. Финансовые решения охватывают весь воспроизводственный цикл, по своей природе они имеют прогностическую направленность и комплексный характер, что предъявляет особые требования к их информационному обеспечению и аналитическому обоснованию.

Поскольку для управления финансами организации необходимо глубоко и всесторонне понимать деятельность организации в целом, алгоритмы принятия финансовых решений должны включать оценку всех существенных аспектов деятельности организации: оценку рыночной деятельности, позволяющей сформировать рыночную стратегию развития бизнеса; инвестиционной деятельности, обеспечивающей его конкурентоспособность на длительную перспективу; операционной деятельности, связанной с производством и реализацией продукции и определяющей текущие результаты деятельности; финансовой деятельности, направленной на выбор наиболее эффективных способов привлечения финансовых ресурсов. Для обоснования таких решений необходима разноплановая, но взаимосвязанная информация, что ставит задачу разработки целостной концепции управления финансами организации. Для этого необходимы алгоритмы обоснования как долгосрочных финансовых решений, охватывающих весь жизненный цикл компании и касающихся управления инвестициями, внеоборотными реальными и финансовыми активами, источниками финансирования и дивидендной политикой, так и краткосрочных финансовых решений, охватывающих отдельные операционные циклы и касающихся управления номенклатурой выпускаемой продукции, издержками производства, прибылью, оборотными активами.

В этой связи возникает потребность в методиках, позволяющих адекватно оценивать принятые решения и формировать базу для принятия решений в будущем. Так, в настоящее время незаслуженно мало внимания в финансовом менеджменте уделяется аналитическому обоснованию маркетинговых решений, которые имеют все возрастающее значение, поскольку итоговая эффективность деятельности организации в значительной степени зависит от эффективности рынков, на которых она работает. Исследование маркетинговой среды позволяет оценить один из важнейших факторов стоимости бизнеса — темп роста инвестированного капитала, который непосредственно зависит от возможного увеличения объема продаж, оцениваемого и прогнозируемого в рамках управления маркетинговой деятельностью.

Алгоритмы управления производственными ресурсами (основным, оборотным капиталом и персоналом организации) достаточно полно освещены в учебной литературе, однако и здесь есть области, требующие новых исследований. Это прежде всего касается управленческих решений по формированию и использованию нематериальных активов, финансовых вложений, комплексной оценки ресурсов и ресурсоемкости продукции, определяющих рентабельность инвестированного капитала и через нее влияющих на стоимость бизнеса.

Есть определенная потребность в новых методиках расчета и анализа средневзвешенной стоимости капитала, сопоставления ее фактического и рыночного уровня. Недостаточно разработаны процедуры оценки эффективности использования инвестированного капитала. Не полно представлено аналитическое обеспечение управления налоговыми платежами организации, необходимость исследования которых в рамках обоснования принимаемых финансовых решений очевидна, поскольку они являются одним из важнейших видов расходов организации, влияющих на эффективность функционирования бизнеса.

Недостаточно исследованными остаются вопросы аналитического обеспечения решений в отношении развития бизнеса, в частности оценки инвестиционной привлекательности организации с помощью алгоритмов инвестиционного анализа, адаптированного к действующей организации. Весьма актуальна комплексная оценка рисков организации, основанная на финансовой информации, позволяющей выявлять наиболее существенные риски, что обеспечивает возможность в дальнейшем разработать стратегию управления ими в целях минимизации последствий. Весьма востребованы методики, позволяющие определить реакцию стоимости бизнеса на изменения в рыночной, инвестиционной, операционной и финансовой деятельности организации, что особенно важно при разработке и обосновании стратегии развития организации.

Широкое использование современных информационных технологий требует разработки компьютеризированных процедур обоснования финансовых решений, которые позволяют экстраполировать тенденции анализируемого периода на будущее и увидеть наиболее вероятную перспективу развития бизнеса, а также оценить последствия многочисленных сценариев его развития. Все эти сценарии должны быть оценены с помощью самого объективного критерия эффективности — стоимости бизнеса, поскольку именно рыночная стоимость компании может служить комплексной обобщающей характеристикой эффективности бизнеса в целом. Таким образом, традиционное содержание финансового менеджмента недостаточно полно учитывает многие аспекты деятельности организации, что затрудняет обоснование финансовой стратегии ее развития. Поэтому в учебном пособии представлена современная финансовая модель организации, ориентированная на стратегический анализ бизнеса и обоснование управленческих решений через оценку стоимости организации и факторов ее роста. Такая модель позволяет дать характеристику состоянию организации в контексте ее маркетинговой, инвестиционной, операционной и финансовой деятельности, определить направления принятия управленческих решений и оценить их с помощью финансовых прогнозов и оценки стоимости бизнеса.

## **ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ПРИНЯТИЯ ФИНАНСОВЫХ РЕШЕНИЙ**

Глава 1 Содержание финансового менеджмента

Глава 2 Внешняя финансовая и правовая среда  
предпринимательства

**УЧЕБНИКИ, ДИПЛОМЫ, ДИССЕРТАЦИИ -**  
полные тексты  
На сайте электронной библиотеки  
[www.учебники.информ2000.рф](http://www.учебники.информ2000.рф)

**НАПИСАНИЕ на ЗАКАЗ:**

1. Дипломы, курсовые, рефераты, чертежи...
2. Диссертации и научные работы
3. Школьные задания

Онлайн-консультации

ЛЮБАЯ тематика, в том числе ТЕХНИКА

Приглашаем авторов

## Содержание финансового менеджмента

**Финансовый менеджмент в создании стоимости бизнеса.** Как отдельное направление науки финансовый менеджмент получил развитие в 60-е годы XX в. Это произошло из-за назревшей необходимости дополнения теории финансов аналитическими инструментами (анализом финансового состояния, отчетности и т.д.). Считается, что первой работой, связанной с финансовым менеджментом как самостоятельной наукой, стала «Теория финансов и корпоративной политики» Дж. Уэстона и Т. Коупленда, опубликованная в 1962 г.

Несмотря на значительное количество работ, опубликованных к настоящему времени, единого подхода к понятию «финансовый менеджмент» так и не выработано до сих пор. На наш взгляд, наиболее адекватное определение следующее.

*Финансовый менеджмент* — это наука и область практической деятельности, связанная с принятием управленческих решений, направленных на эффективное управление финансовой и инвестиционной деятельностью компании, т.е. система отношений, возникающих по поводу привлечения (финансовая деятельность), распределения и размещения финансовых ресурсов (инвестиционная деятельность).

Эффективный финансовый менеджмент формируется там, где реализуется комплексное управление рыночной, операционной, инвестиционной и финансовой деятельностью. Но не следует полагать, что основная цель деятельности организации — только получение прибыли. Основной целью любого бизнеса является увеличение капитала, вложенного владельцами, и, таким образом, прирост стоимости этого бизнеса, а значит, увеличение благосостояния владельцев. Роль финансового менеджмента в создании стоимости представлена на рис. 1.1.

Под воздействием внешних экономических условий разрабатывается рыночная стратегия развития бизнеса, которая нацелена на успешную работу компании на эффективных рынках. Привлеченный для обеспечения развития бизнеса капитал направляется на приобретение реальных и финансовых активов, что создает условия для осуществления успешной операционной деятельности. Операционная деятельность позволяет достичь высокого уровня рентабельности инвестированного капитала, превышающего средневзвешенную стоимость капитала. Именно при соблюдении этого условия бизнес создает стоимость, и создаваемая стоимость будет тем больше, чем выше темп роста бизнеса.



Рис. 1.1. Роль финансового менеджмента в создании стоимости бизнеса

*Финансовый менеджер* — это посредник между организацией и финансовыми рынками, а также между организацией и рынками реального капитала. Роль финансового менеджера в современной организации, заключающаяся в принятии решений по финансированию и инвестированию, схематично представлена на рис. 1.2. Если компания действует успешно, то получаемые доходы в результате операций с реальными активами превышают затраты на обслуживание источников финансирования. В этом случае образующийся чистый доход может либо реинвестироваться и направляться на дальнейшее развитие компании, либо выплачиваться инвесторам.

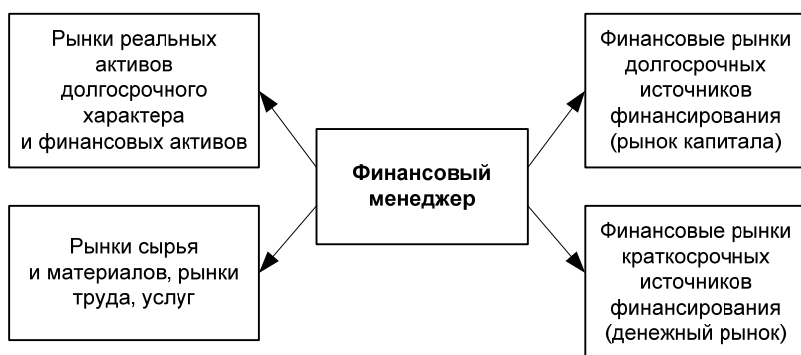


Рис. 1.2. Роль финансового менеджера в современной организации

Таким образом, финансовый менеджер решает две основные проблемы в долгосрочном и краткосрочном периодах:

- 1) определяет направления реального и финансового инвестирования;
- 2) совершает оценку и выбор источников финансирования инвестиций.

Поскольку целью деятельности организации является увеличение благосостояния участников за счет создания стоимости, то инвестиционные решения должны быть такими, чтобы ценность вложений всех видов превышала затраты на их финансирование.

В настоящее время принято подразделять управленческие решения, принимаемые в системе финансового менеджмента, на две части: краткосрочную и долгосрочную финансовую политику.

В отличие от бухгалтерского (финансового) учета, где различия между краткосрочным и долгосрочным периодом заключаются в продолжительности временного периода, в финансовом менеджменте эти различия лежат в области обеспечивающей функции финансов.

С позиции финансового менеджера *долгосрочный период* начинается тогда, когда возникает необходимость введения дополнительных экономических ресурсов, для чего потребуются, в свою очередь, дополнительные финансовые ресурсы. До тех пор пока деятельность предприятия не требует введения новых ресурсов, период можно считать *краткосрочным*.

Из этого вытекает еще одно важное заключение. Если основной целью функционирования организации считать прирост стоимости бизнеса на основе качественного управления бизнесом, в том числе финансового, то в краткосрочном периоде основным показателем оценки результативности деятельности будет прибыль, а в долгосрочном — стоимость бизнеса.

В рамках краткосрочной и долгосрочной политики определить основные направления финансовых решений в наиболее общих чертах можно следующим образом.

*Краткосрочная* финансовая политика:

- управление рыночной деятельностью организации; формирование рыночной стратегии;
- управление доходами, расходами и прибылью организации;
- управление оборотными активами и оборотным капиталом;
- управление денежными потоками организации;
- управление краткосрочным финансированием.

*Долгосрочная* финансовая политика:

- управление внеоборотными активами;
- управление долгосрочным финансированием; формирование оптимальной структуры капитала;
- разработка дивидендной политики;
- разработка финансовой стратегии;
- управление рисками;
- оценка стоимости бизнеса.

В последнее время роль финансового менеджера расширяется до управления предприятием в целом, поэтому финансовый директор по своему статусу и функциям зачастую становится первым помощником генерального директора в управлении организацией; он должен понимать все бизнес-процессы и иметь стратегическое видение развития бизнеса. В будущем функции финансового менеджера будут все больше сводиться к разработке финансовой стратегии, вопросам долгосрочного развития компании.

Универсальной схемы формирования финансово-экономической службы организации, возглавляемой финансовым директором, не существует, в каждой компании структура и функции этой службы зависят от специфики бизнеса, масштабов хозяйственной деятель-



ности, традиций, сложившихся в организации, фазы развития бизнеса, требований собственников, законодательства. В соответствии с классической схемой (рис. 1.3) в крупной компании функции управления финансами распределены следующим образом.



Рис. 1.3. **Функции финансового менеджера в крупной компании**

Функции и задачи финансовых менеджеров в определенной части пересекаются с функциями бухгалтера, руководителя производственного подразделения и директора по маркетингу. Что касается производства, то здесь функции финансового менеджера концентрируются на управлении номенклатурой выпускаемой продукции и оценке ее рентабельности. В области маркетинга они затрагивают такие вопросы, как оценка рынков, анализ выгодности покупателей, разработка рыночной стратегии, оценка системы распределения продукции, ценообразование, стимулирование сбыта.

В более развернутом виде функции финансово-экономической службы можно представить следующим образом:

1) общий финансовый анализ компании, анализ отдельных аспектов деятельности, в частности анализ прибыльности клиентов, продукции;

2) финансовый контроллинг — учет, анализ, планирование и организация бизнес-процессов; стратегическое и текущее планирование и бюджетирование; разработка бизнес-планов, контроль за выполнением планов;

3) участие в управлении рыночной деятельностью в рамках обеспечения ее эффективности; выработка маркетинговой стратегии, совместное решение стратегических задач;

4) управление инвестиционной деятельностью, определение эффективных направлений инвестирования в реальные и финансовые активы, подготовка технико-экономического обоснования проектов, распределение средств между подразделениями компании;

5) участие в управлении операционной деятельностью в рамках обеспечения ее рентабельности; управление расходами; управление оборотными активами (контроль над запасами, дебиторской задолженностью); участие в реинжиниринге бизнес-процессов;

6) казначейская функция (текущее управление денежными потоками, в рамках которого осуществляется финансирование текущей деятельности и организация денежных потоков в целях обеспечения платежеспособности организации и ликвидации кассовых разрывов);

7) управление финансовой деятельностью в целях обеспечения долгосрочной финансовой устойчивости компании; исследование финансовых рынков; оптимизация структуры финансирования организации;

8) управленческий учет и подготовка управленческой отчетности;

9) подготовка бухгалтерской и налоговой отчетности по российским международным стандартам; подготовка консолидированной отчетности; разработка учетной и налоговой политики;

10) налоговое планирование;

11) управление рисками;

12) реструктуризация компании, оптимизация ее финансовой структуры и др.

Теория и практика финансового менеджмента находится в постоянном развитии, поскольку идет постоянная реакция на разнообразные изменения и нововведения, происходящие во внутренней и внешней бизнес-среде. Тем не менее принятие управленческих решений в системе финансового менеджмента базируется на ряде универсальных фундаментальных подходов и представлений, разработанных в рамках современной теории финансов и служащих методологической основой для понимания сути процессов и тенденций, протекающих на финансовых рынках, логики решений финансового характера. Эти подходы и представления получили название базовых концепций финансового менеджмента.

**Базовые концепции финансового менеджмента.** Методологический фундамент принятия управленческих финансовых решений составляют несколько базовых концепций, характеризующих наиболее важные и существенные закономерности, возникающие в процессе создания бизнесом новой стоимости и ее распределения между основными заинтересованными группами экономических субъектов. Это концепции:

- компромисса между риском и доходностью;
- денежных потоков;
- временной стоимости денег;

- операционного и финансового риска;
- альтернативных затрат;
- стоимости капитала;
- эффективности рынка капитала;
- асимметричности информации;
- имущественной и правовой обособленности хозяйствующего субъекта;
- временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта;
- агентских отношений и агентских издержек.

1. Одной из основных считается *концепция компромисса между риском и доходностью*, утверждающая, что конечной целью деятельности любого экономического субъекта является увеличение богатства собственников. Прирост богатства за период времени формирует доход экономического субъекта, который может состоять из двух частей: текущего и дохода от прироста стоимости. Отношение совокупного дохода к размеру богатства экономического субъекта на начало периода называется *доходностью*; обычно она измеряется в годовых процентах и характеризует темп прироста богатства за период.

Для экономических субъектов не существует верхнего предела уровня ожидаемой доходности — при прочих равных условиях варианту, обещающему более высокую доходность, будет отдано предпочтение. Однако рост будущей доходности всегда связан с пропорциональным увеличением неопределенности реального получения доходов. Любая вновь открывающаяся возможность получения более высокого дохода очень быстро становится известной множеству экономических субъектов (в этом проявляется действие еще одной концепции — гипотезы об эффективности финансового рынка), которые вступают в жесткую конкурентную борьбу. Рост числа претендентов на будущие доходы снижает шансы каждого из них в отдельности и увеличивает неопределенность успешного исхода. Уровень неопределенности, сопряженный с получением будущих доходов, называется в данной концепции *риском*. Более высокая в сравнении со средним уровнем доходность рассматривается как вознаграждение (премия) за дополнительный риск, который принимает на себя экономический субъект. Концепция риска и доходности базируется на признании прямо пропорциональной связи между ожидаемой доходностью и риском любой деловой операции. Иллюстрацией взаимосвязи риска и доходности может служить модель оценки капитальных активов (*capital active pricing model, CAPM*), в соответствии с которой чем выше уровень риска, тем выше ожидаемая доходность (рис. 1.4).

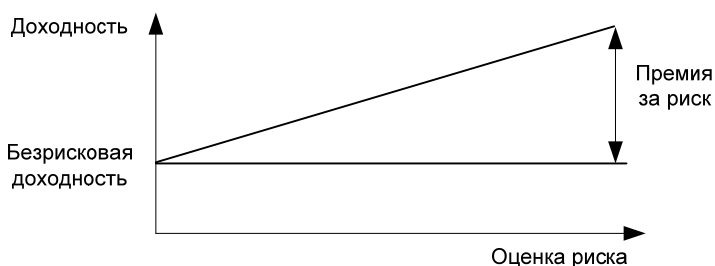


Рис. 1.4. Соотношение риска и доходности

Таким образом, концепция риска и доходности акцентирует внимание менеджера на необходимости оценки не только возможных результатов хозяйственной операции, но и рисков, связанных с их получением.

Согласно концепции соотношения риска и доходности принятие риска оправданно только в том случае, если предполагаемый доход является возможным и достаточным и при этом наступление рисковомого события не приведет к негативным последствиям для бизнеса. Таким образом, добиться значительных результатов, обеспечить успешность организации в будущем можно, лишь правильно оценивая сопутствующие ее деятельности риски, принимая своевременные и адекватные меры по их снижению.

2. В соответствии с *концепцией денежных потоков* предприятие можно представить как совокупность входящих и исходящих потоков денежных средств, при этом денежные потоки классифицируются по видам деятельности, одинаковым для всех предприятий — текущей, финансовой и инвестиционной (рис. 1.5).

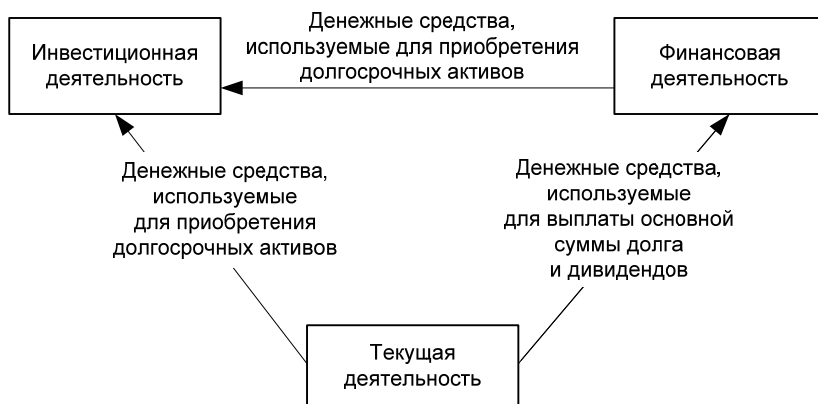


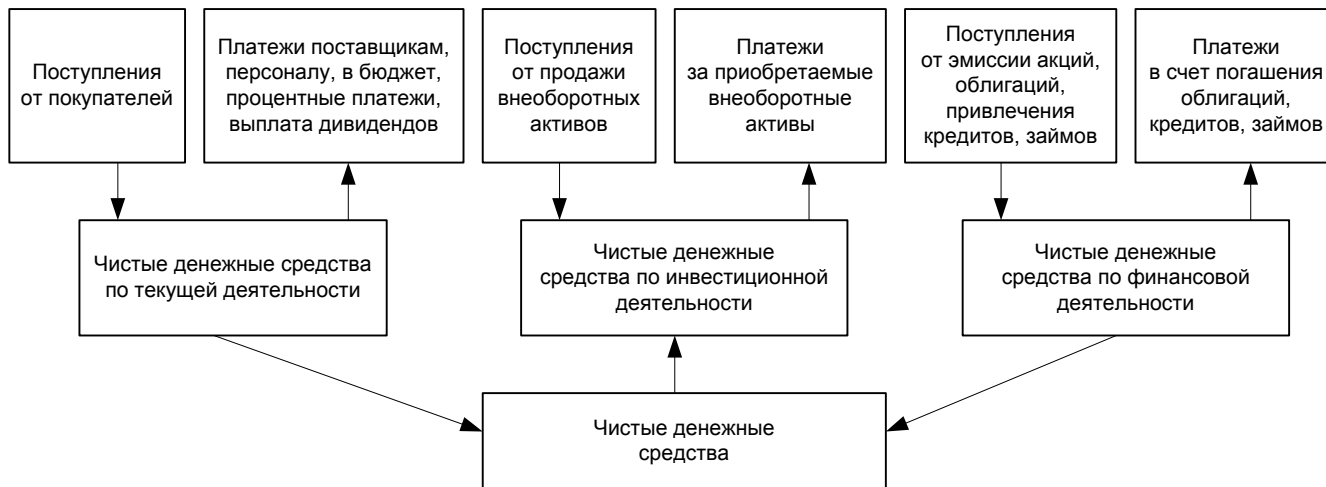
Рис. 1.5. Классификация денежных потоков

Основные *входящие* денежные потоки (притоки денежных средств) — это поступления от покупателей продукции (текущая деятельность), от продажи внеоборотных активов, а также от полученных процентов и дивидендов по финансовым вложениям (инвестиционная деятельность) и поступления в результате привлечения капитала — вкладов в уставный капитал, кредитов, займов, эмиссии облигаций (финансовая деятельность). Основные *исходящие* денежные потоки (оттоки денежных средств) — это платежи поставщикам, персоналу, в бюджет, процентные платежи, выплата дивидендов, платежи за приобретаемые внеоборотные активы, в том числе основные средства, нематериальные активы, доходные вложения в материальные ценности, финансовые вложения и платежи в счет погашения привлеченных источников финансирования организации, а именно кредитов, займов, облигаций. Чистые денежные средства (чистый денежный поток) по текущей и финансовой деятельности в идеальном случае должны иметь положительное значение, а по инвестиционной деятельности — отрицательное (рис. 1.6).

В рамках данной концепции предполагается, что любая организация независимо от рода и масштабов деятельности в финансовом отношении представляет собой некий «черный ящик», предназначенный для генерирования денежных потоков. В наиболее общем случае на ее вход поступает некоторая денежная сумма, полученная из одного или нескольких источников в качестве вклада в уставный капитал. Объем денежных средств, получаемый на выходе, зависит от ряда факторов, в том числе свойств и характеристик составляющих его элементов, от эффективности протекающих внутри него процессов, от состояния внешней среды и т.д.

Очевидно, что средства следует вкладывать только в том случае, если денежный поток на выходе превышает начальные денежные средства и этого превышения будет достаточно владельцам организации для оплаты всех расходов, связанных с ее функционированием и удовлетворением их собственных интересов. Разность между входящими и исходящими денежными средствами за определенный период времени и будет представлять собой результат, полученный от работы организации. И именно такой результат авторы концепции назвали *денежным потоком*. А ценность самой организации определяется для его владельцев теми денежными потоками, которые она способна для них создавать.

**3. Концепция временной ценности денег** исходит из признания факта существования у всех экономических субъектов положительного временного предпочтения в отношении ожидаемых денежных выплат. Деньги, получение которых ожидается раньше, оцениваются потенциальными получателями выше, чем более поздние выплаты.



**Рис. 1.6. Основные денежные потоки по текущей, инвестиционной и финансовой деятельности**

Изменение ценности денег во времени объясняется тем, что денежная единица сегодня стоит дороже, чем через определенный промежуток времени. Это удорожание денежной единицы происходит по нескольким причинам:

- на деньги, полученные сегодня, можно получить доход в будущем;
- покупательная способность денег с течением времени снижается из-за инфляции;
- вложение денег во что-либо означает отказ от текущего потребления;
- есть риск невозврата денег, если ожидается получить их «завтра».

Поскольку деньги меняют свою ценность во времени, сравнивать затраты и выгоды напрямую нельзя. Необходимо привести все расчеты к единой временной точке сопоставления. Для этого существуют специальные приемы:

- либо пересчитать денежные суммы на будущий период — компаундирование:

$$FV = PV \cdot (1 + r)^n,$$

- либо привести денежные суммы к их сегодняшней (текущей) ценности — дисконтирование:

$$PV = \frac{FV}{(1 + r)^n},$$

где  $PV$  — текущая стоимость чистого денежного потока или будущих денежных потоков;

$FV$  — будущая стоимость (ценность) текущих денежных потоков;

$r$  — ставка дисконтирования;

$n$  — срок операции.

Ставка дисконтирования — минимальное приращение (процент) от инвестиций, ниже которого осуществлять их невыгодно. Экономический смысл дисконтирования заключается во временном упорядочивании денежных потоков различных временных периодов. Ставка дисконтирования показывает, какой ежегодный процент возврата хочет (или может) иметь инвестор на инвестируемый им капитал.

Вне зависимости от того, какой показатель используется в качестве ставки дисконтирования, она должна включать в себя три основных компонента:

$$r = \alpha + MRR \cdot RI,$$

где  $\alpha$  — средний темп инфляции;

$MRR$  — минимальная реальная норма прибыли;

$RI$  — коэффициент, учитывающий степень риска, как связанного с неустойчивостью получения дохода от конкретного вложения, так и с рыночной конъюнктурой.

Ставка дисконтирования, как правило, равна или альтернативной стоимости капитала, или барьерному коэффициенту, или средне-взвешенной стоимости капитала.

**4. Концепция операционного и финансового риска** заключается в следующем. Любому коммерческому предприятию присущи два основных вида риска: операционный и финансовый. Операционный риск зависит от специфики основной деятельности, которая определяет структуру активов предприятия. От структуры активов зависит структура расходов в разрезе постоянных и переменных (рис. 1.7). Чем больше удельный вес постоянных расходов, тем больше возможные колебания операционной прибыли и тем выше операционный риск. Финансовый риск зависит от структуры пассивов баланса, т.е. от структуры финансирования организации: чем больше удельный вес заемных источников, тем больше постоянные расходы, связанные с обслуживанием обязательств, тем больше возможные колебания чистой прибыли и тем выше финансовый риск.



Рис. 1.7. Источники операционного и финансового риска

Таким образом, колебания чистой прибыли зависят от колебаний выручки, усиленных эффектом операционного и финансового рычага.

**5. Концепция альтернативных затрат** строится на следующих положениях. Стоимость бизнеса (совокупное богатство) возрастает за счет вложенного в него капитала только в том случае, если доходы от его эксплуатации превышают затраты, связанные с его поддержанием. Наиболее сложной проблемой в использовании данного метода является точное измерение и полный учет всех доходов и затрат, возникающих вследствие принятия экономического решения. Наряду с явными издержками в состав затрат должны включаться все упущенные выгоды вследствие отказа от возможных альтернатив принимаемому решению. Упущенные выгоды называются еще альтернативными затратами. Наиболее существенным компонентом



альтернативных затрат являются доходы, утраченные инвестором вследствие отказа от альтернативных возможностей инвестирования капитала. Бизнес может рассчитывать на привлечение необходимого ему капитала лишь в том случае, если он в состоянии обеспечить инвесторам доход, превышающий понесенные ими альтернативные затраты.

Финансовый менеджер руководствуется данными правилами в своей повседневной работе, например в процессе экономического обоснования инвестиционного проекта. Проекты, обеспечивающие денежные притоки, приведенная стоимость которых превышает связанные с ними альтернативные издержки, увеличивают стоимость предприятия. Таким образом, абстрактное понятие «альтернативные затраты» дает в руки менеджеру мощный, достаточно простой, понятный и очень практичный инструмент контроля эффективности своей работы: реализуя решения и проекты, денежные притоки по которым выше денежных оттоков, он способствует росту стоимости предприятия, т.е. надлежащим образом выполняет свои функции. Эту аксиому финансового менеджмента можно сформулировать несколько иначе: предприятие должно вкладывать средства только в такие проекты, чистая приведенная стоимость которых положительна. Задача же финансового менеджера состоит в том, чтобы обеспечить отбор именно таких проектов и решений.

**6.** В соответствии с *концепцией стоимости капитала* не существует бесплатных источников финансирования, любой источник требует платы за его использование. Таким образом, от состава и структуры источников финансирования зависит важнейший показатель, характеризующий деятельность организации: *средневзвешенная стоимость капитала*. С одной стороны, ее можно интерпретировать как общую доходность, которую должна обеспечить организация для того, чтобы выполнить требования всех инвесторов и кредиторов, а с другой — как относительный уровень общей суммы расходов на поддержание сложившейся структуры капитала, авансированного в деятельность организации. Этот показатель применяется в качестве критерия минимально приемлемой рентабельности новых инвестиций и в качестве дисконта при оценке стоимости организации. Средневзвешенная стоимость капитала рассчитывается как сумма относительных затрат на источники финансирования по формуле

$$WACC = \sum_{i=1}^I (k_i \cdot d_i),$$

где  $k_i$  — стоимость  $i$ -го источника капитала с учетом налоговой экономии;

$d_i$  — удельный вес  $i$ -го источника капитала в инвестированном капитале.

7. В основе многих теоретических положений финансового менеджмента лежит *концепция эффективности рынка капитала*, в соответствии с которой на эффективном рынке капитала цены на финансовые активы отражают всю доступную информацию и быстро реагируют на новую. Важным следствием этой гипотезы является признание рыночной стоимости ценных бумаг в качестве главного индикатора успешности деятельности предприятия и эффективности управления им. Для достижения информационной эффективности рынка требуется выполнение ряда условий:

- наличие множества покупателей и продавцов, не имеющих в силу своей многочисленности рыночной власти;
- равный доступ на рынок юридических и физических лиц;
- равнодоступность информации;
- одинаковые ожидания у всех участников рынка, рациональность действий участников, стремящихся максимизировать ожидаемую выгоду;
- отсутствие транзакционных затрат;
- отсутствие налогов;
- отсутствие затрат, связанных с банкротством.

Очевидно, что не все из этих условий выполняются в реальной жизни в полном объеме — информация не может быть равнодоступной, она не бесплатна, существуют налоги, транзакционные затраты и др. Таким образом, существуют три формы эффективности рынка:

- 1) сильная форма эффективности рынка, когда рынок информационно насыщен. При этом предполагается, что текущие цены отражают не только общедоступную, но и инсайдерскую информацию, что исключает возможность получения сверхприбылей;
- 2) умеренная форма эффективности рынка — рынку доступна прошлая информация о ценах и текущая рыночная информация;
- 3) слабая форма эффективности рынка — участникам доступна прошлая информация о ценах на акции.

Имеется немало подтверждений слабой формы эффективности на важнейших рынках ценных бумаг. С увеличением эффективности рынка уменьшаются возможности для спекуляций, а стоимость акций приближается к их действительной стоимости.

8. *Концепция асимметричности информации* тесно связана с концепцией эффективности рынка капитала. Асимметричность информации возникает в связи с тем, что отдельные категории лиц (некоторые участники и менеджеры) могут владеть инсайдерской информацией, недоступной всем участникам рынка. Эта информация может использоваться ими различными способами в зависимости от того, какой эффект, положительный или отрицательный, может иметь ее обнародование. В известной мере асимметричность инфор-

мации способствует и существованию собственно рынка капитала. Каждый потенциальный инвестор имеет собственное суждение по поводу соответствия цены и внутренней стоимости ценной бумаги, базирующееся чаще всего на убеждении, что именно он владеет некоторой информацией, возможно, недоступной другим участникам рынка. Чем больше участников придерживаются того же мнения, тем активнее осуществляются операции купли/продажи.

**9.** *Смысл концепции имущественной и правовой обособленности субъекта хозяйствования* состоит в том, что после создания предприятия его имущество и права существуют отдельно от имущества и прав других предприятий и не зависят также от имущества и обязательств самих собственников. В соответствии с этой концепцией любой актив, внесенный в качестве взноса в уставный капитал, поступает в собственность предприятия и, как правило, не может быть востребован собственником в случае его выхода из состава учредителей этого предприятия.

**10.** *Концепция временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта* основана на том, что предприятие, однажды возникнув, будет существовать неопределенно долго. Безусловно, эта концепция в известном смысле умозрительна и условна, и, кроме того, вполне ограниченный срок функционирования конкретного предприятия может предусматриваться уставными документами. В данном случае речь идет не о каком-то конкретном предприятии, а об идеологии развития экономики путем создания самостоятельных конкурирующих между собой фирм. Основывая некое предприятие, его владельцы обычно исходят из стратегических, долгосрочных установок, а не из сиюминутных соображений (безусловно, возможны разные мотивы создания той или иной фирмы, но речь в данном случае идет не об этом). Эта концепция служит основой стабильности и определенной предсказуемости динамики цен на рынке ценных бумаг, дает возможность использовать фундаменталистский подход для оценки финансовых активов. Действительно, если бы эта концепция была неверна в целом, т.е. в отношении подавляющего числа компаний, то, во-первых, необходимо было бы постоянно использовать текущие рыночные оценки для составления отчетности, во-вторых, компаниям было бы практически невозможно мобилизовать источники на рынке капитала и, в-третьих, фактически была бы подорвана идея равновесного рынка ценных бумаг, поскольку в ее основе лежат множественные расчеты теоретической стоимости финансовых активов исходя из прогнозных оценок генерируемых ими доходов. Концепция временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта в явной или неявной форме предусматривается и основными норма-

тивными документами, регулирующими ведение бизнеса в России; в частности, в Федеральном законе «Об акционерных обществах» в ст. 2 сказано, что общество создается без ограничения срока, если иное не установлено его уставом.

**11. Концепция агентских отношений** состоит в том, что по отношению к любой организации можно обособить группы лиц, заинтересованных в ее деятельности, но интересы которых, как правило, не совпадают, что приводит к конфликту интересов.

Проблема агентских отношений возникает в тех случаях, когда владение отделено от управления. Сочетание личных интересов менеджеров предприятия с его важнейшей целью (максимизацией стоимости капитала для увеличения богатства инвесторов) никогда не теряет своей актуальности. В своем желании разбогатеть менеджеры предприятий ничем не отличаются от инвесторов. Однако место менеджеров в корпоративной иерархии обязывает их соблюдать одно важное условие: личное богатство управленцев может (и должно) расти пропорционально увеличению рыночной капитализации самого предприятия. В этом заключается одно из главных требований теории акционерной стоимости, утверждающей, что важнейшей целью любого бизнеса является увеличение объема вложенного в него капитала за счет осуществляемых проектов, т.е. увеличение богатства владельцев.

Отношения между инвесторами (владельцами и кредиторами компании) и ее руководителями — это агентские отношения, в которых инвесторы выполняют функции принципалов, а менеджеры — их агентов (посредников). Такое разделение функций обосновывается экономическими преимуществами, которые дает специализация: корпоративная форма ведения бизнеса наиболее эффективна, она обеспечивает возможности для быстрого привлечения капитала в значительных объемах. Обратной стороной преимуществ корпоративной формы становятся агентские издержки — дополнительные затраты, которые несут инвесторы для осуществления контроля за деятельностью своих агентов и для их стимулирования. Агентские издержки могут иметь как явную (например, расходы по внешнему аудиту финансовой отчетности), так и скрытую форму (например, потери доходов компании из-за неэффективного менеджмента или издержки, связанные с возможностью банкротства предприятия). При обосновании экономических решений должна учитываться полная совокупность этих расходов.

Отдельного рассмотрения заслуживают вопросы, связанные с извлечением менеджерами личных доходов за счет организации, что отражается на ее финансовых результатах. Это может происходить в тех случаях, когда собственники не осуществляют эффективного

текущего контроля над деятельностью руководства организации. В частности, менеджеры могут использовать следующие приемы:

1) завышение цен накупаемые ресурсы в целях получения вознаграждения от поставщиков; манипулирование качеством и объемом закупок, также приводящее к росту затрат организации и получению вознаграждений от поставщиков;

2) использование ресурсов (материальных, транспортных, коммуникационных и пр.) в личных целях; производство и реализация неучтенной продукции; хищения сырья, материалов, основных средств;

3) занижение цен на реализуемую продукцию в целях получения вознаграждения от покупателей;

4) осуществление сделок с активами в интересах менеджеров, приводящие к их потере для организации (продажа активов, в том числе внеоборотных, по нерыночным ценам, передача в залог, аренду, внесение имущества в уставный капитал других организаций и др.);

5) осуществление ремонтных и строительных работ с использованием финансовых, материальных и трудовых ресурсов в интересах менеджеров;

6) использование инсайдерской информации в личных целях;

7) заключение контрактов, заведомо невыгодных организации и т.д.

Решить агентскую проблему можно двумя путями:

- разработкой схем вознаграждений менеджменту, основанных на установлении связи между поощрением и успехами в достижении ими цели владельцев — увеличении стоимости бизнеса. Такие схемы вознаграждения предполагают предоставление менеджерам права приобретения акций компании по заранее определенной цене. В том случае, если менеджмент успешен, рыночная цена акции будет превышать установленную и, таким образом, будет обеспечен доход руководству компании;
- проведением мониторинга работы менеджеров посредством аудита, проверки работы, ограничений, вводимых кредиторами.

**Основы финансовых расчетов.** Одно из важнейших базовых понятий теории количественного финансового менеджмента — понятие «процент».

*Процент* — это доход (от англ. interest), в данном случае это абсолютная величина, выраженная в денежных единицах, а не в долях единицы. Если в инвестиционный проект в начале периода была вложена сумма  $PV$ , а по завершении этой операции получена сумма  $FV$ , то процент ( $R$ ) определится следующим образом:

$$R = FV - PV.$$

Процент является одной из форм более общего понятия «экономический эффект», определяемого как разность между результатом и затратами.

Процедура увеличения первоначальной суммы денежных средств называется *наращением*, а  $FV$  — конечной или наращенной суммой.

Процентная ставка  $r$  — это относительная величина процента:

$$r = \frac{R}{PV}.$$

Величина процентной ставки определяется в расчете на заданный базовый период, как правило, на год. Величина процентной ставки в большинстве случаев является первичной и используется для нахождения размера процента.

В сравнении с более общими экономическими понятиями процентная ставка соответствует понятию «общая эффективность» как отношение эффекта к произведенным затратам.

Можно выделить следующие виды процентных ставок.

**Простые и сложные ставки (проценты).** *Простая процентная ставка* — это ставка, при которой сумма процента начисляется на первоначально вложенную сумму средств; это означает, что сумма процента, начисленного в предыдущие периоды, не принимается в расчет в процессе последующего наращивания.

Обозначим через  $r$  процентную ставку, измеренную в долях единицы. Тогда можно записать:

$$FV_1 = PV + PV \cdot r = PV \cdot (1 + r) \text{ — сумма, начисленная за 1-й год;}$$

$$FV_2 = PV + PV \cdot r + PV \cdot r = PV \times (1 + 2 \cdot r) \text{ — сумма, начисленная за 2-й год;}$$

...

$$FV_n = PV \cdot (1 + n \cdot r) \text{ — сумма, начисленная за } n\text{-й год.}$$

Процент с учетом последней формулы определится следующим образом:

$$R = FV_n - PV = PV \cdot (1 + n \cdot r) - PV = PV \cdot n \cdot r.$$

*Сложная процентная ставка* — это такая ставка, при которой процент начисляется на постоянно нарастающую базу с учетом процентов, начисленных в предыдущие периоды («проценты на проценты»):

$$FV_1 = PV + PV \cdot r = PV \cdot (1 + r) \text{ — сумма, начисленная за 1-й год;}$$

$$FV_2 = PV \cdot (1 + r) + [PV \cdot (1 + r)] \cdot r = PV \cdot (1 + r)^2 \text{ — сумма за 2-й год;}$$

...

$$FV_n = PV \cdot (1 + r)^n \text{ — сумма, начисленная за } n\text{-й год.}$$

Величины  $(1+n \cdot r)$  и  $(1+r)^n$  называют *коэффициентами* (множителями) *наращения* простых и сложных процентов соответственно.

В ряде случаев проценты представляют собой скидку с некоторой конечной суммой, принятой за 100%. Например, при финансировании векселями в практике учета их в банке стоимость векселя является конечной суммой, с которой начисляется скидка по определенной ставке, называемой *учетной*. Разница между стоимостью векселя и суммой, которую банк выдаст по этому векселю, называется *дисконтом*. Если обозначить учетную ставку через  $d$ , предположив, что вексель учитывается за год до погашения, то дисконт может быть определен по формуле

$$D = FV \cdot d,$$

а сумма, которую получит векселедержатель-инвестор (она в данном случае является первоначальной), определяется так:

$$PV = FV - FV \cdot d = FV \cdot (1 - d).$$

Если учет осуществляется за несколько лет до погашения, эта формула при использовании простой учетной ставки принимает вид для двух лет:  $PV = FV \cdot (1 - d) - FV \cdot d = FV \cdot (1 - 2 \cdot d)$ ;

для трех лет:  $PV = FV \cdot (1 - 2 \cdot d) - FV \cdot d = FV \cdot (1 - 3 \cdot d)$ ;

...

для  $n$  лет:  $PV = FV \cdot (1 - n \cdot d)$ .

Как и ставка наращивания, учетная ставка может быть простой и сложной.

Встречаются ситуации, когда начисление процентов включает и сложный, и простой проценты. Например, средства вкладчика находятся в банке на счете 5 лет и 2 месяца. Проценты капитализируются (т.е. присоединяются к основной сумме счета, на которую начисляется процент) в конце каждого года.

Для случая комбинации простого и сложного процента расчет будущей суммы проводится по формуле:

$$FV_{n+t} = PV \cdot (1+r)^n \cdot (1+r \cdot t/T),$$

где  $FV_{n+t}$  — сумма, которую получит инвестор за  $n$  лет и  $t$  дней (месяцев);

$PV$  — первоначально инвестированная сумма;

$t$  — число дней (месяцев), за которые начисляется простой процент;

$T$  — число дней (месяцев) в году;

$r$  — процент, начисляемый в течение года.

**Номинальная, периодическая и эффективная ставки.** *Номинальная* процентная ставка — исходная годовая ставка, которую назначает банк для начисления процентов. В своей исходной (номинальной) величине эта ставка может быть использована при начислении процентов один раз в году. Если проценты начисляются более одного раза в году, то установленная величина корректируется в зависимости от числа таких начислений.

Термин «номинальная ставка» часто используется также для обозначения процентной ставки, «не очищенной» от инфляции, в отличие от реальной — «очищенной» ставки. В этом случае номинальная ставка описывает совершенно другие процессы, не те, что начисление процентов.

Поскольку во многих случаях проценты начисляются несколько раз в году, годовая ставка должна быть преобразована. Если проценты начисляются  $m$  раз в году, то для разового начисления процентов используется так называемая *периодическая* ставка (иногда ее называют релятивной). Период, за который начисляются проценты, называют *конверсионным*.

Периодическая процентная ставка (обозначим ее через  $r_p$ ) может быть определена двумя способами.

1. Если известно количество начислений процентов в течение года, то

$$r_p = r / m,$$

где  $r$  — номинальная процентная ставка;

$m$  — количество начислений процентов в течение года.

2. Если известно количество дней, за которые начисляется процент (часто применяется при анализе финансовых вложений, проектов со сверхбыстрым сроком окупаемости), то

$$r_p = r \cdot t / T,$$

где  $t$  — число дней, по истечении которых осуществляется разовое начисление процента;

$T$  — принимаемое в расчет число дней в году (360 или 365).

Таким образом, разные схемы финансовых контрактов могут предусматривать разные схемы начисления процентов. Как правило, в этих контрактах оговаривается номинальная процентная ставка, обычно годовая. Эта ставка, во-первых, не отражает реальной эффективности сделки и, во-вторых, не может быть использована для сопоставлений. Для обеспечения сравнительного анализа эффективности таких контрактов необходимо выбрать некий показатель, который был бы универсальным для любой схемы начисле-



ния. Таким показателем является эффективная годовая процентная ставка (annual percentage rate, APR).

Предположим, что начисляются сложные проценты  $m$  раз в году. По истечении первого периода, в течение которого начисляется процент, наращенная сумма средств составит:

$$FV_{m1} = PV + PV \cdot r / m = PV \cdot (1 + r / m).$$

В конце второго периода:

$$FV_{m2} = PV \cdot (1 + r / m) + PV \cdot (1 + r / m) \cdot r / m = PV \cdot (1 + r / m)^2.$$

В целом за год:

$$FV = PV \cdot (1 + r / m)^m,$$

где  $m$  — количество начислений процентов в течение года.

Если же финансовая операция продолжается в течение  $n$  лет, то последняя формула преобразуется к следующему виду:

$$FV = PV \cdot (1 + r / m)^{n \cdot m},$$

где  $m$  — количество начислений процентов в течение года.

Теперь необходимо определить, во сколько раз и на сколько процентов увеличивается первоначальная сумма за год. Вычтя  $PV$  из обеих частей выражения  $FV = PV \cdot (1 + r / m)^m$  и разделив остаток на  $PV$ , получим:

$$\frac{FV - PV}{PV} = \frac{PV \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m - PV}{PV} = \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m - 1.$$

Отсюда видно, на сколько увеличилась первоначальная сумма. Переведа этот результат в проценты, получим

$$APR = \left[ \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m - 1 \right] \cdot 100,$$

где  $APR$  — эффективная процентная ставка.

Кроме случая нескольких начислений за период, эффективная процентная ставка рассчитывается также в ряде других ситуаций, например:

- при получении потребительского кредита, выданного на условиях оплаты определенного процента сразу же, а оставшейся суммы и процента за услуги — через оговоренный период времени. Например, потребительский кредит предоставлен на следующих условиях: 20% стоимости товара выплачивается сразу же, а через год — оставшаяся сумма и 8% стоимости товара. В данном случае  $APR = [88 / 80 - 1] \cdot 100 = 10\%$ ;

- при особых условиях банковского кредитного контракта. Например, банк предоставляет кредит под 32% годовых с уплатой процентов вперед.

$$APR = [100 / 68 - 1] \cdot 100 = 47,1\%.$$

Но в любом случае для инвестора эффективная ставка — это реальная величина относительных расходов за использование полученного в кредит капитала.

**Номинальная и реальная процентные ставки.** *Номинальная ставка* — это процентная ставка, «не очищенная» от инфляции, в отличие от реальной процентной ставки — «очищенной». Если известна номинальная ставка, то для нахождения реальной ставки надо разделить индекс номинальной ставки на индекс цен.

**Пример.** Банк обещает 250% годовых по вкладу (это значение номинальной ставки  $r_{\text{НОМ}}$ ), а цены за этот период выросли в 2 раза (обозначим инфляцию через  $\alpha$ ). В этом случае реальная процентная ставка ( $r_{\text{реал}}$ ) будет равна:

$$r_{\text{реал}} = \left[ \frac{1 + r_{\text{НОМ}}}{1 + \alpha} - 1 \right] \cdot 100 = (3,5 / 2 - 1) \cdot 100 = 75\%.$$

Существует и второй способ определения реальной процентной ставки, с помощью формулы Фишера, которая связывает три показателя — номинальную процентную ставку, уровень инфляции и реальную процентную ставку:

$$(1 + r_{\text{НОМ}}) = (1 + r_{\text{реал}}) \cdot (1 + \alpha); \quad r_{\text{НОМ}} = r_{\text{реал}} + \alpha + r_{\text{реал}} \cdot \alpha$$

или

$$r_{\text{реал}} = \frac{r_{\text{НОМ}} - \alpha}{1 + \alpha}.$$

**Пример.** Годовой темп инфляции составляет 20%, банк рассчитывает получить 10% реального дохода в результате предоставления кредитных ресурсов инвестору. В этом случае номинальную ставку, по которой банк предоставит кредит, можно определить по формуле Фишера:

$$(1 + r_{\text{НОМ}}) = (1 + 0,1) \cdot (1 + 0,2), \text{ откуда } r_{\text{НОМ}} = 0,32, \text{ или } 32\%.$$

### **Внешняя финансовая и правовая среда предпринимательства**

Предпринимательской способностью называют набор качеств, умений, способностей человека, позволяющих ему находить и использовать лучшее сочетание ресурсов для производства, продажи товаров, принимать разумные и последовательные решения, создавать и применять новшества, идти на допустимый риск.

Гражданский кодекс РФ комплексно определяет сущность *предпринимательской деятельности* — это самостоятельная, осуществляемая на свой риск деятельность, направленная на систематическое получение прибыли от продажи товаров, выполнения работ или оказания услуг лицами, зарегистрированными в этом качестве в установленном законом порядке.

В соответствии с этим определением выделяются несколько характерных черт и особенностей предпринимательства:

- это самостоятельная деятельность дееспособных граждан и их объединений;
- это инициативная деятельность, направленная на реализацию своих способностей и удовлетворение потребностей других лиц и общества;
- это деятельность, сопряженная с риском;
- это не разовая сделка, а процесс, направленный на систематическое извлечение прибыли законным путем;
- это деятельность, осуществляемая лицами (физическими или юридическими), зарегистрированными в качестве индивидуальных предпринимателей или юридических лиц;
- основной мотив осуществления предпринимательской деятельности — получение прибыли.

Предпринимательство отражает всю систему отношений (финансовых, экономических, социальных), которые объективно возникают у предпринимателей при взаимоотношении друг с другом, с потребителями, поставщиками всех факторов производства (сырья, материалов, оборудования и т.д.), с банками, с наемными работниками и с государством в лице органов исполнительной власти.

Предпринимательство как процесс представляет собой сложный комплекс целенаправленных действий предпринимателей, начиная с момента возникновения предпринимательской идеи и заканчивая воплощением ее в конкретный предпринимательский проект, т.е. предпринимательство как процесс включает в себя поиск новых творческих идей, их анализ и оценку в аспекте потребностей рынка и экономической выгоды, постановку целей по реализации идей, воплощение идей в производство, в освоение новой продукции, в совершенствование организации производства.

Под *предпринимательской средой* следует понимать сложившуюся в стране социально-экономическую, политическую, гражданско-правовую ситуацию, обеспечивающую экономическую свободу дееспособным гражданам для занятия предпринимательской деятельностью, направленной на удовлетворение потребностей всех субъектов рыночных отношений.

В самом общем виде финансовую среду предпринимательства можно представить следующим образом (рис. 2.1).

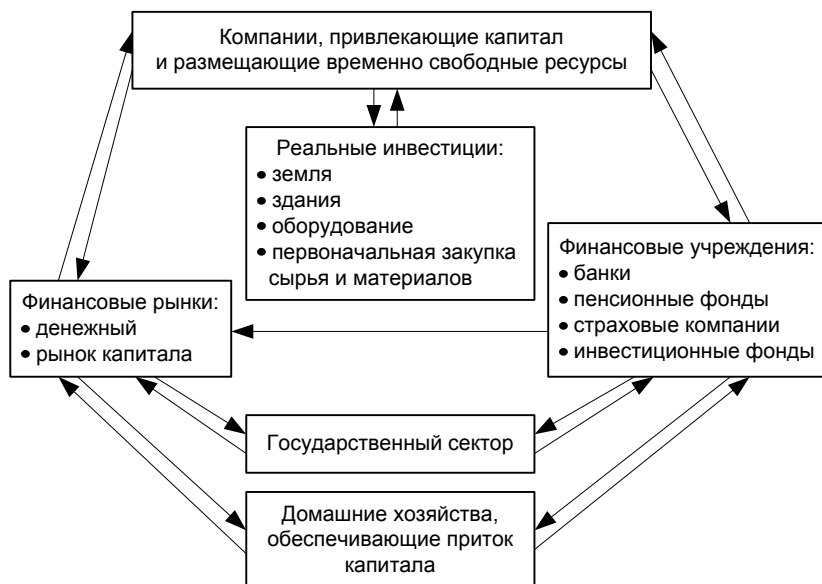


Рис. 2.1 Финансовая среда предпринимательства

*Финансовым рынком* является любой механизм, предназначенный для торговли финансовыми активами или правами на них. В наи-

более общем виде финансовый рынок состоит из денежного рынка и рынка капитала.

*Финансовые учреждения* занимают операциями по передаче денег, кредитованию, инвестированию и заимствованию денежных средств с помощью различных финансовых инструментов.

*На денежном рынке* заемщики получают денежные средства от кредиторов, обычно на срок менее года, там же совершаются сделки с валютой и драгоценными металлами.

*На рынке капитала* аккумулируются и обращаются долгосрочный капитал и долгосрочные обязательства. Рынок капитала включает рынок ссудных капиталов и рынок ценных бумаг.

*На рынке ценных бумаг* обращаются долгосрочные ценные бумаги; акции и облигации; на этом рынке эмитенты получают денежные средства от инвесторов обычно на срок более года.

Назначение финансовых рынков и финансовых учреждений — эффективное распределение капитала между потребителями. Основными поставщиками капитала являются домашние хозяйства, сберегающие часть зарабатываемого дохода; основными его потребителями являются компании, финансирующие приобретение реальных активов привлекаемым с финансовых рынков и у финансовых учреждений капиталом.

К субъектам предпринимательской деятельности, т.е. хозяйствующим субъектам, относятся:

- индивидуальные предприниматели;
- коммерческие организации и их объединения;
- некоммерческие организации и их объединения.

В России предпринимательская деятельность может осуществляться с созданием и без создания юридического лица. Юридическим лицом признается организация, у которой имеются следующие признаки:

- организационное единство, обеспеченное созданием органов управления и системы их взаимоотношений, позволяющих сформировать и выразить свою волю как участника гражданского оборота;
- имущественная обособленность — юридически обеспеченная возможность иметь имущество на каком-либо вещном праве — собственности, хозяйственного ведения или оперативного управления;
- самостоятельная гражданско-правовая ответственность, что выражается в том, что организация несет ответственность только по своим обязательствам и не отвечает по обязательствам своих участников, а также несет ответственность всем своим имуще-

ством, принадлежащим ей на одном из перечисленных выше прав;

- участие в гражданском обороте от своего имени — возможность приобретать права и исполнять обязанности, а также участвовать в суде от своего имени.

Классификация юридических лиц приведена на рис. 2.2. Каждая из приведенных основных организационно-правовых форм предпринимательства имеет свои достоинства и недостатки, которые необходимо учитывать при выборе форм предпринимательской деятельности (табл. 2.1).



Рис. 2.2. Основные организационно-правовые формы предпринимательской деятельности

Таблица 2.1. Особенности организаций разных организационно-правовых форм

Характеристика	Индивидуальное предпринимательство	Хозяйственные товарищества	Хозяйственные общества		Производственные кооперативы	Государственные и муниципальные унитарные предприятия	Некоммерческие организации
			ООО, ОДО	ОАО, ЗАО			
Понятие	Предпринимательская деятельность гражданина	Объединение лиц с разделенным на доли складочным капиталом	Объединение капиталов с ограниченной ответственностью участников	Объединение капиталов с ограниченной ответственностью участников и правом выпуска акций	Объединение граждан, основанное на личном трудовом участии	Коммерческая организация, не наделенная правом собственности на имущество	Организация, не имеющая получения прибыли в качестве основной цели своей деятельности и не распределяющая полученную прибыль между участниками
Правовое регулирование деятельности	ГК, НК	ГК, НК	ГК, НК, ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью»	ГК, НК, ФЗ «Об акционерных обществах»	ГК, НК, ФЗ «О производственных кооперативах», ФЗ «О сельскохозяйственной кооперации»	ГК, НК, ФЗ «О государственных и муниципальных унитарных предприятиях»	ГК, НК, ФЗ «О некоммерческих организациях»
Требование к минимальному уставному капиталу и резервному фонду	Отсутствует	Отсутствует	100 МРОТ	ЗАО: 100 МРОТ ОАО: 1000 МРОТ Резервный фонд обязателен	Отсутствует	Государственные предприятия — 5000 МРОТ Муниципальные предприятия — 1000 МРОТ Резервный фонд обязателен	Отсутствует В разделе «Капитал и резервы» отражает «Целевое финансирование»

Продолжение табл. 2.1

Контроль стоимости чистых активов	Отсутствует	Отсутствует	Стоимость чистых активов должна превышать уставный капитал	Стоимость чистых активов должна превышать уставный капитал	Стоимость чистых активов должна превышать паевой фонд	Стоимость чистых активов должна превышать уставный капитал и резервный фонд	Отсутствует
Участники	Один участник — физическое лицо	Два и более участника — товарища Полные — индивидуальные предприниматели, коммерческие организации; Вкладчики — граждане, юридические лица	От одного до 50 участников: граждане и юридические лица	ЗАО: от одного до 50 участников; ОАО: от одного участника, граждане и юридические лица	От пяти участников, участники — физические и юридические лица	Один участник — государство (субъект РФ) или муниципальное образование	От одного участника; физические и юридические лица
Ответственность участников	Полная, за исключением имущества, на которое не может быть наложено взыскание	Для полных товарищей — солидарная, субсидиарная, для вкладчиков — ограниченная	ООО — ограниченная; ОДО — солидарная субсидиарная, кратная вкладу	Ограниченная	Ограниченная субсидиарная ответственность в соответствии с уставом	Ограничена выделенным имуществом (хозяйственное ведение); неограниченная (оперативное управление)	Ограниченная



Продолжение табл. 2.1

Характеристика	Индивидуальное предпринимательство	Хозяйственные товарищества	Хозяйственные общества		Производственные кооперативы	Государственные и муниципальные унитарные предприятия	Некоммерческие организации
			ООО, ОДО	ОАО, ЗАО			
Управление и ведение дел	Единоличное	Каждый полный товарищ имеет один голос, решения принимаются единогласно, в отдельных случаях — большинством голосов	Голоса участников распределяются, как правило, пропорционально вкладу, решения принимаются единогласно, или 2/3 или простым большинством	Голоса участников распределяются в зависимости от имеющихся акций, решения принимаются простым или квалифицированным большинством от принимающих участие в собрании (полномочно при 50% участников)	Каждый участник имеет один голос	Хозяйственное ведение: не вправе распоряжаться недвижимым имуществом без согласия собственника	В соответствии с уставом

Продолжение табл. 2.1

Распределение прибыли	Единоличное	Пропорционально доле в складочном капитале, если в договоре не предусмотрено иное. Вкладчики получают оговоренную часть прибыли	Пропорционально долям в капитале, если уставом не предусмотрено иное	Пропорционально имеющимся обыкновенным акциям, по привилегированным — в соответствии с уставом	В соответствии с трудовым участием, если иное не предусмотрено уставом	В соответствии с решением собственника	Запрет на распределение прибыли
Ликвидность доли и выход участника	Выход участника — ликвидация бизнеса	Ликвидность доли низкая, возможна передача другому лицу или выкуп товариществом	Ликвидность низкая, общество обязано выкупить долю.	Высокая ликвидность акций ОАО, низкая ликвидность акций ЗАО	Ликвидность низкая, при выходе участника выплачивается стоимость пая	Выход участника — ликвидация или реорганизация предприятия	Некоммерческое партнерство — при ликвидации возврат стоимости внесенного имущества, автономная некоммерческая организация — стоимость не возвращается

Окончание табл. 2.1

Характеристика	Индивидуальное предпринимательство	Хозяйственные товарищества	Хозяйственные общества		Производственные кооперативы	Государственные и муниципальные унитарные предприятия	Некоммерческие организации
			ООО, ОДО	ОАО, ЗАО			
Особенности	Единоличность в управлении; простота регистрации; ограничены виды деятельности	Объединение лиц; полное доверие участников	Объединение капиталов; более доверительные отношения между участниками, чем в акционерных обществах; оптимальная форма для малого бизнеса; защищенность контроля	Объединение капиталов; законом формализован порядок управления и распределения прибыли; угроза потери контроля; высокая стоимость регистрации; высокая кредитоспособность; неограниченный рост; публикация отчетности	Объединение лиц; обязательно трудовое участие; увольнение — выход из участников; защищенность контроля над бизнесом	Форма собственности государственная или муниципальная; имущество неделимо и не может быть распределено по вкладам; неэффективная форма бизнеса	Возможно ведение коммерческой деятельности в форме некоммерческой организации; возможности налоговой экономии; контроль сделок на соответствие уставным целям





**КРАТКОСРОЧНАЯ  
ФИНАНСОВАЯ ПОЛИТИКА**

Глава 3 Управление рыночной деятельностью

Глава 4 Управление оборотными активами

Глава 5 Управление операционной деятельностью

## Управление рыночной деятельностью

### 3.1. Предварительная оценка рыночной, инвестиционной, операционной и финансовой деятельности

**Основные индикаторы деятельности организации.** Для разработки краткосрочной и долгосрочной финансовой политики, а также принятия рациональных финансовых решений финансовому менеджеру необходим аналитический инструментарий, на основе которого разрабатываются и обосновываются управленческие решения. Решениям и действиям предшествует анализ, который является основой научного управления хозяйственной деятельностью.

Оценивая на предварительном этапе масштабы деятельности организации и динамику развития бизнеса необходимо проанализировать следующие ее характеристики.

**1. Экономический потенциал предприятия.** Этот показатель целесообразно оценивать через валюту баланса, численность работников, выручку, учитывая, с одной стороны, финансово-экономические критерии, зафиксированные в законодательстве, и с другой — рациональные соотношения между показателями. Для малого бизнеса это выручка до 400 млн руб., стоимость активов до 400 млн руб., численность работников до 100 чел. Для среднего бизнеса значения показателей следующие: выручка до 1 млрд, стоимость активов до 1 млрд, численность до 1000 чел. соответственно. Для крупного бизнеса на региональном уровне значения показателей соответственно до 10 млрд руб., до 10 млрд руб., до 5000 чел. Превышение хотя бы одним из показателей критериальных значений позволяет отнести организацию к крупному бизнесу на федеральном уровне. При оценке размера предприятия он сравнивается с минимальным и максимальным эффективным размером предприятия отрасли; если размер предприятия меньше минимального или больше максимального эффективного размера, то такой бизнес будет менее эффективен, чем его отраслевые конкуренты. Кроме того, на этом этапе дается характеристика интеграционным связям организации, т.е. участию в совместной деятельности или в группе организаций, что увеличивает конкурентоспособность бизнеса.

Оценка динамики основных показателей деятельности организации позволяет финансовому менеджеру сделать предварительные выводы об эффективности бизнеса. Часто именно этот блок показателей дает возможность сделать более объективные выводы о состоятельности бизнеса, чем рассчитанные по различным методикам коэффициенты. Стабильный рост основных показателей — весомый аргумент в пользу выводов об эффективности организации.

**2. Показатели рыночной деятельности.** Одним из самых значимых показателей, оценивающих рыночную деятельность организации, является ее *рыночная доля*, определяемая как отношение объема реализации организации к емкости рынка, или *относительная рыночная доля*, определяемая как отношение объема реализации организации к объему реализации ближайшего конкурента. Кроме того, важна динамика рыночной доли, при ее положительной динамике можно говорить об укреплении рыночного положения организации и об усилении рыночных позиций. Еще один показатель — качество рыночной доли характеризует уровень доходности продаж относительно рынка в целом. Качественная рыночная доля формируется за счет продажи более дорогой и рентабельной продукции, чем в среднем по рынку. Устойчивость рыночного положения организации и конкурентоспособность ее продукции характеризуют следующие показатели, рассчитываемые по финансовой отчетности:

- темп прироста выручки — позволяет дать общую оценку динамики платежеспособного спроса на продукцию предприятия, а следовательно, ее конкурентоспособности. Показатель должен превышать номинальный темп прироста емкости рынка, что приводит к увеличению рыночной доли организации и свидетельствует о конкурентоспособности ее продукции;
- рентабельность продаж (маржа), которая показывает, насколько предприятие, во-первых, успешно в реализации ценовой политики, а во-вторых, рискованно с точки зрения возможного неблагоприятного изменения цен как на реализуемую продукцию, так и на закупаемые ресурсы. Увеличение показателя свидетельствует об укреплении рыночных позиций организации, поскольку рост маржи вкупе с высоким темпом прироста выручки — признак конкурентоспособной продукции.

**3. Показатели инвестиционной деятельности.** Относительные показатели оценки инвестиционной деятельности организации характеризуют инвестиционную активность организации:

- отношение внеоборотных активов и арендованных основных средств к стоимости оборотных активов — показывает относительный размер реальных и финансовых инвестиций и ха-



рактирует инвестиционную активность организации в прошедших периодах;

- коэффициент ввода основных средств — характеризует инвестиционную активность компании в отчетном году и является индикатором долгосрочности целей владельцев при наличии значительных инвестиций;
- коэффициент годности основных средств — характеризует качество основных средств и их конкурентоспособность, а также инвестиционную активность организации в прошлых периодах.

4. *Показатели операционной деятельности.* Эти показатели характеризуют эффективность управления производственными ресурсами — внеоборотными и оборотными активами, а также персоналом. Операционную эффективность характеризуют:

- отдача от внеоборотных активов — рассчитывается как отношение выручки к остаточной стоимости внеоборотных активов и характеризует эффективность использования этих активов;
- продолжительность производственного и финансового цикла — характеризует эффективность управления оборотным капиталом и скорость преобразования оборотных активов в денежные средства. Короткая относительно эталонных значений или значений предыдущего периода продолжительность циклов — признак эффективного управления, направленного на уменьшение потребности в источниках финансирования операционной деятельности;
- производительность труда — отношение выручки к численности работающих. Высокий уровень относительно эталонных значений или значений предыдущего периода — признак эффективного управления персоналом и относительно высокого качества персонала.

5. *Показатели финансовой деятельности.* Основные относительные показатели для оценки финансовой деятельности организации характеризуют стратегию привлечения источников финансирования организации, а также уровень финансового риска:

- плечо финансового рычага — отношение заемного (платного) капитала к собственному; характеризует возможности организации в привлечении внешнего капитала;
- доля арендованного имущества в валюте баланса — характеризует возможности организации в развитии своей производственной базы за счет арендованного имущества;
- дифференциал финансового рычага — соотношение между рентабельностью активов и средним процентом по заемному капиталу.

**6. Показатели комплексной оценки деятельности.** Основные относительные показатели для комплексной оценки деятельности организации характеризуют факторы стоимости:

- рентабельность инвестированного капитала — характеризует эффективность основной деятельности организации. Превышение показателем значения средневзвешенной стоимости капитала (ее рыночного значения) — признак организации, создающей стоимость;
- средневзвешенная стоимость капитала — показывает относительные затраты организации на привлечение капитала;
- темп прироста инвестированного капитала — характеризует динамику развития организации. Высокое значение показателя при условии превышения рентабельностью инвестированного капитала средневзвешенной стоимости капитала — признак организации, создающей стоимость;
- показатель «отношение мультипликатора капитализация/чистая прибыль (price earning, P/E) к темпу роста организации», его оценивают в этом случае через темп прироста прибыли (price earning growth). Если значение показателя меньше 1, то это признак недооцененной и, следовательно, эффективной организации, если больше 2, то это признак переоцененной организации.

По результатам этого исследования формируется оценка таких параметров, как масштабы бизнеса и динамика его развития, эффективность рыночной, инвестиционной, операционной и финансовой деятельности, а также обосновывается предварительный вывод об успешности организации в отношении создания стоимости, т.е. увеличения благосостояния собственников.

**Анализ ситуации**<sup>1</sup>. Алгоритм разработки долгосрочной и краткосрочной финансовой политики представлен на примере типичной организации реального сектора экономики ОАО «XYZ» (финансовая отчетность приведена в приложении). Организация занимается производством пищевой продукции и ведет свою хозяйственную деятельность на территории Российской Федерации.

Краткая характеристика организации такова:

- организационно-правовая форма — открытое акционерное общество;
- вид деятельности — производство пищевой продукции;

---

<sup>1</sup> Здесь и далее будет использован сквозной пример реальной организации. Важно: некоторые числовые данные, использованные при построении параметров финансового управления организацией, взяты не из аналитических таблиц, а из отчетности организации, приведенной в приложении.

- организация имеет шесть дочерних обществ, является материнским обществом в группе компаний;
- организация не ведет совместную деятельность;
- контроль над обществом консолидирован.

Ключевые показатели организации, в том числе характеризующие ее рыночную, инвестиционную, операционную и финансовую деятельность, представлены в табл. 3.1—3.7.

Таблица 3.1. **Экономический потенциал организации**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Валюта баланса, тыс. руб.	6 912 901	11 089 957
Численность работающих, чел.	5205	5 681
Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг, тыс. руб.	14 038 098	18 847 138

Таблица 3.2. **Показатели динамики, %**

<i>Показатель</i>	<i>Отчетный год</i>
Темп прироста валюты баланса	60,4
Темп прироста внеоборотных активов	92,9
Темп прироста выручки	34,3
Темп прироста чистой прибыли	14,3
Темп инфляции*	9

\* Темп инфляции принят на уровне среднего темпа инфляции в регионах сбыта продукции.

Таблица 3.3. **Основные индикаторы рыночной деятельности**

<i>Показатель, %</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Темп прироста выручки	—	34,3
Темп прироста емкости рынка	—	18,0
Рентабельность продаж (маржа)	20,6	20,7

Таблица 3.4. **Основные индикаторы инвестиционной деятельности**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Отношение внеоборотных активов и арендованных основных средств к оборотным активам, %	80,3	102,8
Коэффициент ввода основных средств	—	43,3
Коэффициент годности основных средств, %	67,4	72,5

Таблица 3.5. Основные индикаторы операционной деятельности

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Отдача от внеоборотных активов	5,4	3,8
Продолжительность производственного цикла, дн.	51	61
Продолжительность финансового цикла, дн.	65	81
Производительность труда, тыс. руб./ чел.	2 697,0	3 317,6

Таблица 3.6. Основные индикаторы финансовой деятельности

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Плечо финансового рычага	0,07	0,52
Отношение стоимости арендованных основных средств к стоимости собственных основных средств	0,66	0,52
Дифференциал финансового рычага, %	44,91	31,84

Таблица 3.7. Факторы стоимости

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Средневзвешенная рыночная стоимость капитала, %	19,4	19,3
Рентабельность инвестированного капитала, %	35,9	24,9
Темп прироста инвестированного капитала, %	—	67,22
PEG	—	0,19

По результатам экспресс-оценки рыночной, инвестиционной, операционной и финансовой деятельности организации и данным ее ежеквартального отчета можно сделать следующее заключение. Организация представляет собой крупное предприятие, выручка и активы которого превышают 10 млрд руб., а численность 5000 чел., размер предприятия превышает минимальный эффективный размер предприятия в отрасли, отрасль характеризуется высокой концентрацией и состоит из четырех крупных производителей, которые контролируют 90% рынка. Динамика основных показателей деятельности позитивна, превышает темп инфляции, а темп роста выручки выше темпа роста емкости рынка, что свидетельствует об успешном развитии организации, увеличении ее рыночной доли и укреплении рыночных позиций.

Об успешности рыночной деятельности и об относительно высокой конкурентоспособности продукции свидетельствует рост маржи с 20,6 до 20,7%, что стало следствием опережающего роста цен на производимую продукцию относительно роста цен на используемые ресурсы. Высокая доля прибыли от продаж в прибыли до налогообложения, которая составляет 124,6%, показывает, что единственным источником прибыли организации является основная деятельность, прочий результат — отрицателен. Чистая кредитная позиция организации в отчетном году имеет положительное значение 1 464 451 тыс. руб., причем положительное сальдо увеличилось к концу отчетного года более чем в 2 раза. Это нехарактерно для предприятия с сильной рыночной позицией и является следствием внутригрупповых поставок и закупок и скрытой формой поддержки дочерних обществ — участников группы.

Организация имеет достаточно высокую относительную стоимость внеоборотных активов и арендованных основных средств. Это свидетельствует об активной инвестиционной политике в прошлом и является индикатором того, что организация имеет долгосрочные цели развития бизнеса. Инвестиционную активность на этапе экспресс-оценки можно предварительно оценивать как высокую, поскольку сумма инвестиций в основные средства превышает 40% первоначальной стоимости основных средств, при этом остаточная стоимость основных средств существенно увеличивается, достигая к концу отчетного года 2 539 361 тыс. руб.

Операционная деятельность характеризуется увеличением продолжительности производственного цикла, которая тем не менее остается достаточно низкой, равной в отчетном году 61 дню, что положительно характеризует эффективность менеджмента. Производительность труда можно оценивать как высокую и имеющую устойчивую положительную динамику. Наблюдается негативная тенденция в операционной деятельности: снижение отдачи от активов, что связано с активной инвестиционной деятельностью и недостаточно эффективным использованием вновь приобретаемых объектов внеоборотных активов.

Оценка финансовой деятельности организации дала следующие результаты. Организация резко увеличила активность в привлечении внешних источников финансирования, плечо финансового рычага увеличилось с 0,07 до 0,52, при этом организация активно привлекает арендованные по лизингу основные средства, что дополнительно увеличивает ее производственные возможности. Дифференциал финансового рычага чрезвычайно высок — в отчетном году составил 31,8%, что связано как с высокой эффективностью дея-

тельности организации, так и с низким процентом, под который организация привлекает заемный капитал.

Оценка факторов стоимости бизнеса также дает основания для позитивных выводов. Средневзвешенная стоимость капитала соответствует рыночной стоимости капитала, рентабельность инвестированного капитала выше стоимости капитала, что позволяет сделать вывод о том, что бизнес создает стоимость. Темп прироста инвестированного капитала достаточно высок, что характерно для высокоэффективного бизнеса. Тенденция к снижению рентабельности инвестированного капитала пока не имеет угрожающего характера и позволяет рассчитывать на то, что и в ближайшем будущем бизнес будет создавать стоимость.

Оценивая через представленные показатели краткосрочную и долгосрочную финансовую политику организации можно отметить следующее:

1) рыночная деятельность успешна, это свидетельствует о благоприятной внешней среде, а также адекватном маркетинговом комплексе, разработанном и применяемом компанией, что обеспечивает ей возможность дальнейшего укрепления ее рыночных позиций. Успешная рыночная деятельность — это индикатор эффективности как краткосрочной, так и долгосрочной финансовой политики;

2) инвестиционную деятельность компании можно признать активной, но недостаточно эффективной, о чем свидетельствуют относительно низкие темпы прироста выручки (34,3%) по сравнению с темпом прироста внеоборотных активов (92,9%). Тем не менее долгосрочную финансовую политику в сфере инвестиционной деятельности в целом можно признать эффективной;

3) операционная деятельность успешна, поскольку управление оборотными активами можно признать эффективным. Об этом свидетельствует достаточно короткий производственный цикл, однако увеличение его продолжительности заслуживает более тщательного исследования в дальнейшем. Эффективное управление оборотными активами — признак эффективной краткосрочной финансовой политики. Управление краткосрочными источниками финансирования (кредиторской задолженностью) нельзя признать эффективным, о чем свидетельствует более продолжительный по сравнению с производственным финансовый цикл; его продолжительность увеличивается, что может являться индикатором неэффективной краткосрочной финансовой политики. Управление расходами также недостаточно эффективно, поскольку при темпе прироста выручки на 34,3%, чистая прибыль выросла всего на 14,3%; это является признаком неэффективной краткосрочной финансовой политики. Непропор-

циональный рост произошел не по расходам по обычным видам деятельности, а по прочим расходам;

4) финансовую деятельность можно признать активной, организация наращивает объем заемного капитала. Это позволяет ей финансировать масштабные инвестиционные проекты, удерживая финансовый риск на достаточно низком уровне. Кроме того, положительной характеристикой финансовой деятельности можно считать использование лизинга как способа осуществления инвестиционной деятельности. Таким образом, в этой части долгосрочную финансовую политику можно признать эффективной.

Оценивая на предварительном этапе долгосрочную и краткосрочную политику, можно заключить, что, поскольку организация представляет собой успешный, развивающийся бизнес, привлекающий эффективные ресурсы и активно инвестирующий, долгосрочную и краткосрочную финансовую политику можно признать эффективной и, следовательно, в будущем ее следует продолжать в том же направлении. В процессе дальнейшего исследования эти выводы будут уточнены и детализированы.

**Предварительная оценка деятельности организации на основе агрегированных форм отчетности.** Для предварительной оценки деятельности организации проводится также анализ показателей агрегированных форм отчетности (агрегированные формы отчетности представлены в табл. 3.8, 3.9). Соотношение темпов прироста ключевых абсолютных показателей позволяет сделать предварительное заключение не только об эффективности перечисленных видов деятельности, но и об изменении финансовой устойчивости организации и конкурентоспособности ее продукции. Таким образом, оценка агрегированных форм позволит более глубоко понять процессы в сфере инвестиций, производства и сбыта, а также уточнить вывод об эффективности организации. Кроме того, агрегированные формы позволяют рассчитать важнейшие соотношения между агрегатами финансовых отчетов и сравнить их с показателями аналогичных организаций, что существенно при оценке эффективности организации.

Основой интерпретации показателей, полученных в результате обработки агрегированного баланса и отчета о прибылях и убытках, является «золотое правило экономики», базирующееся на сопоставлении темпов прироста отдельных показателей организации между собой и с темпом инфляции. В соответствии с этим правилом:

1) темпы прироста валюты баланса должны превышать темп инфляции (это свидетельствует о наличии реального роста имущества организации);

2) темп прироста выручки должен превышать темп прироста валюты баланса (это говорит о том, что приобретаемые активы используются более эффективно, чем ранее имевшиеся);

3) темп прироста прибыли должен быть выше, чем темп прироста выручки (это доказательство того, что рост выручки опережает рост себестоимости, что также свидетельствует о повышении эффективности организации).

Первое соотношение может не соблюдаться, если организация активно привлекает арендованные основные средства и/или не переоценивает собственные, при этом бизнес может также характеризоваться как успешный при условии соблюдения остальных неравенств. Несоблюдение первого неравенства может быть также вызвано более эффективным использованием имеющегося имущества, при этом для увеличения объема производства не требуется его увеличения.

Применение этого правила к отдельным элементам актива агрегированного баланса позволяет оценить инвестиционную деятельность организации (обозначения внеоборотных активов —  $A_4$ ), закупочную, операционную и сбытовую деятельность (запасы с НДС —  $A_3$ ), сбытовую деятельность (дебиторская задолженность —  $A_2$ ) и деятельность в области управления денежными потоками ( $A_1$  — денежные средства и краткосрочные финансовые вложения).

Алгоритм оценки статей агрегированных форм отчетности следующий.

1. На основе сопоставления темпов прироста выручки ( $T_B$ ) с темпами прироста агрегированных статей актива баланса ( $T_A$ ) формируется вывод об эффективности видов деятельности организации:

- если  $T_B > T_{A4}$ , то инвестиционная деятельность эффективна, поскольку рост выручки опережает рост внеоборотных активов, что свидетельствует об эффективном использовании имущества;
- если  $T_B > T_{A3}$ , то операционная, в частности закупочная, производственная и сбытовая, деятельность эффективна, поскольку рост выручки опережает рост запасов, что является признаком эффективного управления запасами;
- если  $T_B > T_{A2}$ , то закупочная и сбытовая деятельность эффективна, поскольку рост выручки опережает рост дебиторской задолженности, что свидетельствует об эффективной кредитной политике;
- если  $T_B > T_{A1}$ , то деятельность организации в зоне денежных потоков эффективна, поскольку рост выручки опережает рост денежных средств, при этом ликвидность организации снижается.

2. На основе сопоставления темпа прироста валюты баланса ( $T_B$ ) и темпа прироста выручки с темпами прироста агрегированных



статей пассива баланса ( $T_{\Pi}$ ) формируется вывод об изменении финансовой устойчивости организации:

- если  $T_B > T_{\Pi3+\Pi2+\Pi1}$ , то финансовая устойчивость организации увеличивается, поскольку валюта баланса увеличивается более высокими темпами, чем обязательства; если  $T_B > T_{\Pi3+\Pi2+\Pi1}$ , то увеличивается степень покрытия обязательств, поскольку выручка растет более быстрыми темпами, чем обязательства;
- если  $T_B < T_{\Pi3+\Pi2+\Pi1}$  и  $T_B < T_{\Pi3+\Pi2+\Pi1}$ , то финансовая устойчивость организации и степень покрытия обязательств снижаются.

3. На основе сопоставления темпов прироста выручки с темпами прироста емкости рынка ( $T_p$ ), а также с темпом прироста прибыли от продаж ( $T_{\text{пр}}$ ), прибыли до налогообложения ( $T_{\text{пд}}$ ), чистой прибыли ( $T_{\text{пч}}$ ) формируется вывод об эффективности организации в целом и конкурентоспособности выпускаемой продукции:

- если  $T_B < T_p$  и  $T_B < T_{\text{пр}}$ , то рыночная доля растет, поскольку выручка предприятия увеличивается в большей степени, чем емкость рынка. Кроме того, увеличивается маржа прибыли, поскольку прибыль от продаж растет более высокими темпами, чем выручка, а это является признаком повышения конкурентоспособности продукции;
- соблюдение неравенства  $T_p < T_B < T_{\text{пр}} < T_{\text{пд}} < T_{\text{пч}}$  свидетельствует об эффективном росте бизнеса и о влиянии операционного и финансового рычагов на финансовые результаты.

Результаты расчета показателей агрегированных форм отчетности ОАО «XYZ» представлены в табл. 3.8, 3.9.

Таким образом, инвестиционная деятельность организации хотя и активна, но высокоэффективной ее признать нельзя, поскольку увеличение внеоборотных активов на 92,9% сопровождается недостаточным ростом выручки, который составил 34,3%. Однако, вероятно, в последующих периодах, когда все приобретенные внеоборотные активы будут введены в эксплуатацию, эффективность деятельности повысится. Закупочная, производственная и сбытовая деятельность организации, которая отражается в агрегированной статье А3, также не заслуживает положительной оценки, поскольку при темпе прироста выручки в 34,3% запасы возросли на 40,0%, что говорит о снижении эффективности управления активами. Сбытовая деятельность организации характеризуется также чрезмерным ростом статьи А2 (дебиторская задолженность), темп прироста 47,4%, это может свидетельствовать о коррекции кредитной политики организации в направлении ее либерализации, а также об ухудшении платежной дисциплины покупателей.

Таблица 3.8. Агрегированный баланс

Показатель	Обо- значе- ние	Начало года		Конец года		Изменение за год			Доля фактора в изменении баланса, %
		Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Сумма тыс. руб.	Темп прироста, %	Доля в структуре, %	
<b>АКТИВ</b>									
Внеоборотные активы	A4	2 580 404	37,3	4 977 910	44,9	2 397 506	92,9	7,6	57,4
Запасы и НДС по приобретенным ценностям	A3	1 934 071	28,0	2 707 798	24,4	773 727	40,0	(3,6)	18,5
Дебиторская задолженность	A2	2 081 281	30,1	3 068 413	27,7	987 132	47,4	(2,4)	23,6
Денежные средства, краткосрочные финансовые вложения, прочие	A1	317 145	4,6	335 836	3,0	18 691	5,9	(1,6)	0,4
Баланс		6 912 901	100,0	11 089 957	100,0	4 177 056	60,4	—	100,0
<b>ПАССИВ</b>									—
Капитал и резервы	П4	5 310 583	76,8	6 230 665	56,2	920 082	17,3	(20,6)	22,0
Долгосрочные пассивы	П3	361 412	5,2	1 596 559	14,4	1 235 147	341,8	9,2	29,6
Краткосрочные кредиты и займы	П2	—	—	1 657 686	14,9	1 657 686	—	14,9	39,7
Кредиторская задолженность и прочие краткосрочные обязательства	П1	1 240 906	18,0	1 605 047	14,5	364 141	29,3	(3,5)	8,7
Баланс		6 912 901	100,0	11 089 957	100,0	4 177 056	60,4	—	100,0



Высоколиквидные активы организации возросли незначительно, на 5,9%, что оценивается положительно, учитывая их избыточный уровень как на начало, так и на конец года (4,6% на начало года от валюты баланса и 3,0% на конец года). Структура актива баланса анализируемой организации вполне типична для производственной организации; к концу года структура актива становится более тяжелой из-за увеличения удельного веса внеоборотных активов до 44,9%, что, с одной стороны, свидетельствует о росте производственного потенциала, а с другой — о снижении ликвидности организации.

Рассматривая стратегию финансирования через удельные веса источников финансирования в валюте баланса, можно заметить, что на начало года организация имела крайне консервативную стратегию финансирования, поскольку доля устойчивых источников составляла 82,0%. Это нельзя считать эффективным, учитывая высокую рентабельность активов и, следовательно, нереализованную возможность увеличения эффективности капитала за счет использования финансового рычага. На конец года структура финансирования существенно изменилась, доля устойчивых источников снизилась до 70,6% — организация привлекла значительный объем долгосрочного и краткосрочного заемного капитала, что можно признать рациональным и характеризовать финансовую деятельность как активную и эффективную. Сопоставляя темп прироста валюты баланса (60,4%) с темпом прироста обязательств, можно отметить существенное снижение финансовой устойчивости в связи со значительным увеличением кредитов и займов. Сопоставляя темп прироста выручки (34,3%) с темпом прироста обязательств можно, кроме того, отметить и существенное снижение степени покрытия обязательств.

Агрегированный отчет о прибылях и убытках свидетельствует о наличии растущего платежеспособного спроса на продукцию предприятия. Это положительно характеризует конкурентоспособность продукции, поскольку наблюдается рост как показателей объема реализации продукции, так и маржи с 20,6 до 20,7%. Высокий уровень маржи свидетельствует о доминирующем положении организации на рынке и о ее значительной рыночной власти. При этом темп прироста выручки опережает темп прироста емкости рынка (18%), что приводит к увеличению рыночной доли предприятия.

Однако в агрегированном отчете о прибылях и убытках есть и негативные изменения: значительный рост удельного веса прочих расходов с 1,2 до 4,1%, снижение удельного веса прибыли до налогообложения с 19,4 до 16,6% и чистой прибыли с 14,5 до 12,3%. Как негативный фактор можно рассматривать резкое снижение нераспределенной прибыли с 14,5 до 4,9% в связи с дивидендными

выплатами. Таким образом, оптимальные соотношения между темпами прироста финансовых результатов не соблюдаются: так, при росте выручке на 34,3% и росте прибыли от продаж на 34,5% рост прибыли до налогообложения составил всего 14,6%, а рост чистой прибыли 14,3%, при этом нераспределенная прибыль снизилась на 54,7%. Причинами таких негативных тенденций являются чрезмерный рост прочих расходов, приведший к замедленному росту прибыли до налогообложения и чистой прибыли, а также существенные дивидендные выплаты.

По результатам рассмотрения агрегированных форм отчетности можно сделать общее заключение: несмотря на значительный потенциал развития, который может быть реализован по мере более эффективного использования имеющегося и активно приобретаемого имущества, организация имеет и проблемы в операционной и инвестиционной деятельности.

Предварительная оценка рыночной, инвестиционной, операционной и финансовой деятельности организации показала эффективность краткосрочной и долгосрочной финансовой политики и основные направления ее корректировки:

- в отношении рыночной деятельности — совершенствование комплекса маркетинга для усиления рыночных позиций организации;
- в отношении инвестиционной деятельности — контроль за эффективностью использования вновь вводимых объектов инвестиций;
- в отношении операционной деятельности — контроль за операциями, не относящимися к основной деятельности организации;
- в отношении финансовой деятельности — контроль за своевременностью обслуживания активно привлекаемых заемных источников финансирования.

### 3.2. Разработка рыночной стратегии

Обоснование краткосрочных и долгосрочных финансовых решений должно происходить не изолированно, а в общем контексте деятельности компании с учетом ее целей и стратегии развития. Такой подход называется *стратегическим портфельным анализом*. Он включает исследование привлекательности рынков, на которых работает компания, и оценку ее конкурентных преимуществ. Таким образом, решения финансового и инвестиционного характера должны соответствовать рыночной стратегии организации. Для вы-

работки рыночной политики и обоснования направлений инвестиций необходимы анализ рыночного окружения, т.е. рынков, на которых работает предприятие, выбор из них наиболее перспективных, а также оценка рыночного положения компании на этих рынках и разработка комплекса маркетинга. Для определения наиболее перспективных рынков проводится анализ внешней макро- и микросреды, в ходе которого оценивается, каким образом влияет на организацию внешняя среда: предоставляет возможности для развития или, наоборот, такому развитию препятствует. Второй блок оценки рыночной деятельности организации — это оценка конкурентных позиций организации. На основе этих аналитических процедур разрабатываются параметры рыночной политики организации (рис. 3.1).

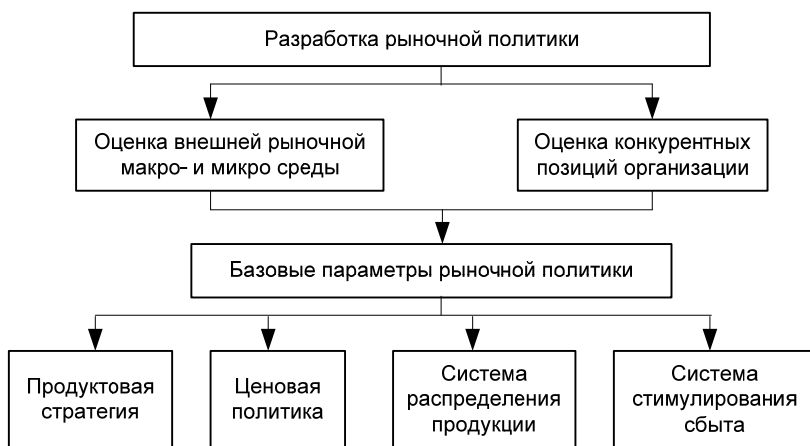


Рис. 3.1. Структурная схема разработки базовых параметров рыночной политики компании

**Оценка внешней рыночной макро- и микросреды.** В ходе разработки рыночной стратегии должны оцениваться следующие показатели внешней макроэкономической и микроэкономической среды.

**1. Макроэкономические и региональные факторы:**

- цикл развития экономики;
- уровень процентных ставок и доступность финансовых ресурсов;
- уровень инфляции;
- денежная, налоговая, тарифная политика Правительства Российской Федерации, органов исполнительной власти региона

или иностранного государства, на территории которого организация ведет деятельность;

- уровень и динамика курса национальной валюты.
2. Отраслевые факторы:
- цикл развития отрасли;
  - общая тенденция развития отрасли — сокращение или расширение деятельности;
  - изменения в технологии производства;
  - экономические показатели в отрасли, в частности уровень загрузки производственных мощностей, показатели производительности, показатели ресурсоемкости продукции;
  - экологические требования и проблемы;
  - требования нормативных правовых актов, в том числе регулирующих сферу деятельности организации;
  - доступность и стоимость материальных и прочих ресурсов, необходимых в производстве;
  - особенности деятельности (например, в отношении трудовых договоров, порядка финансирования, порядка ведения бухгалтерского учета).

Для оценки рыночной деятельности и разработки рыночной политики требуется также изучение рыночного окружения организации: рынка, на котором работает организация, обслуживаемых сегментов рынка, клиентов, конкурентов рыночного потенциала субъектов рынка и поставщиков.

1. В процессе *анализа рынка* в первую очередь должны быть определены его продуктовые и географические границы, субъекты рынка (продавцы и покупатели), оценена емкость рынка, а также его структура, которая характеризуется, в частности, такими показателями, как доли хозяйствующих субъектов на рынке, количественные и качественные показатели структуры рынка. Обязательный элемент анализа рынка — анализ рыночного потенциала его субъектов.

*Продуктовые границы рынка* устанавливаются на основе оценки взаимозаменяемости продукции, поскольку их определяет именно взаимозаменяемая продукция. Мерой взаимозаменяемости товаров служит показатель «перекрестная эластичность спроса по цене», исчисляемый как отношение выраженного в процентах изменения объема спроса на один товар к выраженному в процентах изменению цены другого товара за определенный период. О взаимозаменяемости рассматриваемых товаров свидетельствуют устойчивые значения перекрестной эластичности, превышающие единицу.

*Географические границы товарного рынка определяют* территорию, на которой покупатели конкретной группы имеют экономическую возможность приобрести конкретную продукцию и не имеют такой возможности за пределами этой территории. Если цена товара, поставляемого с каких-либо территорий, оказывается более чем на 10% выше средневзвешенной цены товара, доступного покупателям в пределах предварительно определенных географических границ товарного рынка, то такие территории следует относить к другим товарным рынкам.

Для характеристики рынка необходимо рассчитать общий объем товарной массы в обороте за определенный период времени в его продуктовых и географических границах, т.е. определить его емкость.

Структуру рынка характеризуют следующие количественные показатели:

- число субъектов рынка (покупателей и продавцов);
- рыночная доля (отношение объема продаваемой (закупаемой) продукции к общей емкости рынка);
- показатели рыночной концентрации.

К показателям рыночной концентрации относится коэффициент рыночной концентрации, который рассчитывается как сумма рыночных долей трех крупнейших продавцов на рынке. При значении коэффициента, превышающем 70%, рынок характеризуется как высококонцентрированный, т.е. монополизированный тремя крупнейшими производителями. Если значение коэффициента находится в пределах от 45 до 70%, то рынок характеризуется умеренной концентрацией; если значение коэффициента менее 45%, рынок низкоконцентрирован.

Для того чтобы оценить возможность более мелких продавцов противодействовать рыночной силе крупнейших, используется коэффициент Герфиндаля — Гиршмана, который рассчитывается как сумма квадратов рыночных долей всех продавцов. Для высококонцентрированных рынков значение коэффициента Герфиндаля — Гиршмана превышает 2000, для умеренноконцентрированных находится в пределах от 1000 до 2000. Если же значение коэффициента меньше 1000, рынок низкоконцентрирован.

В процессе оценки концентрации рынка необходимо дать характеристику интенсивности конкуренции на рынке и тем формам, которые она принимает. Конкуренция может быть ценовой, когда соперничество за покупателей осуществляется посредством ценовой политики, что характерно для низкоконцентрированных рынков. Кроме того, конкурирующие предприятия могут применять неценовые методы конкуренции — качество и степень дифференцированности продукции, рекламу, сбытовую политику и другие; эти мето-



ды конкуренции в большей степени присущи концентрированным олигополистическим рынкам, которые характеризуются низкой интенсивностью конкуренции.

К *качественным показателям*, оценивающим структуру рынка, относятся наличие барьеров на входе на рынок для потенциальных конкурентов, степень их преодолемости, а также открытость рынка для межрегиональной и международной торговли. Эти факторы в итоге предопределяют степень монополизации рынка: если входные барьеры труднопреодолимы, то на рынке формируется высококонцентрированная структура, если же барьеры низкие, то с большой вероятностью можно предполагать, что рынок будет характеризоваться высокой интенсивностью конкуренции.

К *барьерам на входе* на товарный рынок относятся:

- а) экономические ограничения, в том числе:
  - необходимость осуществления значительных первоначальных капитальных вложений при длительных сроках окупаемости этих вложений;
  - издержки выхода с рынка, включающие инвестиции, которые невозможно возместить при прекращении хозяйственной деятельности;
  - издержки получения доступа к необходимым ресурсам;
  - транспортные ограничения;
  - сильно выраженный положительный эффект масштаба, который приводит к тому, что крупный бизнес становится значительно более эффективным, чем малый;
- б) административные ограничения, в том числе:
  - лицензирование отдельных видов деятельности;
  - квотирование;
  - ограничения ввоза-вывоза товаров;
  - предоставление льгот отдельным хозяйствующим субъектам;
  - препятствия в отведении земельных участков, предоставлении производственных и иных помещений;
  - условия конкурсного отбора поставщиков товара для государственных и муниципальных нужд;
  - экологические ограничения, в том числе запрещение строительства производственных мощностей и объектов транспортной инфраструктуры;
- в) стратегия поведения действующих на рынке хозяйствующих субъектов, направленная на создание барьеров входа на рынок, в том числе:
  - инвестирование в избыточные производственные мощности, позволяющие увеличить выпуск товара для целей ограничения новых участников рынка;

- увеличение для покупателя издержек, связанных со сменой продавца, в том числе в результате предоставления скидок постоянным покупателям, заключения долгосрочных контрактов или выпуска взаимодополняющих товаров, не являющихся взаимозаменяемыми с продукцией других хозяйствующих субъектов;
- проведение интенсивных рекламных кампаний;
- наличие среди действующих на рынке хозяйствующих субъектов вертикально-интегрированных хозяйствующих субъектов, которое приводит к созданию барьеров входа на рынок.

Барьеры входа на товарный рынок анализируются не только в аспекте возможности потенциальных продавцов стать участниками рассматриваемого товарного рынка, но и в аспекте возможности хозяйствующих субъектов, действующих на этом рынке расширить производственные мощности или объем продаж данного товара.

Барьеры на входе на товарный рынок считаются преодолимыми, если затраты на их преодоление экономически оправдываются доходами (преимуществами), которые получит (предполагает получить) хозяйствующий субъект, собирающийся войти на этот рынок.

После определения границ рынка и его количественных и качественных характеристик необходимо определить сегменты рынка, и только затем оценить привлекательность рынка в целом или его сегментов.

Для *сегментации рынков* используются следующие признаки:

- для потребительских рынков — географический (место расположения рынков сбыта), психографический (тип личности, образ жизни покупателей), поведенческий (выгоды, которые покупатели хотят получить от продукции, интенсивность потребления), статус покупателей (постоянный, разовый покупатель), демографический (возраст, пол, уровень доходов) и др.;
- для рынков промышленной продукции — географический, поведенческий, статус покупателей, демографический (отрасль, размер, форма собственности).

Для *оценки привлекательности рынка* или его сегментов используются следующие показатели:

- емкость рынка или сегментов, а также динамика емкости. От емкости и ее динамики зависит объем реализации продукции, как настоящий, так и будущий, поэтому в своей маркетинговой стратегии организация должна ориентироваться на емкие и растущие сегменты;
- конъюнктура рынка, которая определяет загруженность производственных мощностей, динамику цен и в итоге — при-

быль производителей. Благоприятная конъюнктура рынка для продавца складывается при увеличении спроса и значительно более медленном росте общего рыночного предложения, его стабильности или даже снижении, что приводит к увеличению загрузки производственной мощности отдельного производителя, повышению цен, увеличению прибыли;

- интенсивность конкуренции, которая во многом определяется степенью преодолемости входных и выходных рыночных барьеров и зависит от количества конкурентов, их рыночных долей, а также от их рыночного поведения. Чем ниже интенсивность конкуренции, тем более привлекательным сегмент будет для работающих на нем предприятий-продавцов;
- прибыльность рынка или его сегментов, оцениваемая через рентабельность продаж (маржа прибыли). Чем выше маржа прибыли, тем более привлекателен рынок и сегмент для продавцов. Однако при определенных условиях высокая маржа прибыли может привести к росту объема предложения на рынке, усилению конкуренции, снижению цен и, следовательно, падению прибыли производителей;
- срок окупаемости вложений в производственные мощности. Чем короче срок окупаемости, тем менее рискованны при прочих равных условиях вложения, но и тем выше конкуренция на рыночном сегменте;
- уровень технического развития хозяйствующих субъектов, действующих на рынке, и частота появления новых товаров.

2. Оценка внешней маркетинговой микросреды организации включает *анализ покупателей*, при проведении которого надо учитывать, что одним из важнейших показателей является удовлетворенность покупателей продукцией предприятия, поскольку она определяет в дальнейшем не только показатели сохранности клиентской базы, но и рентабельность, и рыночную долю организации.

В ходе анализа рассчитываются и оцениваются следующие показатели:

- удовлетворенность покупателей продукцией организации, которую можно оценить посредством проведения опросов;
- сохранность клиентской базы — то, какая часть покупателей осталась в отчетном периоде относительно предыдущего, насколько изменился объем покупок среднего покупателя, какая часть покупателей была потеряна, какова доля новых покупателей в общем объеме продаж;
- средняя выручка и прибыль, приходящаяся на одного покупателя, а также удельный вес отдельного покупателя в общем

объеме реализации, т.е. «доля кошелька» отдельного покупателя. Чем больше удельный вес, тем более значим и выгоден покупатель для предприятия. Однако если весь сбыт обеспечивается несколькими покупателями, такая стратегия представляет собой угрозу для продавца, во-первых, из-за возможных проявлений монополизма (рыночной власти покупателя, выраженной в занижении цен и навязывании других невыгодных продавцу условий поставки), а во-вторых, из-за возможного падения объема реализации при потере покупателя. Индикатором, определяющим степень существенности покупателя, можно принять его удельный вес в объеме реализации на уровне 10%;

- рентабельность продаж, рассчитываемая как по отдельным покупателям, так и по сегментам рынка и по рынку в целом. Высокая рентабельность продаж выгодна организации, однако в отдельных случаях организации выгодно пожертвовать маржей ради роста объема реализации, увеличения рыночной доли, проникновения на новые рынки и других маркетинговых целей;
- темп роста продаж. Рост продаж положительно характеризует как каждого отдельного покупателя, так и рыночный сегмент в целом;
- средний срок погашения дебиторской задолженности покупателями. Сокращение срока погашения задолженности выгодно организации, поскольку позволяет уменьшить потребности в финансировании и сократить финансовый цикл.

Кроме того, в процессе анализа покупателей оценивается их надежность в аспекте коммерческого кредитования. Эти вопросы будут рассмотрены далее.

3. На следующем этапе оценки внешней микросреды проводится *анализ конкурентов*. Результатом анализа конкурентов является не только оценка их сильных и слабых сторон, но и адаптация опыта конкурентов и использование его в деятельности организации — *бенчмаркетинг*. Показатели для анализа конкурентов следующие:

- рыночные (маркетинговые), характеризующие рыночные возможности конкурирующей организации — ее рыночный потенциал, рыночную долю, темп роста сбыта, качество продукции, ценовую политику, систему стимулирования сбыта, систему распределения продукции;
- производственные, характеризующие возможность конкурирующей организации поставлять на рынок продукцию. К этим показателям относится величина производственной мощности, степень ее загрузки, характеристика применяемых техно-

логов, показатели состояния основных средств, величина запасов, показатели численности и профессионализма персонала, а также источники материальных ресурсов.

- финансовые показатели, которые характеризуют выручку, расходы и прибыль организации, стоимость ее имущества и источники финансовых ресурсов, а также эффективность и рискованность бизнеса конкурентов.

4. Для характеристики рынка немаловажное значение имеет анализ *рыночного потенциала крупнейших рыночных субъектов*. Рыночный потенциал выражается в возможности хозяйствующего субъекта оказывать решающее влияние на общие условия обращения продукции на товарном рынке, в частности на уровень цены, а также в возможности затруднять доступ на рынок другим хозяйствующим субъектам. Рыночный потенциал может быть не связан напрямую с долей хозяйствующего субъекта на товарном рынке. Признаки наличия у организации значительного рыночного потенциала следующие:

- значительная (более 35%) рыночная доля;
- вертикальная интеграция с поставщиками или потребителями продукции;
- наличие преимуществ в технологии;
- высокий уровень цены, превышающий среднерыночный уровень;
- высокая рентабельность активов, превышающая среднеотраслевой (среднерыночный) уровень;
- высокий уровень расходов, превышающий среднеотраслевой уровень. Это превышение может быть связано с общехозяйственными расходами, расходами на продажу, в том числе представительскими расходами;
- наличие сговора с крупнейшими продавцами;
- низкая ценовая эластичность спроса покупателей, позволяющая продавцу повышать цены без значительного сокращения объема продаж;
- использование ценовой дискриминации, выражающейся в продаже одинаковой продукции разным покупателям по разным ценам;
- незагруженность производственных мощностей и т.д.

5. Завершая анализ внешней маркетинговой микросреды, необходимо дать *оценку поставщикам*. Для их оценки, а также для оценки службы снабжения используются следующие индикаторы:

- удельный вес поставщиков в общем объеме поставок. Слишком большой объем поставок, обеспечиваемый одним поставщиком, приводит к определенной зависимости организа-

ции, а также к росту риска потенциальных потерь в случае отказа поставщика. Границей существенности здесь также является 10% общего объема поставок;

- цена поставляемых материальных ценностей, действующая система скидок, условия оплаты, возможность коммерческого кредита. Соотношение фактической цены закупок со среднерыночными ценами — важнейший аспект оценки работы не только службы снабжения, но и всей организации;
- номенклатура продукции, предлагаемая поставщиками, и срочность поставок. Чем шире предлагаемая номенклатура, тем выгоднее поставщик, но он не должен доминировать во всех закупках предприятия.

При разработке рыночной стратегии и принятии инвестиционных решений необходимо оценить *привлекательность внешней маркетинговой среды* и обслуживаемых рынков. Благоприятные внешние условия имеют следующие характеристики:

- благоприятная макроэкономическая ситуация — устойчивый рост экономики, низкие темпы инфляции, стабильный курс национальной валюты, низкие процентные ставки, либеральная налоговая политика;
- благоприятная ситуация в отрасли — рост спроса на продукцию, адекватное, но не чрезмерное увеличение предложения, доступность ресурсов для осуществления деятельности;
- емкий и растущий рынок с улучшающейся конъюнктурой, которая приводит к повышению загрузки производственных мощностей и росту цен, превышающему темп инфляции;
- защищенность рынка барьерами от потенциальных конкурентов, приводящая к снижению интенсивности конкуренции;
- низкая степень интенсивности как ценовой, так и неценовой конкуренции;
- достаточная среднерыночная маржа прибыли, приводящая к быстрой окупаемости средств, вложенных в рассматриваемый бизнес;
- диверсифицированная система сбыта, не позволяющая отдельным посредникам или покупателям занимать доминирующие позиции; устойчивость финансового положения покупателей и положительная динамика их развития;
- отсутствие значительного рыночного потенциала у основных конкурентов, а также существенных преимуществ в их финансовой, производственной и рыночной деятельности;
- диверсифицированная система закупок, характеризующаяся отсутствием существенной доли поставок отдельными постав-

щиками, а также легкостью переключения на других поставщиков.

**Определение инвестиционных приоритетов.** На завершающем этапе оценки рыночной деятельности организации выявляют наиболее привлекательные виды бизнеса, обладающие наибольшим потенциалом, разрабатывают рыночную стратегию и определяют инвестиционные приоритеты, что особенно важно в системе управления финансами организации. Насколько точно будет на этом этапе определено направление развития бизнеса, настолько эффективны будут осуществляемые инвестиции и деятельность организации в целом. Для итоговой оценки положения организации на данном этапе используется SWOT-анализ, который позволяет дать качественные характеристики положения организации.

Сильные и слабые стороны организации в *таблице SWOT-анализа* характеризуют ее текущее состояние, в большей части касающееся внутренней среды, в то время как возможности и угрозы в большей степени связаны с внешней средой и с будущим компании. Для выявления сильных и слабых сторон организации анализируют следующие аспекты ее деятельности:

- консолидированность контроля и наличие эффективных собственников;
- эффективность производственной, организационной и финансовой структуры организации, наличие взаимозависимых субъектов;
- опыт компании в производстве продукции, ее имидж;
- наличие конкурентоспособных технологий;
- качество нематериальных и материальных активов, их состояние и эффективность использования;
- качество персонала, эффективность системы мотивации персонала и производительность труда;
- доступность и стоимость финансовых ресурсов;
- степень финансовой устойчивости организации;
- конкурентоспособность продукции, фазу ее жизненного цикла;
- доступность источников сырья, диверсифицированность поставщиков;
- эффективность и диверсифицированность системы распределения, затраты на продвижение продукции, количество уровней в системы распределения;
- эффективность системы стимулирования сбыта;
- другие характеристики.

В процессе выявления возможностей и угроз, связанных с будущим развитием организации, учитывают:

- цикл развития экономики;

- изменение макроэкономической среды, динамику реальных доходов, инфляции, валютных курсов, процентных ставок, уровня занятости;
- изменение в государственном регулировании рассматриваемой сферы деятельности;
- цикл развития отрасли;
- динамику рынка сбыта, его емкость и конъюнктуру;
- рыночную стратегию конкурентов, их ценовую сбытовую политику, политику распределения продукции;
- сотрудничество с другими предприятиями;
- готовность собственников и менеджеров реформировать, совершенствовать бизнес;
- лояльность покупателей к торговой марке производителя;
- изменение предпочтений покупателей;
- стратегию развития поставщиков;
- другие характеристики.

Расстановка инвестиционных приоритетов проводится с помощью портфельной матрицы МакКинзи, которая состоит из девяти ячеек и основана на двух измерениях — долговременной привлекательности рынка (отрасли) и рыночных позициях организации на этом рынке (рис. 3.2).

*Привлекательность рынка*

Максимальная	1. Инвестиции и рост	1. Инвестиции и рост	2. Селективное инвестирование
Средняя	1. Инвестиции и рост	2. Селективное инвестирование	3. Изъятие капитала
Минимальная	2. Селективное инвестирование	3. Изъятие капитала	3. Изъятие капитала
	Отличное	Среднее	Плохое
	<i>Конкурентное положение организации</i>		

**Рис. 3.2. Портфельная матрица МакКинзи**

Долговременная привлекательность рынка оценивается емкостью рынка и темпом ее прироста, интенсивностью конкуренции, конъюнктурой рынка, рентабельностью продаж (маржей прибыли), сроком окупаемости вложений в производственные мощности (см. выше).



Для оценки конкурентной позиции организации используются следующие показатели:

- относительная и абсолютная доля рынка, ее динамика;
- рентабельность продаж в сопоставлении с конкурентами;
- уровень качества и сервиса в сопоставлении с конкурентами;
- лояльность покупателей к торговой марке производителя;
- технологические преимущества организации, которые проявляются через себестоимость и качество продукции, а также ее маркетинговые преимущества, которые проявляются через объем продаж и цену.

При числовой обработке в рамках этого метода по строкам матрицы проставляются взвешенные оценки привлекательности рынков, по столбцам — положение организации на этих рынках. Анализируемые виды деятельности отражаются на графике в виде окружностей, диаметр которых пропорционален объему продаж на этом рынке, а доля организации на рынке показывается сегментом на окружности.

Матрица МакКинзи позволяет обосновать рыночную стратегию компании, при этом рассматриваются три базовые стратегии:

1) инвестирование капитала в привлекательные рынки, на которых организация имеет устойчивое положение (клетки с номером 1 матрицы). Эта стратегия включает интенсивное вложение денежных средств во внеоборотные активы, оборотный капитал, обучение персонала, маркетинговые мероприятия, научно-исследовательские работы;

2) укрепление рыночных позиций организации и селективное инвестирование в рынки, которые недостаточно привлекательны, а положение организации недостаточно устойчиво (клетки с номером 2). Эта стратегия более эффективного использования ресурсов, которые вовлечены в работу на этих рынках. Инвестиции в этом случае вкладываются лишь в замещение выбывающих активов, управление оборотным капиталом направлено на его эффективное использование, а приоритетным направлением управления в сфере производства является контроль над издержками;

3) уход с рынков, которые характеризуются низкой привлекательностью, а положение предприятия неустойчиво (клетки с номером 3). Это стратегия изъятия капитала из бизнеса (дезинвестиции) и сокращения присутствия организации на таких рынках.

Формирование рыночной стратегии на основе матрицы МакКинзи должно органично сочетаться с той корпоративной стратегией, которой придерживается организация:

- портфельной т.е. формированием бизнеса как совокупности подразделений, занимающихся выпуском продукции, находящейся на разных этапах жизненного цикла;

- стратегией вертикальной интеграции — с поставщиками и дистрибьюторами;
- стратегией горизонтальной интеграции — с конкурентами;
- стратегией финансового холдинга, формирующегося как совокупность бизнесов, не связанных друг с другом.

Также рыночная стратегия должна учитывать и соответствовать типу стратегии организации в бизнесе:

- стратегия операционной эффективности, заключающейся в приобретении конкурентных преимуществ за счет минимизации издержек;
- дифференциации, основной акцент которой делается на совершенствовании продукта;
- концентрации, содержание которой заключается в максимальном удовлетворении потребностей покупателей.

**Разработка продуктовой стратегии.** В процессе разработки продуктовой стратегии реализуется важнейший внутренний фактор формирования доходов и прибыли — номенклатура выпускаемой продукции. Поскольку выбор оптимальной номенклатуры ограничен рыночными условиями, разработка продуктовой стратегии невозможна без маркетингового исследования внешней среды. Таким образом, необходимы как данные управленческого учета о выпускаемой продукции, так и маркетинговая информация, включающая информацию о спросе, сложившемся на рынке данной продукции. Разрабатывая номенклатуру выпускаемой продукции, необходимо оценивать ее как с позиций удовлетворения потребностей покупателей, так и с позиций обеспечения долговременной конкурентоспособности организации. Выбор номенклатуры и ассортимента выпускаемой продукции является одним из самых ответственных управленческих решений, которое в дальнейшем оказывает непосредственное влияние на операционную деятельность, финансовое состояние организации, ее потребность в финансовых ресурсах, эффективность их использования. Разработка номенклатуры основана на качественном и количественном исследовании рыночного спроса, а также на изучении параметров внутренней среды организации:

- структуры и динамики объема реализации продукции;
- структуры продаж по уровням рентабельности; соотношения темпов прироста цен на выпускаемую продукцию и темпов прироста ее себестоимости;
- структуры хозяйственного портфеля (матрица Бостонской консалтинговой группы, БКГ);
- характеристик выпускаемой продукции в рамках интегрированной ABC—XYZ матрицы;
- структуры заказов по их стоимости.

Изучение параметров внутренней среды целесообразно начинать с *анализа структуры и динамики объема реализации* продукции в разрезе номенклатуры и ассортимента. При этом номенклатура (совокупность ассортиментных групп) характеризуется по широте (числу ассортиментных групп), насыщенности (числу разновидностей продукции в ассортиментных группах), гармоничности (сочетаемости ассортиментных групп по технологиям, покупателям, системам распределения), другим признакам. Ассортимент (группа товаров, тесно связанных между собой) характеризуется насыщенностью. Слишком широкий ассортимент может приводить к потере прибыли за счет конкуренции товаров между собой, слишком узкий — также к потерям за счет потери части рынка. На основе группировки и анализа номенклатуры и ассортимента продукции проводится дальнейший анализ реализации.

Необходимо обратить внимание на степень диверсификации выручки в разрезе выпускаемой продукции, которая снижает рискованность, поскольку при падении спроса на один вид продукции общее снижение выручки не будет таким существенным, как при недиверсифицированном производстве. Кроме того, для эффективных организаций характерна высокая степень гибкости рыночной политики и высокая мобильность ассортимента и номенклатуры.

На следующем этапе формирования номенклатуры проводится *оценка структуры продаж по уровням рентабельности*. Результатом этих аналитических процедур является определение удельных весов в объеме реализации продукции с низким, средним и высоким уровнем рентабельности. По результатам анализа структуры продаж строится график (рис. 3.3), на котором по оси абсцисс откладываются значения рентабельности, а по оси ординат — значения удельных весов.

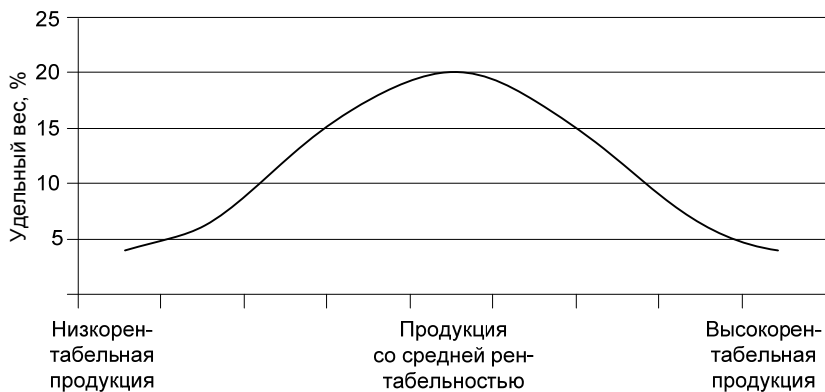


Рис. 3.3. График структуры продаж

Как следует из графика, максимальный удельный вес в хозяйственном портфеле имеет продукция со средним уровнем рентабельности, высоко- и низкорентабельная продукция имеет значительно более низкий удельный вес. Улучшением структуры продаж будет сдвиг графика вправо вверх, в направлении увеличения удельного веса высокорентабельной продукции.

Для того чтобы спрогнозировать изменение рентабельности продукции, необходимо сравнить темп прироста цен на отдельные виды выпускаемой продукции с темпом прироста цен на закупаемые ресурсы или темпом прироста себестоимости производства продукции. Если прирост цен на выпускаемую продукцию будет выше прироста цен на ресурсы, рентабельность продукции будет увеличиваться, в противном случае организация попадает в ситуацию неблагоприятного изменения цен — в «ножницы цен», приводящую к снижению рентабельности.

При наличии ограничений на производственные ресурсы, например при ограниченной производственной мощности, рентабельность продукции оценивается не через рентабельность продаж, а через ставку маржинального дохода, определяемого на единицу ограничивающего фактора.

По результатам этих расчетов необходимо определить наиболее выгодную продукцию, объем производства которой должен увеличиваться, а также наименее выгодную (убыточную), производство которой должно сокращаться или прекратиться вообще.

На следующем этапе формирования номенклатуры необходимо *установить фазу жизненного цикла продукции*. Эта оценка позволит дать характеристику качеству хозяйственного портфеля организации. Определить фазу жизненного цикла продукции можно не только на основе исследования рыночных параметров (относительной рыночной доли и темпа роста рынка), но и на основе анализа финансовых показателей (динамики выручки от продажи продукции, удельной прибыли, маржи, себестоимости). Таким образом, фазу жизненного цикла продукции можно установить, анализируя маркетинговые и финансовые характеристики продукции (табл. 3.10).

При обосновании решений по номенклатуре продукции надо учитывать, что для эффективно управляемой организации характерно наличие продукции, находящейся на фазе внедрения, роста и насыщения; для неэффективных — на фазе упадка.

Идентификация фаз жизненного цикла позволяет перейти к *портфельному анализу*, который выполняется на основе матрицы «рост/доля» или «рост объема продаж/рентабельность продукции», (рис. 3.4), получившей широкое распространение. Анализ заключается в выявлении новых товаров — «детей» (высокий темп роста

при незначительной рыночной доле), «развивающихся» товаров — «звезд» (высокий темп роста выручки при высокой рыночной доле), товаров «на взлете» — «коров» (низкий темп роста при высокой рыночной доле) и «умирающих» товаров — «собак» (низкий темп роста при низкой рыночной доле).

Таблица 3.10. Характеристика фаз жизненного цикла продукции

Показатель	Фаза жизненного цикла			
	Внедрение	Рост	Насыщение	Упадок
Сбыт	Медленный рост	Значительный рост	Стабилизация	Падение
Продукция	Основной вариант	Усовершенствованный вариант	Дифференцированный вариант	Модификация с максимальной рентабельностью
Себестоимость продукции	Максимальная	Снижение	Стабильная	Увеличение
Цена	Максимальная	Снижение	Минимальная	Увеличение
Маржа	Минимальная	Максимальная в конце фазы	Снижение	Возможен убыток
Конкуренция	Отсутствует	Рост	Максимальная	Снижение
Стратегия маркетинга	Расширение рынка	Проникновение вглубь рынка	Отстаивание своей рыночной доли	Поиск рентабельной ниши
Символ продукции в Бостонской матрице	«Дети»	«Звезды»	«Коровы»	«Собаки»

Для оценки изменения хозяйственного портфеля рассчитываются удельные веса видов продукции в выручке. Очевидно, что увеличение удельного веса товаров-«собак» свидетельствует о снижении качества портфеля, увеличение удельного веса товаров-«звезд» — о его повышении. В процессе обоснования решений по хозяйственному портфелю организации необходимо учитывать следующее:

- наличие товаров-«детей» в бизнес-портфеле обеспечивает возможность долгосрочного развития; в производство и продвижение этой продукции должны направляться значительные инвестиции;
- финансовая поддержка товаров-«звезд» позволяет организации в ближайшем будущем иметь устойчивый денежный поток;

- эта продукция также нуждается в дополнительном инвестировании, хотя и сама генерирует значительный денежный поток;
- продление жизненного цикла товарам-«коровам» обеспечивает стабильное финансовое положение организации в настоящем; эта продукция генерирует денежный поток, при этом сама не требует существенных инвестиций;
  - снятие с производства товаров-«собак» избавляет организацию от бесполезных затрат времени и ресурсов.

Темпы роста рынка или темпы  
роста объема продаж

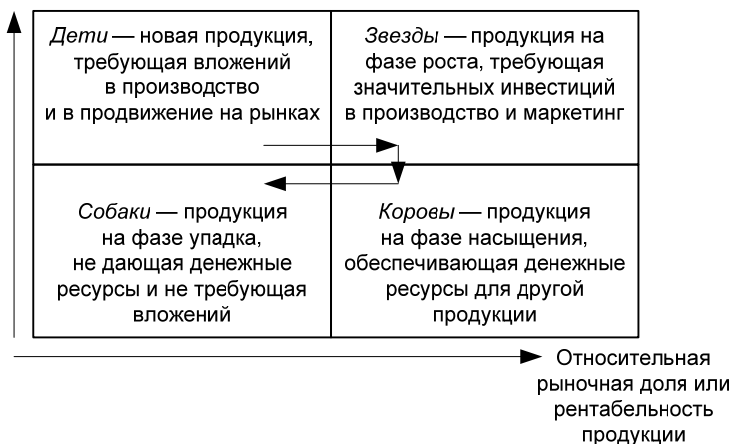


Рис. 3.4. Схема хозяйственного портфеля  
(матрица Бостонской консалтинговой группы)

Хозяйственный портфель организации должен включать пропорциональное количество продукции, относящейся к категории «звезд», «коров», «детей», при этом источниками инвестиций являются товары-«коровы» и «собаки», а объектами инвестиций — «звезды» и «дети».

Следующий этап формирования номенклатуры продукции основывается на ее *группировке в соответствии с матрицей ABC—XYZ*. Эта группировка основана на выявлении наиболее значимой для организации продукции — продукции группы А, доля которой в номенклатурном перечне составляет приблизительно 20%, а в выручке — 80% (правило 20/80). Продукция именно этой группы имеет для организации особое значение, поскольку от нее в значительной степени зависят выручка и денежный поток организации.

Доля продукции группы В составляет в номенклатуре 30, а в выручке 15%, оставшаяся продукция (группа С) при своей многочисленности (в номенклатуре ее доля составляет 50%) в выручке имеет долю 5%. Очевидно, что для организации эти группы продукции не представляют большого интереса.

Группировку АВС целесообразно дополнять группировкой XYZ. В этой группировке к группе X относят продукцию, которая характеризуется устойчивым постоянным спросом; к группе Y — продукцию, спрос на которую колеблется, но закономерности колебаний известны и прогнозируемы, чаще всего их причиной является сезонность; к группе Z — продукцию, спрос на которую нестабилен и закономерности колебаний спроса на нее не прогнозируемы (рис. 3.5).

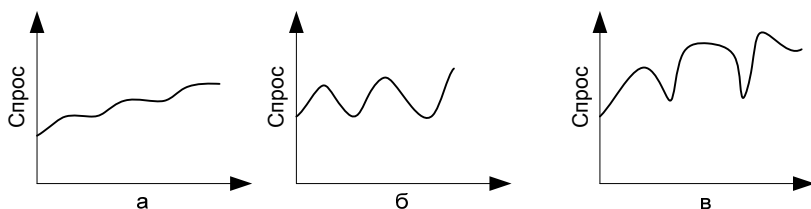


Рис. 3.5. Характер колебаний спроса для продукции группы X(а), Y(б) и Z(в)

Группировка XYZ осуществляется на основе расчета коэффициентов ритмичности и сезонности. Для определения коэффициента ритмичности предварительно рассчитывается среднее квадратическое отклонение объема реализации продукции ( $\sigma$ ):

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{n=1}^N (x_n - \bar{x})^2}{N}},$$

где  $\bar{x}$ ,  $x_n$  — среднее за анализируемый период и фактическое значение объема реализации анализируемой продукции в рассматриваемом  $n$ -м календарном периоде;

$n$  — число календарных периодов в анализируемом периоде.

Коэффициент ритмичности ( $k_p$ ) рассчитывается по формуле

$$k_p = 1 - \frac{\sigma}{\bar{x}}.$$

Если коэффициент ритмичности превышает 0,9, сбыт считается устойчивым (продукция группы X), если находится в пределах от

0,75 до 0,9, то сбыт характеризуется средней степенью устойчивости (продукция группы Y или Z), если же он превышает 0,75, то сбыт можно считать неустойчивым (группы Y или Z). Косвенными признаками неритмичности работы организации являются колебания остатков незавершенного производства и готовой продукции, наличие доплат за сверхурочную работу, оплата простоев, потери от брака, а также уплата штрафов за несвоевременную отгрузку продукции.

Для отнесения продукции к группам Y и Z рассчитывается коэффициент сезонности: если сбыт характеризуется сезонностью, то продукцию относят к группе Y, если нет, то к группе Z. Для расчета коэффициента сезонности необходимы данные по крайней мере за три года. Расчет коэффициента сезонности начинается с расчета трендовой модели сбыта, затем фактический объем реализации каждого календарного периода делится на соответствующее ему трендовое значение, после чего на основе полученных значений рассчитываются коэффициенты сезонности по формуле средней арифметической. Формула для расчета коэффициента сезонности имеет вид

$$k_i = \frac{\sum_{i=1}^I x_i}{I \bar{x}},$$

где  $x_i$  — фактический объем реализации продукции в определенном календарном периоде  $i$ -го года;

$I$  — число лет в анализируемом периоде.

Хотя для снижения риска организации выгоднее иметь значительную долю продукции X, которая характеризуется стабильностью спроса, рыночная стратегия организации может предусматривать наличие в ее хозяйственном портфеле продукции Y и даже Z.

Если совместно рассматривать результаты обоих видов группировок (ABC и XYZ), то можно проранжировать выпускаемую продукцию с учетом доли продукции в общем объеме продаж и стабильности спроса на нее (табл. 3.11). Продукция, имеющая значительный удельный вес в объеме продаж и при этом характеризующаяся устойчивым спросом, т.е. попадающая в секторы AX, VX, AY, — наиболее выгодная, ей присваивается ранг 1. Продукция, удельный вес которой в объеме реализации незначителен, а колебания спроса существенны, попадает в секторы BZ, CY, CZ с рангом 3. Промежуточное положение занимает продукция с рангом 2 — AZ, BY, CX.

Продуктовая стратегия предприятия формируется на основе этих группировок следующим образом:

1) по продукции с рангом 1 — расширение номенклатуры, развитие, интенсивное инвестирование;



- 2) по продукции с рангом 2 — удержание в номенклатуре, селективное инвестирование;
- 3) по продукции с рангом 3 — отказ от производства, выведение из номенклатуры.

Таблица 3.11. **Интегрированная ABC—XYZ-матрица**

	<i>A</i>	<i>B</i>	<i>C</i>
X	1(AX)	1(BX)	2(CX)
Y	1(AY)	2(BY)	3(CY)
Z	2(AZ)	3(BZ)	3(CZ)

В процессе обоснования решений на основе интегрированной ABC—XYZ-модели необходимо принимать во внимание недостатки:

- модель не учитывает перспективы будущего роста объема продаж;
- не позволяет выявить сопутствующую продукцию, необходимую для продажи продукции группы A;
- не учитывает уровень рентабельности продукции.

Следующий этап разработки номенклатуры продукции позволяет оценить *структуру заказов по их стоимости*. Рассчитывается структура реализации по группам заказов, сформированным на основе их стоимости, и оценивается соответствие между размером организации и размером заказов. Для крупной организации неэффективно иметь слишком большой объем мелких заказов, поскольку это приводит к росту коммерческих и управленческих расходов. Стимулирование роста размера заказа осуществляется посредством предоставления скидок крупным заказчикам, требования наличной оплаты мелких заказов, установления минимального объема заказа.

Таким образом, каждый вид продукции характеризуется следующими параметрами:

- группой рентабельности и удельным весом в выручке организации; соотношением роста цен и роста себестоимости;
- видом продукции в соответствии с матрицей БКГ;
- рангом в соответствии с матрицей ABC—XYZ-анализа;
- группой по стоимости заказа.

При разработке продуктовой стратегии необходимо учитывать, что эффективной ее можно считать при наличии следующих характеристик:

- высокой степени удовлетворения спроса по объему продукции, ее номенклатуре, качественным характеристикам, стандартам обслуживания и т.д.;

- высокой степени диверсификации с преобладанием продукции, предназначенной для высоких ценовых сегментов;
- высокой степени обновляемости номенклатуры;
- улучшения структуры продаж, выражающегося в увеличении удельного веса высокорентабельной продукции;
- значительного удельного веса в хозяйственном портфеле продукции, относящейся к «звездам» и «детям»;
- существенным удельным весом продукции, имеющей высокий ранг в интегрированной матрице ABC—XYZ, т.е. характеризующейся значительным объемом продаж и стабильным сбытом;
- незначительной долей мелких относительно размера организации заказов, приводящих к росту коммерческих и управленческих расходов.

**Управление комплексом маркетинга.** Основной показатель конкурентного статуса компании — рыночная доля. Ее размер определяется составляющими комплекса маркетинга:

- 1) качеством и конкурентоспособностью продукции;
- 2) ценовой политикой;
- 3) системой распределения;
- 4) системой стимулирования сбыта.

**1. Оценка качества и конкурентоспособности продукции.** В современных условиях долгосрочное эффективное развитие организации определяется выпуском ею качественной, конкурентоспособной продукции. Под качеством продукции понимается ее функциональная пригодность, безопасность, долговечность, дизайн, другие существенные характеристики.

Для оценки качества могут использоваться следующие показатели:

- удельный вес новой продукции;
- удельный вес продукции, соответствующей государственным (ГОСТ), отраслевым (ОСТ) и мировым стандартам (ISO);
- удельный вес сертифицированной продукции;
- удельный вес экспортируемой продукции;
- индивидуальные показатели качества (надежность долговечность, дизайн, др.)
- потери от брака;
- рекламации;
- возврат продукции.

В процессе разработки качественных характеристик продукции необходимо оценить рыночные позиции продукции в аспекте наиболее существенных параметров конкурентоспособности. Составляющими конкурентоспособности являются качество, цена и сер-

висное обслуживание. В цену продукции входит не только цена поставки, для отдельных видов продукции определяется стоимость эксплуатации, которая зависит от потребления энергоресурсов, затрат на ремонт и техническое обслуживание и т.д. Под сервисным обслуживанием, предоставляемым продавцом, понимаются условия и срок поставки, стандарты обслуживания, условия оплаты, осуществление установки, наладки, доставки, возможность получения комплектующих, расходных материалов и т.д. Роль сервиса в системе показателей конкурентоспособности возрастает. При позиционировании продукции надо учитывать характеристики обслуживаемого предприятием сегмента рынка, в частности доходы покупателей: чем они выше, тем меньше значения для конкурентоспособности продукции имеет цена и больше — качество и сервис. На позиционирование продукции влияет еще один фактор — ее сложность. Для сложной продукции большее значение в системе показателей конкурентоспособности имеют качество и сервис. В ходе анализа рыночных позиций необходимо оценить сильные и слабые стороны выпускаемой продукции и сформировать стратегию по совершенствованию выпускаемой продукции или выпуску новой.

Степень конкурентоспособности продукции компании можно оценить с помощью финансовых показателей. При этом используются следующие индикаторы.

1. Динамика реализации продукции: превышение темпом роста выручки темпа роста емкости рынка выпускаемой продукции свидетельствует о том, что конкурентоспособность продукции организации выше среднерыночного уровня, а ее рыночная доля растет.

2. Изменение рентабельности продаж (маржи). Как известно, маржа прибыли является индикатором рыночной власти продавца, источниками которой служат конкурентоспособность продукции или монопольное положение продавца. Увеличение одновременно и рентабельности продаж, и объема реализации продукции свидетельствует о том, что основными факторами конкурентоспособности являются качество товара, сервисное обслуживание продавцом или его рыночная власть. Если же при росте объема сбыта рентабельность продаж снижается, это свидетельствует о том, что организация стимулирует сбыт ценовой политикой, т.е. основной фактор конкурентоспособности — цена. Снижение одновременно и объема сбыта, и рентабельности продаж — явный признак падения конкурентоспособности продукции, которую продавцу не удается удержать даже ценовой политикой.

3. Динамика запасов готовой продукции или продолжительность оборота запасов готовой продукции. Чрезмерное увеличение запасов готовой продукции и рост продолжительности их оборота — это

первый признак наличия проблем в сбыте продукции и снижения ее конкурентоспособности (при этом надо учитывать фактор сезонности; увеличение запасов, вызванное сезонным снижением спроса, не является признаком падения конкурентоспособности продукции).

4. Оборачиваемость и качество дебиторской задолженности. Увеличение продолжительности оборота дебиторской задолженности покупателей и заказчиков может свидетельствовать об ухудшении положения организации на рынке сбыта и о реализации продукции клиентуре с меньшей платежеспособностью. Однако увеличение дебиторской задолженности также может быть следствием либеральной сбытовой политики организации, направленной на расширение сбыта предоставлением коммерческого кредита. О некачественности дебиторской задолженности и неконкурентоспособности продукции свидетельствуют существенные убытки от списания дебиторской задолженности.

5. Соотношение между дебиторской и кредиторской задолженностью, превышение кредиторской задолженности свидетельствует о сильной рыночной позиции организации, поскольку является следствием значительной кредиторской задолженности перед поставщиками и подрядчиками, полученных авансов, а также наличием минимальной дебиторской задолженности покупателей и заказчиков и минимальных выданных авансов.

6. Косвенным индикатором неконкурентоспособности продукции может служить наличие неденежных форм расчета, их отсутствие можно оценивать как признак конкурентоспособности продукции предприятия.

2. *Разработка ценовой политики.* По оценкам специалистов-практиков наиболее распространенным видом конкуренции в России является ценовая. По результатам исследований, спрос на 80—90% продукции эластичен, следовательно, успех организации на рынке в значительной степени определяется адекватностью ее ценовой политики.

С помощью ценовой политики организация достигает следующих целей:

- максимизации прибыли в долгосрочном или краткосрочном периоде;
- выживания в условиях ужесточения конкуренции, падения спроса, неблагоприятных изменений внутренней и внешней среды;
- увеличения рыночной доли, выхода в лидеры по производству отдельных видов продукции;
- налоговой оптимизации через использование трансфертных цен;
- вывода прибыли во взаимозависимые структуры через использование трансфертных цен.

Для разработки ценовой политики необходимо маркетинговое исследование, позволяющее оценить такие рыночные характеристики, как степень конкурентоспособности продукции предприятия и его конкурентов, рыночное положение предприятия, эластичность спроса на его продукцию, интенсивность конкуренции и др. Базовые условия применения основных видов ценовых стратегий приведены в табл. 3.12, 3.13.

Таблица 3.12. **Характеристика стратегий установления цены**

<i>Стратегия</i>	<i>Характеристика</i>	<i>Условия применения</i>
Стратегия премиальных наценок	Установление высоких цен на продукцию. Прибыль продавца формируется за счет маржи при низких показателях оборачиваемости активов	Высокое качество или уникальность продукции. Наличие достаточно высокого уровня рыночного спроса. Высокая степень платежеспособности потенциальных покупателей. Несущественная доля постоянных издержек, которые распределяются на небольшой объем продаж. Высокая степень монополизации рынка. Высокие входные барьеры, не позволяющие конкурентам войти на рынок
Стратегия ценового прорыва	Установление заниженных относительно себестоимости цен на продукцию. Прибыль продавца формируется за счет больших объемов сбыта и высокой оборачиваемости активов при низких показателях маржи	Наличие емкого рыночного сегмента с высокой чувствительностью к цене. Достаточно устойчивое положение продавца, позволяющее выдержать возможную ценовую войну конкурентами. Существенная доля постоянных издержек, которые уменьшаются в расчете на единицу продукции при увеличении объема продаж
Нейтральная стратегия ценообразования	Установление цен, незначительно отличающихся от среднерыночного уровня	Невозможность использования первых двух стратегий из-за отсутствия необходимых условий

Таблица 3.13. Характеристика стратегий поддержания цены

<i>Стратегии</i>	<i>Характеристика последствия</i>	<i>Условия применения</i>
Долговременная цена	Поддержание неизменного уровня цен в течение продолжительного времени. Возможно снижение рыночной доли и прибыльности продаж	Олигополистический рынок. Продолжительный жизненный цикл продукции
Гибкая цена	Поддержание цены, гибко реагирующей на изменение рыночной конъюнктуры. Сохранение рыночной доли, возможны колебания прибыли в краткосрочном периоде при вероятном росте прибыли в долгосрочном	Наличие эластичного спроса. Неустойчивый, сезонный характер спроса. Дивизиональная структура организации, позволяющая оперативно реагировать на изменение рыночных условий. Активное использование цены как инструмента маркетинговой стратегии
Скользкая падающая цена	Существенное снижение цены. Сохранение или увеличение рыночной доли, стабильность прибыли обеспечивается ростом объема продаж	Короткий жизненный цикл продукции. Наличие эластичного спроса. Быстрое насыщение рынка. Рост объема производства, опережающий рост спроса
Повышающаяся цена	Рост цен, оправданный изменениями продукции или изменением ситуации на рынке. Возможно снижение рыночной доли, прибыль стабильна	Повышение качества продукции или уровня сервисного обслуживания покупателей. Улучшение конъюнктуры рынка — увеличение спроса или снижение предложения со стороны конкурентов

Следующим шагом в разработке ценовой политики организации является анализ цен и качества продукции конкурентов и определение позиции организации по соотношению цена/качество конкурирующей продукции. В целом очевидно, что отличия в цене будут напрямую определяться качеством продукции, однако существуют и такие подходы к ценообразованию, как, например, «грабительская» цена (установление высоких цен на продукцию низкого качества) или «суперцена» (низкая цена на высококачественную продукцию). Таким образом, цена продукции может отличаться от цен на конкури-

рующую продукцию не только из-за отличий в качестве, но и вследствие проведения определенной маркетинговой политики, направленной на краткосрочные или долгосрочные цели, например на увеличение рыночной доли, максимизацию прибыли, выживание и т.д.

Необходимым элементом политики ценообразования является система скидок. Эта система может быть закрытой, в рамках которой скидки предоставляются отдельным покупателям по их запросу, в процессе торга, и открытой, предназначенной для всех покупателей. Открытая система скидок более эффективна, поскольку предоставляет организации конкурентное преимущество. К наиболее распространенным скидкам относятся:

1) *скидки за объем*. Эти скидки стимулируют рост объема продаж, способствуют уменьшению доли заказов в структуре реализации, способствуют уменьшению удельной величины коммерческих и управленческих расходов и увеличению общей прибыли. Экономический смысл скидок за объем: посредством потери маржи за счет скидки увеличить оборачиваемость активов и в итоге повысить их рентабельность. Скидки за объем могут быть накопительными, что позволяет стимулировать долгосрочную лояльность покупателя предприятию. Максимальный размер скидки — не чистая прибыль, приходящаяся на единицу продукции, а валовая прибыль, включающая чистую прибыль и постоянные затраты, приходящиеся на единицу продукции. То есть в определенных случаях организации выгоднее реализовывать продукцию по цене, не превышающей полной себестоимости, чем не реализовывать ее вообще. Скидка за объем рассчитывается по формуле

$$c_o = \frac{\Delta O \cdot m}{1 + \Delta O},$$

где  $\Delta O$  — темп прироста объема, доли единицы;

$m$  — валовая маржа (доли единицы), определяется как отношение валовой прибыли к цене;

2) *функциональные скидки*. Эти скидки, предоставляемые дилерам и другим посредникам в сбыте продукции, по своему экономическому смыслу близки к скидкам за объем — потеря маржи должна компенсироваться ростом объема продаж;

3) *скидки постоянным покупателям*. Скидки позволяют увеличить и стабилизировать объем продаж за счет определенной лояльности со стороны постоянных покупателей;

4) *скидки за условия оплаты* предоставляются за досрочную оплату счетов, они способствуют ускорению оплаты счетов покупате-

лями и снижению потребности в источниках финансирования оборотного капитала. Такие скидки рассчитываются по формуле

$$c_y = \frac{i}{365} \cdot D,$$

где  $i$  — годовой процент за банковский кредит;

$D$  — число дней ускорения оплаты счетов;

5) *сезонные скидки* сглаживают сезонный спрос и позволяют повысить ритмичность производства. С помощью сезонных скидок организация может уменьшить запасы готовой продукции и получить экономию за счет уменьшения потребности в источниках финансирования оборотного капитала. Поэтому сезонные скидки могут рассчитываться по формуле скидок за условия оплаты, только вместо числа дней ускорения оплаты счетов в расчете используют число дней ускорения оборачиваемости запасов;

6) *ассортиментные скидки* применяются к отдельным видам продукции, они позволяют не только стимулировать спрос на продукцию пониженного спроса, но и сформировать определенный имидж продавца в глазах его покупателей. Это происходит в том случае, когда установление скидок на товары-индикаторы, по которым потребители судят об уровне цен предприятия, позволяет сформировать мнение об общем низком уровне цен предприятия.

Разработка эффективной ценовой политики особенно важна для организации, поскольку цена — единственный элемент комплекса маркетинга, который непосредственно влияет на прибыль; ошибки в разработке ценовой стратегии приводят к значительному снижению эффективности деятельности организации.

**3. Разработка системы распределения продукции.** Система распределения продукции, обеспечивающая доступность продукции целевым потребителям, может представлять собой собственную филиальную сеть (собственных торговых агентов) или дилерскую сеть, включающую различные каналы распределения продукции. Канал распределения — это совокупность фирм, которые принимают на себя или помогают передать кому-либо право собственности на продукцию на пути от производителя к потребителю. Каналы распределения могут быть четырех видов: нулевого уровня, одно-, двух-, трехуровневый (рис. 3.6). Как следует из схемы, наличие более трех посредников в цепочке от производителя до конечного потребителя, как правило, не оправдано экономической целесообразностью. Собственная торговая сеть может быть создана и действовать какое-то время с отрицательным финансовым результатом, работая на стратегическую цель, тогда как дилерская сеть с самого



начала строится на основе прибыльности. Вместе с тем в отдельных случаях организация-производитель вынуждена оплачивать возможность реализации своей продукции через торговые сети. При этом на этапе входа в сеть канал распределения будет убыточным и только спустя некоторое время начнет приносить производителю прибыль. В процессе разработки системы распределения продукции необходимо оценивать те преимущества, которые дает организации привлечение посредников в сбыте продукции. Именно эти преимущества должны компенсировать потерю маржи производителя.

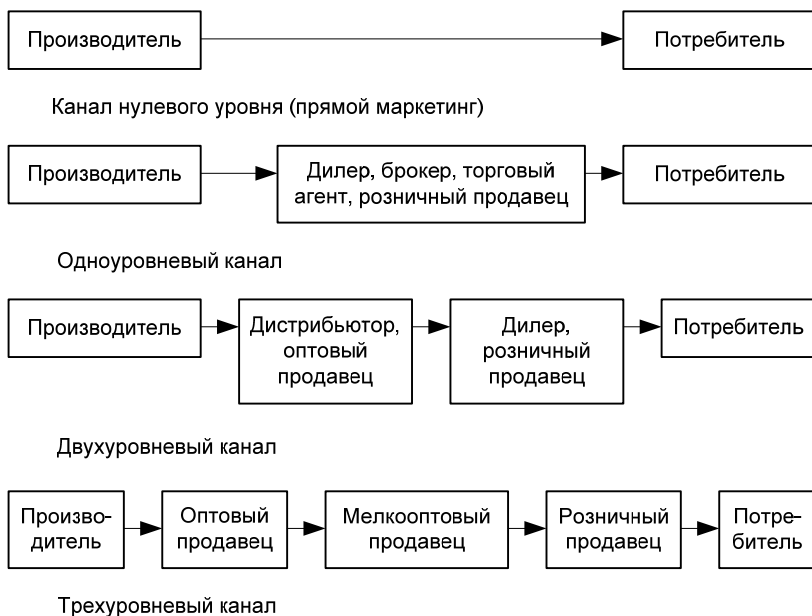


Рис. 3.6. Виды каналов распределения

Основной фактор, определяющий необходимость привлечения посредников, — увеличение объема сбыта за счет обеспечения широкой доступности продукции потребителям; поэтому неэффективная работа системы распределения может приводить к стагнации производства вследствие невозможности обеспечения достаточного объема реализации продукции и, следовательно, негативно сказываться на эффективности деятельности. Посредники выполняют ряд функций:

- принятия на себя рисков, связанных с продвижением продукции;

- хранения и транспортировки продукции;
- рекламы;
- сбора и обработки маркетинговой информации;
- финансирования канала распределения и др.

Каждый уровень канала распределения продукции включает ряд посредников. В зависимости от того, как много посредников на каждом уровне канала, различают исключительное, выборочное и интенсивное распределение. Общая характеристика видов распределения приведена в табл. 3.14.

Таблица 3.14. **Виды распределения продукции**

<i>Параметры</i>	<i>Вид распределения</i>		
	<i>Исключительное</i>	<i>Выборочное</i>	<i>Интенсивное</i>
Число посредников на каждом уровне канала распределения	минимальное	небольшое	максимальное
Образцы продукции	Товары роскоши, товары долгосрочного использования	Одежда, товары со средним сроком использования	Продукты питания, другие товары краткосрочного использования
Возможность контроля со стороны производителя	Полный	Значительный	Отсутствие контроля
Поддержка посредника	Значительная	Ограниченная	Незначительная
Степень насыщения рынка	Незначительная	Средняя	Высокая

В процессе формирования каналов распределения продукции необходим контроль ряда показателей.

1. *Пропускная способность* канала распределения, которая оценивается объемом продукции, реализуемой с помощью отдельного канала распределения, а также удельным весом канала в общем объеме реализации. Чем больше пропускная способность канала, тем он важнее для организации, однако концентрировать сбыт через небольшое число посредников не всегда бывает оправданно, поскольку это увеличивает зависимость от посредника и рискованность организации.

2. *Темп прироста объема реализации* через канал распределения. Наиболее перспективные каналы распределения характеризуются положительной динамикой объема продаж.

3. *Затраты на эксплуатацию* канала распределения. Для оценки собственной службы сбыта — это затраты на содержание службы; для маркетинговых посредников — это разница между отпускной ценой организации и ценой реализации конечным потребителям, умноженная на объем реализации. Высокие затраты на систему распределения продукции снижают общую эффективность производства, поэтому большие затраты должны обеспечивать большую пропускную способность канала.

4. *Эффективность* канала распределения. Для оценки собственной службы сбыта могут использоваться такие показатели, как отношение стоимости реализованной продукции к численности сотрудников службы, отношение стоимости реализованной продукции к затратам на службу сбыта (или отношение затрат к стоимости реализованной продукции), отношение цены реализации к среднерыночной цене. Для маркетинговых посредников оценочными показателями являются рентабельность продукции, срок погашения дебиторской задолженности, формы осуществления расчетов.

5. *Контролируемость* канала производителем в отношении цены реализации продукции и стандартов обслуживания покупателей. Очевидно, что независимые маркетинговые посредники не могут полностью контролироваться производителем, что в определенных случаях может негативно влиять на эффективность деятельности производителя.

6. *Адаптируемость* канала к изменениям маркетинговой стратегии производителя. В условиях нестабильной экономики этот критерий имеет большое значение, поскольку позволяет производителю гибко реагировать на изменение рыночной среды.

Формируя систему распределения продукции необходимо придерживаться следующих принципов:

- обеспечения широкого охвата целевого рынка, компенсации потери маржи производителя увеличением объема продаж вследствие привлечения посредников;
- диверсифицированности системы распределения, обеспечивающей производителю возможность избежать диктата посредников в сбыте продукции. При этом посредники должны быть достаточно крупными, обеспечивать стабильный сбыт продукции без чрезмерных коммерческих затрат производителя. Число уровней в системе распределения продукции не должно быть чрезмерным, не оправданным экономической целесообразностью;
- контролируемости посредников производителем в отношении цен на продукцию и других условий обслуживания покупателей;

- сопоставимости рентабельности производителя и посредников в сбыте продукции, предотвращение ситуации, когда за счет производителя посредники приобретают значительно более высокую эффективность деятельности.

4. *Разработка системы стимулирования сбыта.* Система стимулирования сбыта обеспечивает распространение сведений о достоинствах продукции и убеждение целевых потребителей покупать ее. При разработке комплекса стимулирования необходимо оценивать соответствие комплекса стимулирования стратегии конкурентов специфике продукции, а также фазе ее жизненного цикла. При разработке этого элемента маркетинга важны следующие аспекты функционирования комплекса стимулирования сбыта.

1. Состав комплекса:

- реклама, т.е. платная форма неличного представления и продвижения товара;
- краткосрочные меры стимулирования сбыта, которые осуществляются через проведение конкурсов и лотерей, раздачу купонов на приобретение продукции, бесплатное распространение образцов, предоставление скидок, участие в выставках, др.;
- пропаганда, под которой понимается неличное и неоплачиваемое распространение коммерческой информации;
- личная продажа торговым персоналом.

2. Стратегия стимулирования:

- стратегия продвижения продукции — производитель стимулирует конечных потребителей, а они запрашивают продукцию у посредников;
- стратегия проталкивания — стимулирование посредников приобретать продукцию для дальнейшей реализации.

Предпочтительна стратегия продвижения, поскольку она ориентирована на конечных потребителей, которые и определяют конечный спрос на продукцию.

3. Эффективность системы стимулирования. Основной показатель оценки эффективности — соотношение затрат на стимулирование сбыта и прироста объема реализации. Итоговым показателем эффективности системы стимулирования является отношение «доли голоса», т.е. доли предприятия в суммарных рыночных затратах на рекламу, к доле рынка. Если этот показатель больше единицы, то затраты на рекламу предприятия менее эффективны, чем в среднем на рынке.

4. Учет потока обратной связи. Эффективность системы стимулирования проявляется в доле информированных и уже приобретших продукцию участников целевого рынка, доля покупателей, ставших постоянными, зависит от характеристик самой продукции.

Формируя систему стимулирования сбыта необходимо придерживаться следующих принципов:

- 1) адекватности системы стимулирования целевому рынку по составу комплекса и коммуникативных каналов;
- 2) обеспечения широкого охвата и высокой степени осведомленности целевого рынка;
- 3) соответствия затрат на стимулирование сбыта рыночному уровню, обеспечения превышения рыночной долей предприятия его доли голоса.

Таким образом, базовыми характеристиками рыночной стратегии являются:

- рынки и виды продукции, в которые выгодно инвестировать капитал; рынки, на которых будут удерживаться позиции предприятия, и рынки, с которых предприятие намерено уходить;
- прогнозные темпы прироста емкости рынков и прогнозное изменение рыночной доли предприятия;
- прогнозные темпы прироста объема продаж;
- продуктовая стратегия организации и комплекс маркетинга.

Аналитические процедуры, направленные на оценку маркетинговой деятельности и обоснование принимаемых решений, позволяют дать оценку будущим темпам роста объема продаж. Это критически важная информация для разработки финансовой стратегии и финансовых прогнозов.

**Анализ ситуации.** ОАО «XYZ» ведет свою деятельность на территории Российской Федерации и на внутренний рынок приходится около 95% выпускаемой ею продукции, поэтому ее деятельность потенциально подвержена рискам, связанным с изменением общеэкономической ситуации в стране. Страновые риски для организации минимальны, поскольку макроэкономическая ситуация характеризуется стабильным внутренним спросом, снижением налоговой нагрузки на производителей. Регион, где предприятие ведет свою деятельность, находится на одном из первых мест по объему промышленного производства, качеству жизни, инвестиционному климату и характеризуется стабильным развитием. Спрос на продукцию отрасли стабилен, темпы его прироста за последние пять лет в среднем превышают темп прироста ВВП в стране. Потребление продукции на душу населения приблизительно в 2 раза ниже, чем в странах Западной Европы, и в 3 раза ниже, чем в США, что позволяет сделать заключение о дальнейшем росте спроса на продукцию в России и перспективности рассматриваемого рынка. Привлекательность рассматриваемого рынка подтверждается его ростом, равным 18% в номинальном исчислении и опережающим темп прироста ВВП.

Анализ конкурентной ситуации на рынке показывает, что конкуренция усиливается; рынок поделен между четырьмя крупнейшими производителями, контролирующими в сумме около 90% рынка. Усиление конкуренции может привести к увеличению расходов, которые производители не смогут компенсировать ростом цен, и, следовательно, к снижению маржи. Сбыт продукции достаточно диверсифицирован, поэтому у предприятия нет покупателей, доля которых в закупках превышает 10%.

Предприятие не оказывает существенного влияния на рынки сырья и материалов, необходимых для производства, и не контролирует цены на закупаемые ресурсы. Поскольку предприятие закупает импортное сырье, платежи за поставки которого осуществляются в валюте, оно несет существенный операционный валютный риск.

Анализ основных конкурентов позволил сделать следующие выводы. Сильными сторонами первого конкурента являются значительные финансовые ресурсы, полученные при размещении акций компании на биржах США, отлаженная система сбыта в регионах, значительные вложения в рекламу. Слабая сторона — не всегда четкое позиционирование продукции, что приводит к потере рыночной доли.

Сильные стороны второго конкурента составляют использование международного опыта при продвижении брендов и наличие сильного бренда в массовом сегменте. Его слабая сторона — трудность принятия оперативных решений в силу большого размера международной компании. Сильная сторона третьего конкурента — агрессивная маркетинговая политика; слабая — отсутствие сильного бренда в среднем и высоком ценовых сегментах и сильной системы сбыта в регионах.

Конкурентными преимуществами ОАО «XYZ» являются близость к сырьевой базе и наличие развитой сбытовой инфраструктуры в большинстве регионов страны, что позволяет достигать высоких темпов розничных продаж, значительно опережающих среднерыночные. Кроме того, еще одно важное конкурентное преимущество компании — наличие полномасштабной линейки брендов во всех ценовых сегментах.

По итогам исследования внешней рыночной среды можно сделать заключение о том, что в целом внешняя рыночная среда благоприятно влияет на деятельность организации, поэтому в ходе дальнейшего анализа необходимо определить, насколько полно организация использует те возможности, которые ей предоставляет внешняя среда.

Показатели, характеризующие конкурентоспособность продукции (табл. 3.15) в подавляющем большинстве дают позитивную оценку, хотя наблюдаются и негативные тенденции. Основные положительные характеристики рыночной деятельности организации таковы:

наличие реального роста выручки, который составил 23,17%; превышение темпом роста выручки организации темпа роста емкости рынка, что свидетельствует о том, что организация увеличивает свое присутствие на рынке; увеличение маржи с 20,6 до 20,7%, что является признаком повышения конкурентоспособности продукции; приемлемые сроки погашения дебиторской задолженности, не превышающие двух месяцев; высокий удельный вес денежных расчетов в выручке (110%), что также подтверждает высокую степень конкурентоспособности продукции.

Таблица 3.15. Показатели рыночной деятельности организации

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Выручка (нетто) от продажи продукции, тыс. руб.	14 038 098	18 847 138
Темп прироста выручки (нетто), %	X	34,26
Реальный темп прироста выручки (нетто), %	X	23,17
Рентабельность продаж (маржа), %	20,6	20,7
Оборачиваемость активов	2,03	1,70
Время пребывания запасов готовой продукции на складе (с учетом товаров отгруженных), дней	20	28
Удельный вес коммерческих расходов в выручке, %	18,1	20,5
Срок погашения дебиторской задолженности, дней	54	59
Доля списанной в убыток задолженности неплатежеспособных дебиторов в суммарной дебиторской задолженности, %	0,68	1,17
Доля убытков от списания дебиторской задолженности, по которой истек срок исковой давности, в суммарной дебиторской задолженности, %	0,16	0,28
Авансы полученные, тыс. руб.	20 650	30 221
Авансы выданные, тыс. руб.	207 172	277 146
Соотношение полученных и выданных авансов	0,10	0,11
Нетто-позиция организации по авансам (авансы выданные — авансы полученные), тыс. руб.	186 522	246 925
Соотношение кредиторская задолженность перед поставщиками / дебиторская покупателей	0,70	0,68
Нетто-позиция организации по расчетам с покупателями и поставщиками (дебиторская задолженность покупателей — кредиторская перед поставщиками), тыс. руб.	398 219	572 617
Удельный вес денежных расчетов в выручке, %	108	110

Негативные тенденции касаются в первую очередь условий расчетов с контрагентами, что проявилось в положительной позиции по авансам (246 925 тыс. руб.) и по расчетам с покупателями и поставщиками (572 617 тыс. руб.); наблюдается увеличение положительной кредитной позиции, что свидетельствует о дальнейшем ухудшении условий расчетов с контрагентами. Кроме того, отрицательно характеризует деятельность организации снижение оборачиваемости активов с 2,03 до 1,70 оборотов в год, и степень снижения оборачиваемости значительно превысила критический уровень, который позволил бы удержать рентабельность активов на уровне предыдущего года. Также негативной характеристикой деятельности организации можно считать увеличение коэффициента коммерческих расходов с 18,1 до 20,5%, что свидетельствует об относительном увеличении маркетинговых расходов и снижении их эффективности.

Основные направления рыночной политики организации следующие.

1. Поскольку рынки, на которых работает организация, эффективны, а положение предприятия устойчиво, рыночной политикой должно быть активное инвестирование в расширение осуществляемых видов деятельности. Эта политика подразумевает интенсивное вложение денежных средств во внеоборотные активы, оборотный капитал, обучение персонала, маркетинговые мероприятия, научно-исследовательские работы.

2. Оценивая будущие возможные темпы прироста объема продаж необходимо учесть общеэкономические условия: рост емкости рынка, увеличение интенсивности конкуренции на рынке, изменение рыночной доли предприятия, производственные и финансовые возможности организации. Поскольку прогнозные реальные темпы прироста рынка составляют 15%, явных признаков снижения конкурентоспособности продукции предприятия не выявлено, а производственные возможности позволяют увеличивать объем производства, то прогнозный рост объема реализации можно принять на уровне не менее 20% в реальном выражении в первом прогнозном году, однако на будущее целесообразно заложить более низкие темпы прироста выручки: 8% годовых во втором году и 5 в третьем.



## Управление оборотными активами

### 4.1. Оборотные активы и финансовый цикл

Оборотные активы — наиболее подвижная часть имущества организации, это объекты, использование которых осуществляется организацией в рамках одного операционного цикла либо в рамках относительно короткого календарного промежутка времени (года). Это вложения в мобильные активы предприятия, которые являются денежными средствами или могут быть обращены в них в течение года или одного операционного цикла, если он превышает год.

Кругооборот оборотных активов охватывает три стадии: заготовительную (закупки), производственную и сбытовую. На стадии закупок оборотные активы из денежной формы переходят в производственную (предметы труда или товары). На стадии производства ресурсы воплощаются в продукцию, результатом этой стадии является переход оборотных активов из производственной формы в товарную. На стадии реализации оборотные активы из товарной формы вновь переходят в денежную.

В процессе производственной деятельности происходит постоянная трансформация отдельных элементов оборотных активов. Предприятие покупает сырье и материалы, производит продукцию, затем продает ее, как правило, в кредит, в результате образуется дебиторская задолженность, которая через некоторый промежуток времени превращается в денежные средства (рис. 4.1).

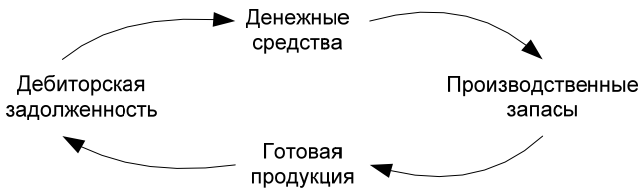


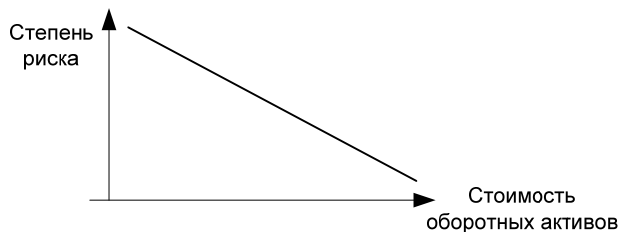
Рис. 4.1. Кругооборот оборотных активов

Объем и структура оборотных активов в значительной степени определяются отраслевой принадлежностью организации. Так, предприятия производственной сферы имеют высокий удельный вес запасов сырья и материалов и незавершенного производства, сферы обращения — высокий удельный вес запасов товаров, у финансовых посредников обычно наблюдается значительная сумма денежных средств и финансовых вложений.

Оборотные активы имеют следующие особенности:

- полностью расходуются в течение операционного цикла;
- претерпевают изменение своей натурально-вещественной формы в течение операционного цикла;
- могут совершать несколько оборотов за год;
- полностью переносят свою стоимость на стоимость готовой продукции.

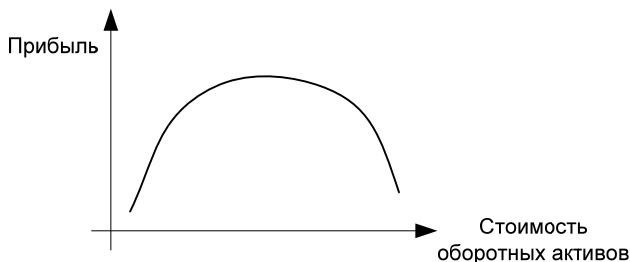
Важнейшей финансовой характеристикой организации является ее ликвидность, т.е. способность вовремя погашать краткосрочные обязательства. Ликвидность непосредственно зависит от стоимости, структуры, ликвидности и оборачиваемости оборотных активов. Для любого предприятия достаточный уровень обеспеченности оборотными активами и высокая степень их ликвидности являются одной из важнейших характеристик стабильности хозяйственной деятельности. Потеря организацией ликвидности чревата не только дополнительными издержками, но и периодическими остановками производственного процесса. Если денежные средства, дебиторская задолженность и производственно-материальные запасы поддерживаются на относительно низком уровне, то вероятность неликвидности организации достаточно велика (рис. 4.2).



**Рис. 4.2. Зависимость степени риска от обеспеченности организации оборотными активами**

Таким образом, с ростом стоимости оборотных активов риск ликвидности уменьшается, поэтому, чем стоимость оборотных активов выше, тем меньше степень риска.

Иной вид имеет зависимость между прибылью и стоимостью оборотных активов (рис. 4.3).



**Рис. 4.3. Зависимость прибыли от обеспеченности организации оборотными активами**

При низком уровне оборотных активов производственная деятельность не обеспечивается необходимыми ресурсами должным образом, поэтому возможны перебои в работе и снижение прибыли. При некотором оптимальном уровне оборотных активов прибыль становится максимальной. Дальнейшее увеличение стоимости оборотных активов приведет к тому, что предприятие будет иметь в распоряжении временно свободные, бездействующие активы, что приведет к излишним финансовым издержкам и снижению прибыли.

Таким образом, оборотные активы могут быть охарактеризованы с разных позиций, но основными характеристиками являются стоимость, структура, ликвидность и оборачиваемость. Поэтому целью управления оборотными активами является оптимизация их стоимости и структуры для обеспечения не только рентабельной работы организации, но также ее ликвидности и финансовой устойчивости.

Управление оборотными активами дает возможность воздействовать на важнейшую характеристику бизнес-процессов организации — на продолжительность производственного, операционного и финансового циклов. Именно время наряду с показателями качества и издержек является ключевой характеристикой бизнес-процессов.

Для обоснования управленческих решений, касающихся оборотных активов и оборотного капитала, используют анализ их структуры, оценку длительности производственного, операционного и финансового циклов и определение потребности в оборотных активах и оборотном капитале, разработку стратегии финансирования оборотных активов и политики управления отдельными элементами оборотных активов (запасами, дебиторской задолженностью, высоколиквидными активами).

Для оптимизации структуры оборотных активов используется их группировка по следующим критериям.

*По экономическим элементам:*

- запасы и НДС по приобретенным ценностям;
- дебиторская задолженность;
- краткосрочные финансовые вложения и денежные средства.

Доля запасов в структуре оборотных активов производственного предприятия должна составить приблизительно 50%, доля дебиторской задолженности — 45—47%, доля высоколиквидных активов — 3—5%.

*По ликвидности:*

- неликвидные активы (затраты на незавершенное производство, расходы будущих периодов, налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям, дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты, выданные авансы);
- ликвидные активы (запасы сырья, материалов, готовой продукции и товаров для перепродажи, товаров отгруженных, прочие запасы и затраты, дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев (кроме авансов выданных), прочие оборотные активы);
- высоколиквидные активы (краткосрочные финансовые вложения и денежные средства).

Управление этой структурой заключается в том, чтобы поддерживать приемлемый уровень ликвидности оборотных активов, от которой зависит ликвидность организации в целом, не обременяя ее чрезмерно неликвидными активами и не допуская существенного увеличения высоколиквидных активов, приносящих минимальный доход.

*По сферам:*

- сфера производства — оборотные производственные фонды;
- сфера обращения — фонды обращения.

Управляя соотношением между оборотными производственными фондами и фондами обращения, которое во многом определяется спецификой отрасли, необходимо учитывать, что оборотные производственные фонды, характеризуясь меньшей степенью ликвидности, обеспечивают больший уровень доходности, поэтому баланс между доходностью и ликвидностью должен обеспечить как эффективность, так и непрерывность деятельности организации. В целом фонды обращения, как правило, превышают оборотные производственные фонды, составляя 60—70% стоимости оборотных активов.

Эффективность управления оборотными активами оценивается их качеством, которое зависит от двух характеристик:

- оборачиваемости — скорости трансформации оборотных активов в выручку;

- ликвидности — возможности без потерь преобразовать оборотные активы в денежные средства.

При прочих равных условиях, чем больше продолжительность оборота оборотных активов, тем ниже их качество. Это касается как запасов сырья и запасов незавершенного производства, так и запасов готовой продукции, замедление оборачиваемости которой указывает на снижение ее конкурентоспособности. Кроме того, качество оборотных активов оценивается через их структуру по ликвидности: чем больше в составе оборотных активов неликвидных компонентов, тем ниже их качество.

Продолжительность производственного, операционного и финансового циклов является важнейшим индикатором эффективности управления оборотными активами. *Производственный цикл* — это цикл операций с материальными оборотными активами, т.е. период времени от закупки сырья до получения готовой продукции. *Операционный цикл* — это период времени от закупки сырья до оплаты готовой продукции (если организация работает на условиях предоплаты, то моментом окончания операционного цикла будет отгрузка, а не оплата готовой продукции). *Финансовый цикл* — это период времени от оплаты сырья до получения денежных средств за реализованную продукцию. Финансовый цикл определяет потребность в оборотном капитале, т.е. потребность в финансировании операционного цикла, не покрытую кредиторской задолженностью. Финансовый цикл является не только важнейшим показателем эффективности управления оборотными активами, кредиторской задолженностью и оборотным капиталом организации, но и индикатором устойчивости рыночных позиций организации и ее возможности в финансировании производственного цикла за счет рыночных контрагентов, т.е. возможности диктовать свои условия контрагентам.

Возможные варианты финансовых циклов приведены на рис. 4.4—4.7, в табл. 4.1.

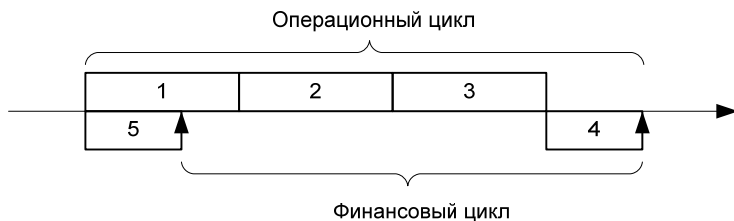


Рис. 4.4. Классический финансовый цикл



Рис. 4.5. Обратный финансовый цикл

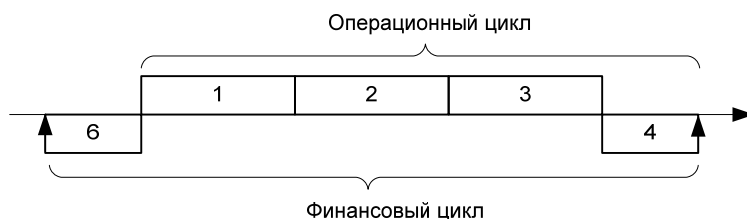


Рис. 4.6. Удлиненный финансовый цикл

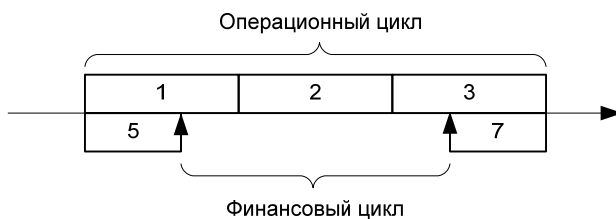


Рис. 4.7. Укороченный финансовый цикл

На рисунках цифрами 1—7 показана продолжительность отдельных отрезков производственного, операционного и финансового циклов. Время пребывания сырья и материалов на складе (на схеме обозначено цифрой 1) вычисляется по формуле

$$T_c = \frac{Z_c}{MЗ} \cdot 365,$$

где  $Z_c$  — стоимость запасов сырья и материалов;

$MЗ$  — материальные затраты за год.

Продолжительность производственного процесса (на схеме обозначено цифрой 2) рассчитывается по формуле

$$T_{\text{пр}} = \frac{З_{\text{нп}}}{C_{\text{п}} \cdot k_{\text{н}}} \cdot 365,$$

где  $З_{\text{нп}}$  — стоимость запасов незавершенного производства;

$C_{\text{п}}$  — себестоимость проданной продукции;

$k_{\text{н}}$  — коэффициент нарастания затрат, характеризующий отношение стоимости незавершенного производства к полной себестоимости продукции, рассчитывается по формуле

$$k_{\text{н}} = \frac{МЗ + 0,5 \cdot (P_{\text{o}} - МЗ)}{P_{\text{o}}},$$

где  $P_{\text{o}}$  — расходы по обычным видам деятельности, включающие себестоимость проданной продукции, коммерческие и управленческие расходы.

Время пребывания готовой продукции на складе (на схеме обозначено цифрой 3):

$$T_{\text{г}} = \frac{З_{\text{г}}}{C_{\text{п}}} \cdot 365,$$

где  $З_{\text{г}}$  — стоимость запасов готовой продукции.

Срок погашения дебиторской задолженности (на схеме обозначено цифрой 4):

$$T_{\text{д}} = \frac{ДЗ_{\text{ба}}}{B} \cdot 365,$$

где  $ДЗ_{\text{ба}}$  — дебиторская задолженность без выданных авансов;

$B$  — выручка (нетто).

Срок погашения кредиторской задолженности (на схеме обозначено цифрой 5):

$$T_{\text{к}} = \frac{КЗ_{\text{ба}}}{P_{\text{o}}} \cdot 365,$$

где  $КЗ_{\text{ба}}$  — кредиторская задолженность без полученных авансов.

Продолжительность обращения выданных авансов (на схеме обозначено цифрой 6):

$$T_{\text{ав}} = \frac{A_{\text{в}}}{МЗ} \cdot 365,$$

где  $A_{\text{в}}$  — выданные авансы.

Продолжительность обращения полученных авансов (на схеме обозначено цифрой 7):

$$T_{\text{ап}} = \frac{A_{\text{п}}}{B} \cdot 365,$$

где  $A_{\text{п}}$  — полученные авансы.

Продолжительность производственного цикла:

$$D_{\text{пр}} = T_{\text{с}} + T_{\text{пр}} + T_{\text{г}}.$$

Продолжительность операционного цикла:

$$D_{\text{оп}} = T_{\text{с}} + T_{\text{пр}} + T_{\text{г}} + T_{\text{д}}.$$

Продолжительность финансового цикла:

$$D_{\text{ф}} = D_{\text{оп}} + T_{\text{ав}} - T_{\text{к}} - T_{\text{ап}}.$$

Для расчета продолжительности производственного цикла допустимо использование и упрощенного алгоритма:

$$D'_{\text{пр}} = \frac{З}{C_{\text{п}}} \cdot 365,$$

где  $З$  — сумма статей «запасы» и «НДС по приобретенным ценностям».

Также возможен расчет срока погашения дебиторской и кредиторской задолженностей без выделения авансов.

Виды финансовых циклов, приведенные на рис. 4.4—4.7, весьма условны, они не учитывают наличия одновременно и выданных авансов, и кредиторской задолженности перед поставщиками и подрядчиками или же полученных авансов вместе с дебиторской задолженностью покупателей и заказчиков. В аналитических целях следует сравнивать выданные авансы с кредиторской задолженностью (без полученных авансов), а также полученные авансы с дебиторской задолженностью (без выданных авансов). Затем с учетом доминирующего показателя следует дать окончательную оценку финансовому циклу. Краткая характеристика приведенных на рисунках вариантов финансовых циклов представлена в табл. 4.1.

Чем короче циклы, тем ниже степень обеспеченности организации оборотными активами и тем рискованнее организация. Однако, чем больше продолжительность циклов, тем выше потребность организации в источниках финансирования и тем выше затраты на финансирование. Возможна ситуация, в частности для оптовых посредников, когда продолжительный финансовый цикл приводит к полной потере маржи за счет оплаты процентов по кредитам, привлекаемым для финансирования дебиторской задолженности.



Таблица 4.1. **Краткая характеристика финансовых циклов**

<i>Тип цикла</i>	<i>Характеристика</i>	<i>Влияние на прибыль и финансовую устойчивость организации</i>	<i>Соотношение продолжительности финансового и производственного циклов</i>	<i>Оценка положения организации на рынках сбыта и поставок</i>
Классический (рис. 4.4)	Дебиторская задолженность (без выданных авансов) превышает полученные авансы. Кредиторская задолженность (без полученных авансов) превышает выданные авансы	Не оказывает влияния на финансовую устойчивость, поскольку дебиторская задолженность уравнивается кредиторской. Возникает небольшой выигрыш во времени за счет смещения финансового цикла относительно операционного; небольшое положительное влияние на прибыль	Продолжительность циклов приблизительно равна	Рынок «покупателя» на обоих рынках
Обратный (рис. 4.5)	Полученные авансы превышают дебиторскую задолженность (без выданных авансов). Выданные авансы превышают кредиторскую задолженность (без полученных авансов)	Не оказывает влияния на финансовую устойчивость, поскольку дебиторская задолженность уравнивается кредиторской; небольшие потери во времени за счет смещения в обратном направлении финансового цикла; небольшое отрицательное влияние на прибыль	Продолжительность циклов приблизительно равна	Рынок «продавца» на обоих рынках
Удлиненный (рис. 4.6)	Дебиторская задолженность (без выданных авансов) превышает полученные авансы. Выданные авансы превышают кредиторскую задолженность (без полученных авансов)	Оказывает положительное влияние на финансовую устойчивость, поскольку приводит к росту дебиторской задолженности (ликвидных активов), и отрицательное влияние на прибыль, поскольку приводит к росту потребности в финансировании	Финансовый цикл значительно дольше производственного	Рынок «покупателя» на рынке сбыта и рынок «продавца» на рынке поставок

Окончание табл. 4.1

<i>Тип цикла</i>	<i>Характеристика</i>	<i>Влияние на прибыль и финансовую устойчивость организации</i>	<i>Соотношение продолжительности финансового и производственного циклов</i>	<i>Оценка положения организации на рынках сбыта и поставок</i>
Укороченный (рис. 4.7)	Полученные авансы превышают дебиторскую задолженность (без выданных авансов). Кредиторская задолженность (без полученных авансов) превышает выданные авансы	Оказывает отрицательное влияние на финансовую устойчивость, поскольку приводит к росту кредиторской задолженности (наиболее срочных обязательств), и положительное влияние на прибыль, поскольку приводит к снижению потребности в финансировании	Финансовый цикл значительно меньше производственного	Рынок «продавца» на рынке сбыта и рынок «покупателя» на рынке поставок

Таким образом, возникает противоречие между эффективностью деятельности, с одной стороны, и финансовой устойчивостью — с другой. Изменение схемы оплаты поставщикам на условия предоплаты по сравнению с расчетами по мере поставки может при определенных условиях рассматриваться как признак утраты организацией своих рыночных позиций и угроза непрерывности ее деятельности, поскольку вызывает дополнительную потребность в финансовых ресурсах. Сокращение времени финансового цикла может быть достигнуто тремя путями:

- уменьшением продолжительности производственного цикла за счет оптимизации схемы закупки сырья, оптимизации производственного процесса и уменьшения времени нахождения готовой продукции на складе;
- уменьшением срока погашения дебиторской задолженности за счет ужесточения кредитной политики, при условии, что это позволяют рыночные условия;
- увеличением срока погашения длительности кредиторской задолженности за счет получения отсрочки платежей поставщикам.

Удлиненный цикл (рис. 4.6) характеризуется значительной дебиторской задолженностью и высокой балансовой финансовой устойчивостью (вследствие увеличения ликвидных активов), однако потери на финансировании финансового цикла могут оказывать обратное влияние (через снижение прибыли) на операционную финансовую устойчивость организации. Укороченный финансовый цикл (рис. 4.7), который характеризуется значительной кредиторской задолженностью и низкой балансовой финансовой устойчивостью, положительно влияет на прибыль организации и на операционную финансовую устойчивость организации. Кроме того, продолжительность финансового цикла косвенно характеризует рыночное положение организации на рынке сбыта и поставок. Полученные авансы указывают на наличие определенной рыночной власти организации на рынке сбыта, в то время как выданные авансы, наоборот, указывают на наличие этой власти у поставщиков.

Для эффективно управляемой и финансово устойчивой организации характерен классический финансовый цикл, без значительных авансов, со сбалансированной дебиторской и кредиторской задолженностью. Но эффективные организации, обладающие значительной рыночной властью, зачастую целенаправленно уменьшают продолжительность финансового цикла, финансируя значительную часть производственного цикла за счет своих контрагентов через полученные авансы и кредиторскую задолженность перед поставщиками

и подрядчиками; при этом финансовая устойчивость остается весьма высокой.

Оценивая динамику продолжительности составляющих операционного цикла и разрабатывая стратегию управления циклом, необходимо учитывать, что она отражает не только степень эффективности управления оборотным капиталом, но и объективные процессы, происходящие на предприятии, которые могут привести к увеличению операционного цикла. В частности, это может быть изменение номенклатуры производимой продукции, политики в отношении формирования запасов, кредитной политики, др. В этом случае удлинение циклов и, следовательно, снижение оборачиваемости оборотных активов должно компенсироваться увеличением маржи, что в итоге приводит к увеличению рентабельности инвестированного капитала организации и не ухудшает ее позиции в отношении создания стоимости.

Определяя прогнозную продолжительность составляющих циклов, необходимо учитывать выявленные тенденции в ее изменении, а также экспертную оценку будущей динамики этих показателей.

## 4.2. Управление оборотным капиталом

Финансирование оборотных активов происходит за счет двух источников: оборотного капитала, устойчивого и дорогого источника, и кредиторской задолженности, дешевого и неустойчивого, рискованного источника. *Оборотный капитал* — это часть капитала организации, инвестированная в оборотные активы, т.е. находящаяся в обороте. Оборотный капитал определяется как разность между оборотными активами и кредиторской задолженностью или как разность между инвестированным капиталом и внеоборотными активами. Источниками формирования оборотного капитала являются собственные оборотные средства, долгосрочные обязательства и краткосрочные кредиты и займы.

*Чистый оборотный капитал* — это часть оборотного капитала, включающая собственные оборотные средства и долгосрочный заемный капитал, инвестированный в оборотные активы. Чистый оборотный капитал определяется как разность между оборотными активами и краткосрочными обязательствами, включающими краткосрочные кредиты и займы, а также кредиторскую задолженность. *Собственные оборотные средства* — это собственный капитал организации, инвестированный в оборотные активы; он рассчитывается как разность между собственным капиталом и внеоборотными активами. Иногда у организаций отсутствуют собственные оборотные

средства — как правило, при реализации крупных инвестиционных проектов, финансируемых за счет заемного капитала. В таких случаях источниками формирования оборотного капитала остаются долгосрочные обязательства и краткосрочные кредиты и займы.

Значительный удельный вес в структуре оборотного капитала таких составляющих, как собственные оборотные средства и долгосрочные обязательства, обеспечивает финансовую устойчивость организации и одновременно удорожает финансирование оборотных активов.

Для нормальной обеспеченности хозяйственной деятельности собственными оборотными средствами их стоимость может быть принята на уровне 1/3 стоимости собственного капитала.

За счет оборотного капитала формируется часть оборотных активов. Для типичной производственной организации характерно следующее: запасы в полном объеме формируются за счет оборотного капитала, дебиторская задолженность — отчасти, а источником формирования высоколиквидных активов, как правило, служит кредиторская задолженность.

Для оценки эффективности управления оборотным капиталом рассчитывается рентабельность оборотного капитала:

$$P_{OK} = \frac{П_q}{OK} \cdot 100 = \frac{OA}{OK} \cdot \frac{B}{OA} \cdot \frac{П_q}{B} \cdot 100 = M \cdot k_o \cdot m,$$

где  $OA$  — оборотные активы;

$B$  — выручка;

$OK$  — оборотный капитал;

$П_q$  — чистая прибыль;

$M_{OK}$  — мультипликатор оборотного капитала, рассчитываемый как отношение оборотных активов к оборотному капиталу;

$k_o$  — коэффициент оборачиваемости оборотных активов;

$m$  — рентабельность продаж (маржа).

В соответствии с этой моделью рентабельность оборотного капитала определяется действием трех факторов:

1) мультипликатора оборотного капитала, который показывает, сколько оборотных активов сформировано на рубль оборотного капитала. Значение мультипликатора будет тем выше, чем больше кредиторской задолженности привлечено для финансирования оборотных активов, поэтому рост показателя можно интерпретировать следующим образом. С одной стороны, это свидетельство укрепления рыночных позиций организации, которая имеет возможность, навязывая свои условия контрагентам, увеличивать относительно

дешевый источник финансирования — кредиторскую задолженность, с другой стороны, это увеличение финансового риска, который несет кредиторская задолженность — самый неустойчивый источник финансирования;

2) коэффициента оборачиваемости оборотных активов, который характеризует деловую активность организации. Рост этого показателя можно в целом оценивать положительно, но сокращение или недостаточное относительно роста оборота увеличение оборотных активов может привести к таким нежелательным последствиям для организации, как перебои в производственном процессе из-за дефицита сырья, отказы покупателям из-за отсутствия готовой продукции на складах, невозможность предоставления отсрочки покупателям и т.д.;

3) маржи, которая служит индикатором степени конкурентоспособности продукции, поэтому ее положительная динамика всегда может оцениваться положительно, за исключением тех случаев, когда слишком высокая маржа препятствует росту объема продаж.

Потребность в оборотном капитале неодинакова для разных видов хозяйственной деятельности и даже для отдельных предприятий одной отрасли. Потребность предприятия в оборотных активах и оборотном капитале зависит от множества факторов:

- вида бизнеса (характера деятельности предприятия);
- масштаба деятельности;
- объема производства и реализации;
- уровня материально-технического снабжения;
- видов и структуры потребляемого сырья;
- продолжительности производственного процесса и величины создаваемой добавленной стоимости;
- кредитной политики предприятия и системы расчетов;
- условий расчетов с поставщиками;
- искусства менеджеров и бухгалтеров и других факторов.

Определяя потребность в оборотном капитале, необходимо, с одной стороны, избегать высокого уровня риска, связанного с недостатком оборотного капитала и значительным удельным весом кредиторской задолженности в финансировании оборотных активов; с другой стороны, необходимо не допускать чрезмерного удорожания финансирования, связанного со значительным удельным весом оборотного капитала, а в его структуре — собственных оборотных средств.

Расчет потребности предприятия в оборотном капитале включает расчет потребности в оборотных активах, которая определяется временем пребывания оборотных активов в сфере производства и обращения.

Время пребывания оборотных средств в производстве охватывает время, в течение которого оборотные активы находятся в процессе непосредственного функционирования (или обработки); время перерывов в процессе производства, не требующих затрат рабочей силы; время, в течение которого оборотные средства производства пребывают в состоянии запасов.

Время пребывания оборотных активов в сфере обращения охватывает время нахождения их в форме остатков нереализованной продукции, расчетов с покупателями и другими контрагентами (дебиторская задолженность), время нахождения их в форме денежных средств в кассе предприятия, на счетах в банках и в расчетах с хозяйствующими субъектами.

Общее время оборота оборотных активов (длительность одного оборота или скорость оборота) складывается из времени пребывания их в сфере производства и в сфере обращения. Это важнейшая характеристика, влияющая на эффективность использования оборотных активов и финансовое состояние предприятия.

Таким образом, расчет потребности в оборотном капитале определяется плановым объемом производства продукции, плановыми расходами, в том числе расходами сырья и материалов. Кроме того, при обосновании потребности в оборотном капитале необходимо установление нормативного срока хранения запасов сырья и материалов, запасов незавершенного производства, запасов готовой продукции, нормативного срока погашения дебиторской и кредиторской задолженностей. Нормативный срок хранения запасов устанавливается на основе исследования отраслевых нормативов. Одним из способов установления таких нормативов является бенчмаркинг (benchmarking), сравнение с конкурентами. Нормативы срока погашения дебиторской и кредиторской задолженности напрямую связаны со стратегией бизнеса; для дебиторской задолженности — с кредитной политикой, а кредиторской задолженности — с полученными организацией от поставщиков отсрочками платежей.

Расчет потребности в оборотном капитале ведется по следующему алгоритму.

**1.** Потребность в капитале для финансирования запасов сырья и материалов:

$$З_c^H = \frac{MZ_{пл}}{365} \cdot T_3^H,$$

где  $MZ_{пл}$  — планируемый расход материалов за год;

$T_3^H$  — нормативное время пребывания запасов сырья и материалов на складе.

**2. Потребность в капитале для финансирования запасов незавершенного производства:**

$$З_{\text{нп}}^{\text{н}} = \frac{C_{\text{пл}} \cdot k_{\text{н}}^{\text{н}}}{365} \cdot T_{\text{пр}}^{\text{н}},$$

где  $C_{\text{пл}}$  — планируемая себестоимость продукции за год;

$k_{\text{н}}^{\text{н}}$  — нормативное значение коэффициента нарастания затрат;

$T_{\text{пр}}^{\text{н}}$  — нормативная продолжительность производственного процесса.

**3. Потребность в капитале для финансирования запасов готовой продукции:**

$$З_{\text{г}}^{\text{н}} = \frac{C_{\text{пл}}}{365} \cdot T_{\text{г}}^{\text{н}},$$

где  $T_{\text{г}}^{\text{н}}$  — нормативное время пребывания готовой продукции на складе.

**4. Потребность в капитале для финансирования дебиторской задолженности:**

$$ДЗ^{\text{н}} = \frac{B_{\text{пл}}}{365} \cdot T_{\text{д}}^{\text{н}},$$

где  $B_{\text{пл}}$  — планируемая выручка;

$T_{\text{д}}^{\text{н}}$  — плановый срок погашения дебиторской задолженности.

**5. Потребность в капитале для финансирования высоколиквидных активов:**

$$ДС^{\text{н}} = \frac{З_{\text{с}}^{\text{н}} + З_{\text{нп}}^{\text{н}} + З_{\text{г}}^{\text{н}} + ДЗ^{\text{н}}}{1 - k_{\text{л}}} \cdot k_{\text{л}},$$

где  $k_{\text{л}}$  — норматив доли высоколиквидных активов в оборотных.

**6. Плановая стоимость оборотных активов:**

$$ОА_{\text{пл}} = З_{\text{с}}^{\text{н}} + З_{\text{нп}}^{\text{н}} + З_{\text{г}}^{\text{н}} + ДЗ^{\text{н}} + ДС^{\text{н}}.$$

**7. Плановая кредиторская задолженность:**

$$КЗ^{\text{н}} = \frac{C_{\text{пл}} + P_{\text{кпл}} + P_{\text{упл}}}{365} \cdot T_{\text{к}}^{\text{н}},$$

где  $P_{\text{кпл}}$  — плановые коммерческие расходы;

$P_{\text{упл}}$  — плановые управленческие расходы;

$T_{\text{к}}^{\text{н}}$  — плановый срок погашения кредиторской задолженности.



### 8. Потребность в оборотном капитале:

$$OK_{пл} = З_c^H + З_{ин}^H + З_2^H + ДЗ^H + ДС^H - КЗ^H .$$

## 4.3. Разработка стратегии финансирования оборотных активов

Оборотные активы могут быть представлены как сумма двух составляющих:

- постоянной (системной) части оборотных активов — минимально необходимого для обеспечения непрерывной деятельности объема запасов, дебиторской задолженности и высоколиквидных активов. Важнейшей составляющей постоянной части оборотных активов являются запасы и НДС по приобретенным ценностям;
- переменной (варьирующей) части оборотных активов, стоимость которой нестабильна и колебания которой носят сезонный или циклический характер. Основными составляющими переменных оборотных активов являются дебиторская задолженность и денежные средства (рис. 4.8).

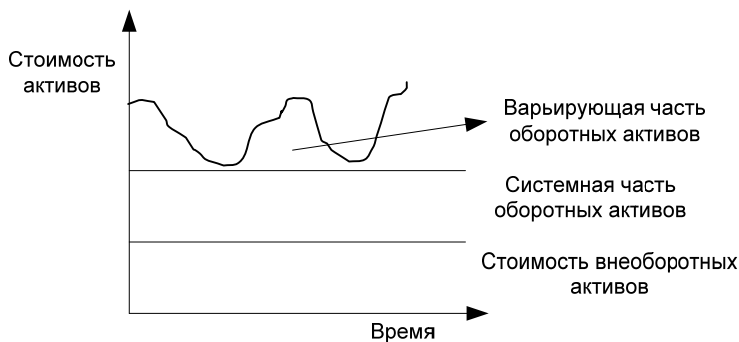


Рис. 4.8. Динамика системной и варьирующей части оборотных активов

Существуют три стратегии финансирования оборотных активов.

1. Консервативная стратегия — финансирование постоянной части оборотных активов устойчивыми источниками финансирования, т.е. чистым оборотным капиталом — собственным оборотным и долгосрочным заемным капиталом. Из устойчивых источников финансируется и значительная часть варьирующих оборотных активов.

Такая стратегия сопровождается минимальным риском и высокой стоимостью.

2. Агрессивная стратегия, суть которой заключается в том, что переменная и значительная часть постоянных оборотных активов финансируется краткосрочными источниками финансирования (краткосрочные кредиты и займы и кредиторская задолженность). Такая стратегия дешева и рискованна.

3. Компромиссная стратегия — баланс между устойчивыми источниками финансирования и постоянными оборотными активами, а также между неустойчивыми источниками финансирования и варьирующими оборотными активами.

Если организация придерживается *консервативной стратегии*, то потребность в чистом оборотном капитале будет определяться по формуле

$$ЧОК > З^H,$$

где  $З^H$  — плановые запасы в сумме со статьей «НДС по приобретенным ценностям».

В рамках этой стратегии дебиторская задолженность, как правило, превышает кредиторскую, а доля высоколиквидных активов в оборотных превышает среднеотраслевые значения.

Для *агрессивной стратегии* финансирования справедливо следующее неравенство:

$$ЧОК < З^H.$$

При этом дебиторская задолженность значительно меньше кредиторской, а доля высоколиквидных активов меньше среднеотраслевых значений.

Наиболее сбалансированна компромиссная стратегия, для которой справедливо следующее условие:

$$ЧОК \approx З^H.$$

При этом дебиторская задолженность приблизительно равна кредиторской, а доля высоколиквидных активов соответствует среднеотраслевым значениям.

При обосновании стратегии финансирования необходимо учитывать следующее. Организации с сильной рыночной позицией и высокой степенью кредитоспособности выгоднее придерживаться агрессивной стратегии, при этом финансирование значительно удешевляется, а риск возрастает незначительно. Организации со слабой рыночной позицией и низкой кредитоспособностью безопаснее финансировать свои оборотные активы в соответствии с консервативной стратегией, поскольку в других случаях будет существенно возрастать

финансовый риск. Таким образом, выбор стратегии финансирования оборотных активов определяется следующими факторами:

1) устойчивостью рыночных позиций и возможностью организации привлекать бесплатные источники финансирования производственного цикла от своих контрагентов (кредиторскую задолженность перед поставщиками и подрядчиками и авансы от покупателей). Чем устойчивее рыночные позиции, тем более рискованной будет стратегия финансирования оборотных активов;

2) кредитоспособностью организации и ее возможностями привлечения внешнего заемного финансирования, в частности банковских кредитов и займов. Чем выше кредитоспособность, тем более агрессивной может быть стратегия финансирования;

3) рентабельностью собственного капитала и дивидендной политикой. Чем больше генерируемая прибыль и чем большая ее часть остается в организации, тем консервативнее стратегия финансирования;

4) инвестиционной активностью. Чем она выше, тем больше устойчивых источников уходит на финансирование внеоборотных активов, тем их меньше остается для финансирования оборотных и тем более агрессивной будет стратегия финансирования оборотных активов.

**Анализ ситуации.** Аналитические расчеты, характеризующие управление оборотными активами ОАО «XYZ» представлены в табл. 4.2. Стоимость оборотных активов организации увеличилась за анализируемый период весьма значительно: на 41,1%; такой рост можно признать чрезмерным относительно роста выручки на 34,3%. Доля оборотных активов составила 55,1% стоимости активов на конец года против 62,7% на начало года. Снижение удельного веса оборотных активов вызвано увеличением внеоборотных активов в результате реализации масштабных инвестиций в реальные и финансовые внеоборотные активы. Прирост оборотных активов был связан с тремя основными факторами: дебиторской задолженностью, ее доля в приросте составила 55,5%; запасами сырья и материалов, их доля в приросте 23,2%; запасами готовой продукции, их доля 20,6%. Структуру оборотных активов по их участию в производственной деятельности можно оценить положительно, поскольку доля работающих активов возрастает до 94%, а элементами неработающих активов являются НДС по приобретенным ценностям и избыточные высоколиквидные активы, доля которых сокращается.

Структура оборотных активов (табл. 4.3) позволяет считать ее близкой к оптимальной: почти половина оборотных активов — это запасы, остальное — дебиторская задолженность и высоколиквидные активы; кроме того, структура стабильна, что свидетельствует об отсутствии значительных изменений в операционной деятельности.



Таблица 4.2. Показатели динамики и структуры оборотных активов

Показатель	Начало года		Конец года		Изменение за год			Доля факторов в изменении оборотных активов, %
	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Абсолютное тыс. руб.	Темп прироста, %	Доля в структуре, %	
Запасы	1 567 615	36,2	2 491 025	40,8	923 410	58,9	4,6	51,9
сырье, материалы	883 564	20,4	1 297 019	21,2	413 455	46,8	0,8	23,2
затраты в незавершенном производстве	137 071	3,2	252 062	4,1	114 991	83,9	1,0	6,5
готовая продукция, товары отгруженные	407 228	9,4	773 502	12,7	366 274	89,9	3,3	20,6
расходы будущих периодов	139 752	3,2	168 442	2,8	28 690	20,5	(0,5)	1,6
прочие запасы и затраты	—	—	—	—	—	—	—	—
НДС по приобретенным ценностям	366 456	8,5	216 773	3,5	(149 683)	(40,8)	(4,9)	(8,4)
Дебиторская задолженность	2 081 281	48,0	3 068 413	50,2	987 132	47,4	2,2	55,5
Финансовые вложения	245 941	5,7	289 473	4,7	43 532	17,7	(0,9)	2,4
Денежные средства	71 182	1,6	46 003	0,8	(25 179)	(35,4)	(0,9)	(1,4)
Прочие оборотные активы	22	0,0	360	0,0	338	1 536,4	0,0	0,0
Итого оборотных активов	4 332 497	100	6 112 047	100	1 779 550	41,1	-	100

**Таблица 4.3. Структура оборотных активов**

<i>Показатель</i>	<i>Начало года</i>		<i>Конец года</i>		<i>Доля в оптимальной структуре, %</i>
	<i>Сумма, тыс. руб.</i>	<i>Удельный вес, %</i>	<i>Сумма, тыс. руб.</i>	<i>Удельный вес, %</i>	
Запасы с НДС	1 934 093	44,6	2 708 158	44,3	50,0
Дебиторская задолженность	2 081 281	48,0	3 068 413	50,2	47,0
Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения	317 123	7,3	335 476	5,5	3,0
Итого оборотные активы	4 332 497	100	6 112 047	100	100



Для оценки качества оборотных активов и финансовой устойчивости организации особое значение имеет анализ ликвидности оборотных активов (табл. 4.4). Результаты анализа свидетельствуют о высокой степени ликвидности активов, структура активов улучшается вследствие снижения удельного веса неликвидных активов, доля которых и на начало года была невелика (19,6%), а также снижения удельного веса высоколиквидных активов, который был избыточным на начало года (7,3%). Объяснением существенного снижения удельного веса неликвидных активов служит статья «НДС по приобретенным ценностям», которая снизилась на 40,8%. Снижение статьи не только повышает качество оборотных активов, но и свидетельствует об эффективном управлении налоговыми платежами в условиях осуществления активной инвестиционной политики и существенном «входном» НДС, связанным с этим обстоятельством.

**Таблица 4.4. Структура оборотных активов по ликвидности**

<i>Показатель</i>	<i>Начало года</i>		<i>Конец года</i>	
	<i>Сумма, тыс. руб.</i>	<i>Удельный вес, %</i>	<i>Сумма, тыс. руб.</i>	<i>Удельный вес, %</i>
Неликвидные активы	850 451	19,6	951 423	15,6
Ликвидные активы	3 164 923	73,1	4 825 148	78,9
Высоколиквидные активы	317 123	7,3	335 476	5,5
Итого оборотные активы	4 332 497	100	6 112 047	100

Структура оборотных активов в разрезе оборотных производственных фондов и фондов обращения (табл. 4.5) показывает, что большая часть оборотных активов (71,9%) пребывает в сфере обращения, что не совсем типично для предприятий реального сектора экономики. Это снижает доходность оборотных активов в целом, поскольку именно сфера производства приносит прибыль производственному предприятию. Заметна тенденция к улучшению структуры, поскольку растет удельный вес производственных фондов, что в основном происходит вследствие увеличения запасов сырья и материалов.

В целом структура оборотных активов характеризуется излишней ликвидностью, а также высоким удельным весом фондов обращения, что приводит к снижению рентабельности оборотных активов.



Таблица 4.5. Показатели структуры оборотных активов по сферам

Показатель	Начало года		Конец года	
	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %
Оборотные производственные фонды	1 160 409	26,8	1 717 883	28,1
Фонды обращения	3 172 088	73,2	4 394 164	71,9
Итого оборотные активы	4 332 497	100	6 112 047	100

Характеристики оборотного капитала приведены в табл. 4.6—4.9. Оборотный капитал значительно возрос — на 45,8%, что превысило не только рост выручки (34,3%), но и рост оборотных активов (41,1%). Опережающий относительно оборотных активов рост оборотного капитала вызван замедленным ростом кредиторской задолженности, что невыгодно организации, поскольку приводит к увеличению затрат на финансирование оборотных активов.

Таблица 4.6. Структура оборотного капитала по пассиву (источники)

Показатель	Начало отчетного года		Конец отчетного года		Доля фактора в изменении капитала, %
	Значение, тыс. руб.	Удельный вес, %	Значение, тыс. руб.	Удельный вес, %	
Собственные оборотные средства	2 730 179	88,31	1 252 755	27,80	(104,38)
Долгосрочные обязательства	361 412	11,69	1 596 559	35,42	87,26
Краткосрочные кредиты и займы	—	—	1 657 686	36,78	117,12
Оборотный капитал	3 091 591	100,00	4 507 000	100,00	100,00

Структура оборотного капитала по источникам формирования (табл. 4.6) резко изменилась: если на начало года в оборотном капитале преобладали собственные оборотные средства, удельный вес которых составлял 88,3%, то на конец года в источниках формирования оборотного капитала преобладают краткосрочные кредиты и займы (36,8%). Изменение структуры оборотного капитала по источникам формирования произошло вследствие реализации инвестиционной программы, которая финансировалась собственным капиталом и долгосрочными обязательствами. Чистый оборотный

капитал уменьшился, что нетипично для растущего бизнеса и объясняется мобилизацией устойчивых источников для финансирования инвестиционной программы. Структура оборотного капитала по направлениям использования стабильна (табл. 4.7): свыше 60% оборотного капитала вложено в запасы, оставшаяся часть — в дебиторскую задолженность.

Таблица 4.7. Структура оборотного капитала по активам (использование)

Показатель	Начало отчетного года		Конец отчетного года		Доля фактора в изменении капитала, %
	Значение, тыс. руб.	Удельный вес, %	Значение, тыс. руб.	Удельный вес, %	
Запасы и НДС по приобретенным ценностям	1 934 071	62,56	2 707 798	60,08	54,66
Дебиторская задолженность	1 157 520	37,44	1 799 202	39,92	45,34
Денежные средства, краткосрочные финансовые вложения и пр.	—	—	—	—	—
Оборотный капитал	3 091 591	100,00	4 507 000	100,00	100,00

Таблица 4.8. Факторный анализ рентабельности оборотного капитала (логарифмический метод)

Показатель	Предыдущий год	Отчетный год	Влияние фактора	
			Пункты %	
Мультипликатор оборотного капитала (оборотные активы / оборотный капитал)	1,40	1,36	(1,91)	(13,50)
Оборачиваемость оборотных активов	3,24	3,08	(2,89)	(20,38)
Чистая маржа, %	14,46	12,31	(9,37)	(66,12)
Рентабельность оборотного капитала, %	65,64	51,48	(14,17)	(100,00)

Факторный анализ рентабельности оборотного капитала, выполненный логарифмическим методом, дает основания считать очень

высоким уровень этого показателя, хотя его динамика негативна: он снизился с 65,64% в предыдущем году до 51,48 в отчетном. Основным фактором, определившим это снижение, стало снижение чистой маржи (доля фактора 66,1%). Мультипликатор оборотного капитала и оборачиваемость оборотных активов также отрицательно повлияли на уровень рентабельности оборотного капитала, что является индикатором принятия неэффективных решений в отношении оборотного капитала. Рентабельность оборотного капитала остается очень высокой, это позволяет сделать вывод, что бизнес создает стоимость, поскольку рентабельность капитала значительно превышает его стоимость.

Таблица 4.9. Расчет продолжительности производственного, операционного и финансового циклов, дн.

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Время пребывания запасов сырья и материалов на складе	59	55
Коэффициент нарастания затрат	0,6858	0,6684
Продолжительность производственного процесса	19	23
Время пребывания запасов готовой продукции на складе (включая товары отгруженные)	20	28
Срок погашения дебиторской задолженности	54	59
Продолжительность кредиторской задолженности	41	39
Продолжительность производственного цикла	98	106
Продолжительность операционного цикла	152	166
Продолжительность финансового цикла	112	127

В табл. 4.9. приведены результаты исследования политики организации в отношении оборотных активов и оборотного капитала: расчет продолжительности производственного, операционного и финансового цикла. Расчет продолжительности циклов проведен двумя способами: более точно и упрощенно — для дальнейших прогнозных расчетов. Результаты расчетов первым способом позволили сделать следующие выводы. Циклы довольно коротки: производственный цикл в отчетном году — всего 106 дней, при этом самый продолжительный его отрезок — пребывание запасов сырья и материалов на складе (55 дней). Основная причина увеличения продолжительности производственного цикла — увеличение времени пре-

бывания готовой продукции на складах с 20 до 28 дней, что является одним из индикаторов снижения спроса на выпускаемую продукцию.

Финансовый цикл оказался длиннее производственного (127 дней), что нетипично для преуспевающего бизнеса. Такая ситуация связана со скрытой поддержкой дочерних обществ через предоставление отсрочки платежей сбытовым дочерним структурам, с одной стороны, и оперативным погашением обязательств поставщикам — дочерним обществам — с другой.

Как показали расчеты (табл. 4.10), несмотря на увеличение продолжительности финансового цикла, он, как в предыдущем, так и в отчетном году, является классическим, что положительно влияет на финансовую устойчивость организации. Такой вывод получен на основе сравнения дебиторской задолженности (без авансов выданных) и авансов полученных, которое показало, что ситуация на предприятии вполне типична: дебиторская задолженность превышает полученные авансы, поскольку последние незначительны (2 791 267 и 30 221 тыс. руб.). Также типично соотношение кредиторской задолженности с выданными авансами (3 231 427 и 277 146 тыс. руб.); таким образом, организация кредитует своих покупателей, пользуясь коммерческим кредитами своих поставщиков.

Таблица 4.10. **Тип финансового цикла**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Дебиторская задолженность (без авансов выданных)	1 874 109	2 791 267
Авансы полученные	20 650	30 221
Сальдо (активы минус обязательства)	1 853 459	2 761 046
Кредиторская задолженность (без авансов полученных)	1 218 683	3 231 427
Авансы выданные	207 172	277 146
Сальдо (активы минус обязательства)	(1 011 511)	(2 954 281)
Тип финансового цикла	Классический	Классический

Для последующих прогнозных расчетов выполнен упрощенный расчет продолжительности циклов (табл. 4.11). Этот расчет дал несколько иные результаты, поскольку использовалась иная методика расчетов, однако тенденции, которые были отмечены в ходе предыдущего анализа циклов, в целом подтвердил и этот расчет.

По данным табл. 4.11 и выявленным тенденциям к увеличению времени пребывания запасов на складах и срока погашения дебиторской задолженности, а также тенденции к сокращению срока пога-

нения кредиторской задолженности была определена продолжительность финансового цикла на прогнозный период (табл. 4.12). Политика управления финансовым циклом должна быть направлена на усиление контроля за запасами сырья и материалов, готовой продукции, дебиторской задолженностью, а также на изыскание возможностей увеличения срока погашения кредиторской задолженности.

Таблица 4.11. Упрощенный расчет продолжительности циклов

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>	<i>Темп прироста, %</i>
Продолжительность производственного цикла	51	61	18,4
Срок погашения дебиторской задолженности	54	59	9,8
Срок погашения кредиторской задолженности	41	39	(3,6)
Продолжительность операционного цикла	105	120	14,0
Продолжительность финансового цикла	65	81	25,0

Таблица 4.12. Прогнозные показатели продолжительности финансового цикла, дни

<i>Показатель</i>	<i>Прогнозный период</i>		
	<i>1-й год</i>	<i>2-й год</i>	<i>3-й год</i>
Время пребывания запасов	63	65	67
Срок погашения дебиторской задолженности	60	61	62
Срок погашения кредиторской задолженности	38	36	35
Продолжительность финансового цикла	85	90	94

Оценка стратегии финансирования оборотных активов (табл. 4.13) однозначна по всем трем критериям: стратегия финансирования консервативна, поскольку постоянная часть оборотных активов финансируется устойчивыми источниками, дебиторская задолженность превышает кредиторскую и имеется излишек высоколиквидных активов. По первому и третьему критерию происходит снижение степени консервативности стратегии финансирования, так, степень обеспеченности постоянной части оборотных активов снижается до 105%

на конец отчетного года, превышение норматива суммой высоколиквидных активов уменьшается до 183%.

Таблица 4.13. Оценка стратегии финансирования оборотных активов

<i>Показатель</i>	<i>Начало отчетного года</i>	<i>Конец отчетного года</i>
Устойчивые источники финансирования (собственные оборотные средства и долгосрочные обязательства), тыс. руб.	3 091 591	2 849 314
Постоянная часть оборотных активов (запасы и НДС), тыс. руб.	1 934 093	2 708 158
Отношение устойчивых источников к постоянной части оборотных активов, %	160	105
Дебиторская задолженность, тыс. руб.	2 081 281	3 068 413
Кредиторская задолженность, тыс. руб.	1 240 906	1 605 047
Отношение дебиторской задолженности к кредиторской, %	168	191
Сумма денежных средств и краткосрочных финансовых вложений, тыс. руб.	317 123	335 476
Нормативная сумма денежных средств и краткосрочных финансовых вложений (3% от оборотных активов)	129 975	183 361
Отношение суммы денежных средств и краткосрочных финансовых вложений к нормативному значению, %	244	183

В будущем стратегия финансирования оборотных активов должна меняться в направлении увеличения доли неустойчивых и дешевых источников финансирования, поскольку организация высокоэффективна и кредитоспособна. Это позволит организации повысить эффективность деятельности без существенного увеличения степени риска. В целом показатели эффективности управления оборотным капиталом и оборотными активами остаются достаточно высокими. Это касается и рентабельности оборотного капитала, и продолжительности циклов, и степени ликвидности оборотных активов. Однако по некоторым позициям фиксируется снижение эффективности, что во многом связано с ухудшением внешней среды — усилением конкуренции на рынке сбыта, а также с реализуемой на предприятии инвестиционной политикой, которая приводит к значительным вложениям средств, отдача от которых в отчетном году в полной мере еще не получена.

#### 4.4. Управление запасами

Целью управления запасами являются оптимизация их объема и структуры, минимизация затрат по обслуживанию на основе выявления излишних запасов и определения возможностей их реализации, а также выявление дефицитных позиций, которые могут нарушить непрерывность процесса производства и реализации продукции.

Для достижения этих целей используются:

- управление запасами на основе интегрированной ABC—XYZ-модели;
- контроль оборачиваемости запасов;
- определение оптимального остатка запасов на основе (EOQ) модели оптимального размера заказа.

В системе управления финансами натурально-вещественная структура запасов не имеет особого значения, важна структура запасов по экономическим элементам.

Запасы *сырья* и *материалов* — это запасы, создаваемые до начала производственного процесса; управление запасами осуществляется с помощью интегрированной ABC—XYZ- и EOQ-модели.

Запасы *незавершенного производства* — запасы, создаваемые в ходе производственного процесса; их оптимизация осуществляется на основе соблюдения технологии производства продукции.

Запасы *готовой продукции*; управление этими запасами осуществляется на основе изучения и прогнозирования спроса на производимую продукцию и определения оптимального соотношения между поддержанием определенного уровня запасов готовой продукции и степенью удовлетворения спроса.

Запасы сырья и материалов, в свою очередь, бывают следующих видов:

- текущий — обеспечивает наличие материальных ценностей на период между поставками, зависит от объема потребления ресурсов и периодичности их поставок;
- страховой (гарантийный) — обеспечивает предприятие запасами в случае срыва поставок или увеличения потребления ресурсов, его объем приблизительно равен 50% объема текущего запаса. Страховой запас включает оперативную (60—80%) и неснижаемую (20—40%) части;
- транспортный (погрузочно-разгрузочный) — учитывает время на доставку, приемку, складирование, разгрузку, сортировку;
- технологический — учитывает необходимость подготовки запасов к производству.

Группировка запасов в соответствии с ABC-моделью аналогична этой процедуре, применяемой в целях разработки продуктовой стра-

тегии, и включает выявление наиболее значимых для организации запасов, т.е. запасов группы А, доля которых в номенклатурном перечне составляет приблизительно 20%, а в стоимости запасов — 80%. Доля запасов группы В составляет в номенклатуре 30%, их доля в стоимости 15%, оставшиеся запасы (группа С), при своей многочисленности (в номенклатуре их доля 50%), в стоимости имеют долю 5%. Группировка запасов в соответствии с АВС-моделью определяет периодичность контроля: для запасов группы А он постоянный (в идеале ежедневный); для запасов группы В — ежемесячный; для запасов группы С — ежеквартальный.

В соответствии с XYZ-моделью выявляются запасы группы X, характеризуемые устойчивым постоянным потреблением, запасы группы Y, потребление которых колеблется, но закономерности колебаний прогнозируемы (чаще всего это сезонность) и группы Z, потребление которых нестабильно и закономерности колебаний не прогнозируемы. XYZ-группировка осуществляется на основе расчета коэффициентов ритмичности и сезонности.

Совмещение группировок в соответствии с АВС- и XYZ-моделями дает возможность оценить запасы одновременно по двум характеристикам — удельному весу в стоимости и регулярности потребления (табл. 4.14).

**Таблица 4.14. Ассортиментная матрица  
(интегрированная АВС—XYZ-матрица)**

	<i>A</i>	<i>B</i>	<i>C</i>
<i>X</i>	1(AX)	1(BX)	2(CX)
<i>Y</i>	1(AY)	2(BY)	3(CY)
<i>Z</i>	2(AZ)	3(BZ)	3(CZ)

На основе этой матрицы можно дать такие характеристики запасам:

1) все с рангом 1 — самые значимые по стоимости и устойчивые по потреблению; контроль должен осуществляться с максимальной периодичностью, необходимы постоянный мониторинг, регулярное прогнозирование,

2) с рангом 1 (AX, BX) — запасы с непрерывным и равномерным расходом, поэтому объем запасов может оптимизироваться с помощью EOQ-модели.

3) с рангом 2 — запасы, существенные по стоимости, но с нерегулярным потреблением, а также несущественные по стоимости, но с устойчивым потреблением; контроль должен осуществляться со средней периодичностью.



4) с рангом 3 — запасы, несущественные по стоимости, с нерегулярным потреблением; контроль должен осуществляться с минимальной периодичностью, если они не имеют существенного значения для производственного процесса.

**Управление запасами сырья и материалов.** Оптимальный объем запасов сырья и материалов определяют отдельно для наиболее важных запасов, относящихся к группам АХ и ВХ. Текущий запас сырья и материалов устанавливается на основе расчета оптимального размера заказа, при котором суммарные затраты, связанные с запасами, минимальны. Затраты состоят из двух элементов:

1) затрат на хранение запасов, т.е. затрат, связанных с финансированием запасов, содержанием складских помещений, оплатой труда складского персонала и т.д.; эти затраты оцениваются как процент по краткосрочным кредитам, увеличенный на удельные складские расходы в расчете на 1 руб. запасов;

2) затрат на заказ — на размещение, транспортировку, прием заказа.

Оптимальный размер заказа определяется на основе модели оптимального размера (ЕОQ). Допущения модели сводятся к следующему:

- расход ресурсов непрерывный и равномерный;
- период между двумя поставками постоянный;
- емкость склада не ограничена;
- затраты на хранение в процентах к стоимости запасов постоянны и не зависят от суммы вложенных в запасы средств и времени пребывания запасов на складах;
- затраты на размещение и выполнение одного заказа не зависят от размера заказа и постоянны в течение расчетного периода (переменная часть затрат на размещение и выполнение заказа не имеет значения для этой модели).

Схему движения запасов представлена на рис. 4.9.

Размер заказа влияет на затраты на хранение запасов и на затраты на заказ. Чем больше размер заказа, тем больше остаток запасов, тем больше будут затраты на хранение, которые рассчитываются по формуле

$$C_1 = \frac{Q \cdot p}{2} \cdot r,$$

где  $Q$  — размер заказа;

$p$  — цена единицы;

$r$  — затраты на хранение в процентах.

Затраты на заказ рассчитываются по формуле

$$C_2 = \frac{A \cdot c}{Q},$$

где  $A$  — объем потребления материальных ресурсов за год;

$c$  — расходы на 1 заказ.

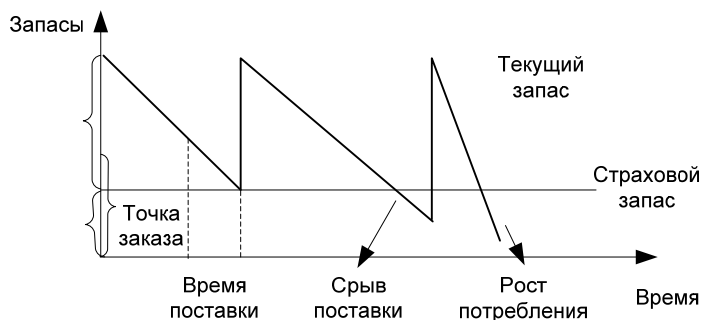


Рис. 4.9. Схема движения запасов

Оптимальный размер заказа (EOQ) определяется по критерию минимальных затрат (рис. 4.10).

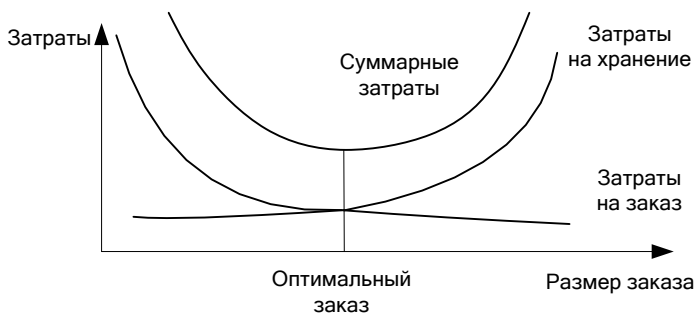


Рис. 4.10. Модель оптимального размера заказа

Оптимальный размер заказа рассчитывается по формуле

$$EOQ = \sqrt{\frac{2 \cdot A \cdot c}{r \cdot p}}$$

Периодичность поставок (число поставок в течение года) определяется по формуле

$$\Pi = \frac{A}{EOQ}$$

Период между двумя поставками:

$$T_{\Pi} = \frac{365}{\Pi}$$

Среднегодовой текущий запас в натуральных единицах:

$$\overline{Q}_{\text{тек}} = \frac{EOQ}{2}.$$

Среднегодовой текущий запас в денежных единицах:

$$\overline{З}_{\text{тек}} = \overline{Q}_{\text{тек}} \cdot p.$$

Среднегодовой текущий запас в днях:

$$\overline{T}_{\text{тек}} = \frac{T_{\text{п}}}{2}.$$

Среднегодовой гарантийный запас в денежных единицах:

$$З_{\text{гар}} = 0,5 \cdot \overline{З}_{\text{тек}}.$$

Среднегодовой гарантийный запас в днях:

$$\overline{T}_{\text{гар}} = 0,5 \cdot \overline{T}_{\text{тек}}.$$

Среднегодовой нормативный запас в денежных единицах:

$$\overline{З}_{\text{норм}} = 1,5 \cdot \overline{З}_{\text{тек}}.$$

Точка заказа показывает, при каком объеме запасов необходимо размещать заказ:

$$З_{\text{р}} = З_{\text{гар}} + T_{\text{дос}} \cdot P_1,$$

где  $T_{\text{дос}}$  — время доставки;

$P_1$  — однодневный расход сырья и материалов.

**Управление запасами готовой продукции.** Управление запасами готовой продукции основывается на учете двух параметров: степени удовлетворения спроса и объема необходимых запасов. Зависимость степени удовлетворения спроса от объема запасов представлена на рис. 4.11. Как следует из рисунка, организации невыгодно стремиться к стопроцентному удовлетворению спроса, поскольку это будет приводить к росту издержек на хранение запасов, снижению их оборачиваемости. Для оценки затрат, связанных с увеличением степени удовлетворенности спроса, определяется показатель, рассчитываемый как рост стоимости запасов на один процент увеличения степени удовлетворения спроса. Оптимальный по прибыли объем запасов определяется на основе соотношения прироста затрат на хранение запасов в связи с их увеличением и прироста валовой прибыли в связи с увеличением объема продаж. До тех пор пока прирост затрат на хранение меньше прироста прибыли, выгодно увеличивать объем

запасов готовой продукции в целях увеличения степени удовлетворения спроса.

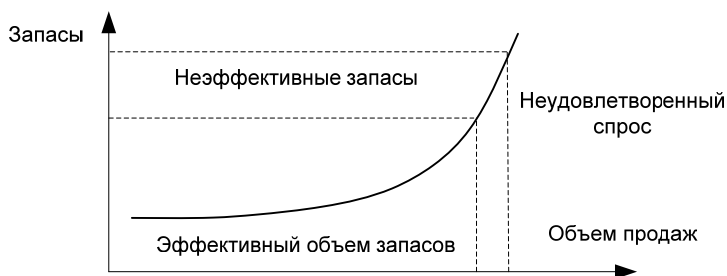


Рис. 4.11. Зависимость объема продаж и степени удовлетворения спроса от объема запасов

Важнейшим элементом управления запасами является контроль их оборачиваемости. *Коэффициент оборачиваемости запасов* рассчитывается в разрезе натурально-вещественной структуры; он показывает, сколько раз за календарный период запасы трансформируются в денежные средства:

$$k_{зс} = \frac{C_{пр}}{З_c}$$

Расчет показателей оборачиваемости дает возможность сгруппировать запасы по ликвидности (активности номенклатуры):

1) активная номенклатура — запасы, по которым было поступление и выбытие в существенных объемах, а коэффициенты оборачиваемости достаточно высоки;

2) запасы, по которым было только поступление;

3) запасы, по которым было только выбытие;

4) пассивная номенклатура — запасы, по которым не было ни поступления, ни выбытия за отчетный период — неликвидные запасы; критерием отнесения к неликвидам может служить период нахождения этих запасов на складе, например, более 12 месяцев.

Для уменьшения объема неликвидных запасов используют продажи, обмен, перераспределение внутри группы компаний, дарение, списание и ликвидацию.

Для принятия управленческих решений в отношении запасов используются следующие учетные и аналитические показатели.

1. По запасам сырья и материалов:

- фактическое наличие на складе в натуральных и денежных единицах;

- точка заказа;
- максимальный запас;
- страховой (минимальный) запас;
- расход за период;
- среднесуточный расход;
- минимальное количество для заказа;
- оптимальное количество для заказа;
- срок поставки;
- цена поставки;
- рыночная цена;
- скидки.

Аналитические показатели:

- группа по стоимости (ABC);
- группа по спросу (XYZ);
- группа в соответствии с ABC—XYZ-матрицей;
- соотношение фактического объема запасов с максимальным и минимальным, на основе которого выявляется дефицит или излишек запасов;
- коэффициент оборачиваемости запасов;
- продолжительность оборота;
- отношение цены закупки к среднерыночной цене.

2. По запасам готовой продукции:

- фактическое наличие на складе в натуральных и денежных единицах;
- максимальный запас;
- страховой (минимальный) запас;
- отгрузка за период.

Аналитические показатели:

- группа по стоимости (ABC);
- группа по спросу (XYZ);
- дефицит или излишек запасов (запас меньше минимума и больше максимума);
- коэффициент оборачиваемости запасов;
- продолжительность оборота;
- прирост стоимости запасов на 1% увеличения степени удовлетворения спроса.

Неэффективные управленческие решения по запасам приводят к потерям. Превышение запасами сырья и материалов оптимального уровня приводит к росту затрат на хранение запасов, неэффективному отвлечению средств в неработающие активы, снижению ликвидности организации, росту потерь от порчи и воровства. Если запасы

сырья и материалов меньше оптимальных, это приводит к росту затрат на размещение заказов, простоям из-за нехватки сырья, невозможности реагировать на проблемы поставщиков, связанные с ценами, качеством и условиями поставок.

Если запасы незавершенного производства отклоняются от оптимальных, определяемых технологией производства, это может быть связано с изменением технологии, ее нарушением, сверхнормативными простоями, связанными с необеспеченностью сырьем, поломками оборудования, отсутствием необходимого персонала.

Если запасы готовой продукции превышают оптимальный объем, то это может быть связано со снижением спроса на производимую продукцию или некачественным планированием потребности в производимой продукции. Такое соотношение будет приводить к росту затрат на хранение, снижению ликвидности, росту потерь от порчи и хищений. Если запасы готовой продукции меньше оптимальных, это признак повышения спроса на продукцию организации и может привести к срыву поставок и потере части потенциальных покупателей продукции.

#### 4.5. Управление дебиторской задолженностью

Целью управления дебиторской задолженностью является оптимизация ее размера и структуры, а также стимулирование объема продаж за счет использования эффективной кредитной политики.

Для достижения этих целей используют:

- управление структурой задолженности;
- контроль над платежной дисциплиной покупателей;
- разработку эффективной кредитной политики.

На размер дебиторской задолженности влияют такие факторы, как объем продаж организации, ее рыночная позиция, интенсивность конкуренции на рынке, а также политика взыскания и кредитования клиентов.

Для оптимизации структуры дебиторской задолженности используется классификация по следующим критериям.

**1. По экономическому содержанию:** задолженность покупателей и заказчиков; авансы выданные; прочая. Управление этой структурой заключается в том, чтобы минимизировать удельный вес выданных авансов и прочей дебиторской задолженности.

**2. По срокам погашения:** краткосрочная — со сроком погашения до 3 месяцев, и долгосрочная — со сроком погашения свыше трех месяцев. Цель управления структурой по срокам возникновения

заключается в том, чтобы уменьшить удельный вес задолженности с большим сроком, вероятность погашения которой с увеличением срока уменьшается.

3. *По своевременности возврата*: нормальная и просроченная. Цель управления — уменьшение доли просроченной задолженности.

4. *По возможности взыскания*: надежная, сомнительная (не погашенная в срок и не обеспеченная), а также безнадежная (с истекшим сроком исковой давности; по которой есть решение государственного органа о невозможности взыскания; задолженность ликвидированных организаций). Цель управления — минимизация сомнительной и безнадежной задолженности.

5. *По группам дебиторов*: группа А — 80% суммарной дебиторской задолженности; группа В — 15%; группа С — 5% в суммарной дебиторской задолженности. Такая классификация проводится в целях выявления задолженности, которая подлежит постоянному контролю (группа А), и задолженности, контролировать которую можно с меньшей периодичностью.

6. *По номенклатуре реализуемой продукции*; цель — выявление видов продукции, на которую приходится основная сумма дебиторской задолженности.

Очень важным элементом контроля дебиторской задолженности является анализ ее качества — того, насколько велика вероятность погашения задолженности в ближайшее время и в полном объеме. Такую информацию могут дать следующие аналитические процедуры.

Анализ *структуры* дебиторской задолженности по ее экономическому содержанию. Значительный удельный вес выданных авансов и прочей дебиторской задолженности свидетельствует о низкой степени ликвидности и низком качестве дебиторской задолженности, поскольку, как это отмечалось выше, такая структура является следствием слабой рыночной позиции организации или неэффективного менеджмента, допускающего необоснованное отвлечение финансовых ресурсов.

Анализ *срока погашения* дебиторской задолженности. Чем больше время оборота, тем при прочих равных условиях ниже качество задолженности, поскольку, как показывает статистика, доля безнадежных долгов находится в прямой зависимости от сроков погашения задолженности дебитором. В общей сумме дебиторской задолженности со сроком погашения до 30 дней не более 4% относится к разряду безнадежной; 31—60 дней — 10%; 61—90 дней — 17; 91—120 дней — 26; при дальнейшем увеличении срока погашения на

очередные 30 дней доля безнадежных долгов повышается на 3–4%<sup>1</sup>.

Анализ *убытков от списания дебиторской задолженности*, по которой истек срок исковой давности, а также анализ списанной в убыток задолженности неплатежеспособных дебиторов. Наличие значительных сумм потерь такого рода свидетельствует о низком качестве дебиторской задолженности, а также о недостаточной конкурентоспособности продукции, которую организация вынуждена отгружать неплатежеспособным покупателям. Очевидно, что при наличии существенных убытков в предыдущих периодах велика вероятность потерь и в будущих периодах. Для оценки этих потерь используются следующие показатели:

- удельный вес убытков от списания дебиторской задолженности в выручке

$$У_y = \frac{У_{ДЗ}}{В} \cdot 100,$$

$У_{ДЗ}$  — убытки от списания дебиторской задолженности;

- удельный вес списанной в убыток дебиторской задолженности в дебиторской задолженности

$$У_{ДЗ_y} = \frac{ДЗ_y}{ДЗ} \cdot 100,$$

$ДЗ_y$  — списанная в убыток дебиторская задолженность.

Анализ *удельного веса просроченной задолженности*. Чем выше ее удельный вес, тем ниже качество дебиторской задолженности. Доля «плохих» долгов не должна превышать 5% выручки.

Анализ *резерва по сомнительным долгам*, наличие которого свидетельствует о высокой вероятности невзыскания задолженности покупателей и заказчиков в полном объеме. Для оценки целесообразно рассчитать отношение резерва по сомнительным долгам к дебиторской задолженности покупателей и заказчиков и к выручке.

**Контроль состояния дебиторской задолженности.** Этот контроль включает:

- контроль оборачиваемости задолженности;
- контроль над структурой по срокам возникновения;
- контроль над задолженностью на основе ведомости непогашенных остатков;
- контроль над структурой выручки по срокам ее оплаты.

---

<sup>1</sup> Ковалев В.В. Финансовый анализ: анализ отчетности, выбор инвестиций, управление капиталом. М.: Финансы и статистика, 2000.



**Контроль оборачиваемости дебиторской задолженности.** Одними из важнейших аналитических показателей являются коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности и время ее оборота. Коэффициент оборачиваемости рассчитывается как отношение выручки к средней за период дебиторской задолженности и показывает, сколько раз за анализируемый период дебиторская задолженность преобразуется в денежные средства:

$$k_d = \frac{B}{ДЗ},$$

где  $ДЗ$  — среднегодовая дебиторская задолженность.

Срок погашения дебиторской задолженности рассчитывается по формуле

$$T_d = \frac{ДЗ}{B} \cdot 365.$$

Срок погашения дебиторской задолженности рассчитывается также в разрезе ее составляющих, а именно: дебиторской задолженности покупателей и заказчиков, выданных авансов, прочей дебиторской задолженности. Полученные показатели затем сравниваются с показателями времени оборота полученных авансов, а также со сроком погашения кредиторской задолженности. Срок погашения дебиторской задолженности покупателей и заказчиков определяется следующим образом:

$$T_d = \frac{ДЗ_{\text{пок}}}{B} \times 365.$$

Продолжительность обращения выданных авансов рассчитывается по формуле

$$T_{\text{ав}} = \frac{A_{\text{в}}}{МЗ} \cdot 365,$$

где  $A_{\text{в}}$  — среднегодовая сумма выданных авансов.

Срок погашения прочей дебиторской задолженности рассчитывается по формуле

$$T_{ДЗ_{\text{пр}}} = \frac{ДЗ_{\text{пр}}}{P_{\text{об}}} \cdot 365,$$

где  $ДЗ_{\text{пр}}$  — среднегодовая сумма прочей дебиторской задолженности, которая, как правило, включает задолженность бюджета, персонала, подотчетных лиц, дочерних обществ и т.д.

Кроме того, на практике используют аналитический показатель «отношение дебиторской задолженности к выручке», который называется *коэффициентом закрепления* дебиторской задолженности. Показатели оборачиваемости не являются абсолютно объективными, поскольку при увеличении выручки они улучшаются, при ее снижении ухудшаются независимо от состояния расчетов.

**Контроль структуры задолженности по срокам погашения.** Для осуществления контроля структуры задолженность группируют следующим образом:

- до 1 месяца;
- от 1 месяца до 2;
- от 2 до 3 месяцев;
- свыше 3 месяцев.

В дальнейшем рассчитывается удельный вес задолженности каждой группы, при этом чем больше удельный вес более ранней задолженности, тем лучше ее структура. Удельный вес рассчитывается по формуле

$$V_{ДЗ} = \frac{ДЗ_t}{ДЗ} \cdot 100,$$

где  $ДЗ_t$  — дебиторская задолженность  $t$ -й группы.

Эти показатели не являются абсолютно объективными, так как при увеличении выручки структура задолженности улучшается даже при неизменной платежной дисциплине покупателей, поскольку увеличение выручки приводит к возрастанию удельного веса задолженности с более ранним сроком погашения. Таким образом, ни показатели оборачиваемости задолженности, ни показатели ее структуры не могут дать объективной информации о платежной дисциплине покупателей.

**Контроль задолженности на основе ведомости непогашенных остатков.** Более объективную оценку платежной дисциплины покупателей дает расчет показателей ведомости непогашенных остатков, поскольку его результаты не зависят от циклической или сезонной динамики выручки. Расчет заключается в следующем: на определенную дату, например на конец квартала, рассчитываются удельные веса непогашенной задолженности в выручке  $i$ -го месяца по формуле

$$V_{нз_i} = \frac{ДЗ_i}{B_i} \cdot 100,$$

где  $ДЗ_i$  — дебиторская задолженность, возникшая в  $i$ -м месяце и оставшаяся непогашенной на дату расчетов;

$B_i$  — выручка  $i$ -го месяца.

Результаты этих расчетов объективно свидетельствуют об ухудшении платежной дисциплины клиентов, если доля непогашенной задолженности увеличивается, и об улучшении, если доля уменьшается.

**Контроль структуры выручки по срокам ее оплаты.** Объективные результаты дает расчет показателей структуры выручки по срокам ее оплаты. При этом рассчитываются удельные веса авансовых платежей, платежей в первом, втором, третьем,  $j$ -м месяце в выручке, т.е. определяется структура выручки по срокам ее оплаты:

$$Y_{nj} = \frac{П_j}{B} \cdot 100,$$

где  $П_j$  — платежи, которые были осуществлены в  $j$ -м месяце в счет оплаты продукции.

Результат этих расчетов дает информацию о том, какая часть выручки была оплачена авансом, в первом, втором и т.д. месяце после отгрузки, что позволяет прогнозировать потоки денежных средств в будущих периодах.

**Расчет явных и неявных потерь, связанных с отвлечением денежных средств в дебиторскую задолженность.** Эти потери рассчитываются следующим образом.

Потери, связанные с инфляционным обесценением дебиторской задолженности:

$$З_{инф} = ДЗ \cdot r_{инф},$$

где  $r_{инф}$  — годовой темп инфляции.

Они показывают, сколько денежных средств недополучит организация в связи с тем, что погашение задолженности будет обеспечено относительно обесценившимися денежными средствами.

Потери, связанные с необходимостью финансировать дебиторскую задолженность, привлекая краткосрочные кредиты и займы:

$$З_{ф} = ДЗ \cdot r_{кк},$$

где  $r_{кк}$  — средний процент, под который организация привлекает краткосрочные кредиты и займы.

Эти расчеты показывают, каковы процентные платежи организации, связанные с заимствованиями для финансирования задолженности.

Потери, связанные с недополучением прибыли в связи с отвлечением денежных средств в дебиторскую задолженность и невозможностью заработать прибыль. Для оценки такого рода потерь используется депозитный процент, если альтернативой отвлечения средств

в дебиторскую задолженность является их размещение на банковский депозит, или рентабельность активов, если альтернативой является направление их в работающие активы:

$$Z_{\phi} = ДЗ \cdot r_a,$$

где  $r_a$  — депозитная процентная ставка или рентабельность активов.

При окончательном определении потерь из рассчитанных выше показателей выбирается максимальный и по нему оцениваются потери.

**Разработка кредитной политики.** Кредитная политика организации представляет собой систему мер и правил, формализующую порядок предоставления коммерческих кредитов организацией своим контрагентам. Кредитная политика может быть двух видов:

- жесткая — предоставление минимальной отсрочки платежей или непредоставление отсрочек вообще;
- либеральная — предоставление значительной отсрочки платежей.

*Жесткая политика* применяется организациями, имеющими сильную рыночную позицию и не испытывающими проблем со сбытом продукции. Ее преимущества — минимизация потерь от непогашенной дебиторской задолженностей и затрат на финансирование задолженности. Недостатком жесткой кредитной политики является ее потенциально негативное воздействие на реализацию продукции.

*Либеральную кредитную политику* применяют организации, работающие на конкурентных рынках и не обладающие существенной рыночной властью. Ее преимущество — стимулирующее воздействие на объем реализации продукции, т.е. эта политика есть фактор конкурентоспособности продукции. В то же время либеральная кредитная политика имеет ряд недостатков, в частности это потери, связанные с убытками от списания дебиторской задолженности, расходы, связанные с финансированием задолженности и ее обслуживанием.

Либеральная кредитная политика имеет следующие признаки:

- большой срок погашения дебиторской задолженности, например превышающий полтора-два месяца;
- наличие существенной долгосрочной дебиторской задолженности;
- более высокий темп прироста дебиторской задолженности покупателей по сравнению с темпом прироста выручки;
- наличие списанной в убыток задолженности и убытков от списания задолженности в размере, превышающем 1% соответственно дебиторской задолженности и выручки;
- наличие резервов по сомнительным долгам.

На предварительном этапе разработки кредитной политики оценивается рыночная конъюнктура и определяется, насколько выгодно организации придерживаться либеральной политики. На следующих этапах проводят:

- определение лимита дебиторской задолженности в целом по предприятию;
- оценку надежности и выгоды покупателей;
- определение лимита дебиторской задолженности и срока платежей по отдельным покупателям;
- оценку эффективности кредитной политики.

*Лимит дебиторской задолженности* по всей организации рассчитывается как сумма доступных для организации источников финансирования оборотных активов за вычетом прогнозируемой величины запасов, денежных средств, краткосрочных финансовых вложений и НДС по приобретенным ценностям:

$$ДЗ_{\text{лим}} = СОС + ДО + Кк + КЗ - З - ДЗ_{\text{апр}} - КФВ - ДС,$$

где *СОС* — собственные оборотные средства;

*ДО* — долгосрочные обязательства;

*Кк* — краткосрочные кредиты и займы;

*КЗ* — кредиторская задолженность;

*З* — запасы и НДС по приобретенным ценностям;

*ДЗ<sub>апр</sub>* — дебиторская задолженность в части выданных авансов и прочей задолженности;

*КФВ* — краткосрочные финансовые вложения;

*ДС* — денежные средства.

Общий лимит может увеличиваться более быстрыми темпами, чем выручка, если организация переходит к более либеральной кредитной политике.

Оценка надежности и выгоды покупателей включает тщательные проверки контрагентов на стадии заключения договоров, а также мониторинг их финансового состояния в течение срока договора. Анализ покупателей, которым предоставляется отсрочка, включает оценку двух характеристик контрагентов: их надежности и выгоды для организации.

Оценка надежности покупателей основывается на анализе их юридических, финансовых, производственных и рыночных характеристик:

- юридические — период существования юридического лица и период сотрудничества с организацией. Чем дольше эти периоды, тем более надежен покупатель, тем выше его кредитный рейтинг, кредитный лимит и срок предоставляемой отсрочки;

- **финансовые** — уровень просроченной покупателем задолженности за предыдущий период (чем он выше, тем менее надежен клиент); динамика кредиторской задолженности покупателя (при ее существенном увеличении надежность покупателя снижается); текущая ликвидность покупателя, т.е. соотношение его ликвидных активов и краткосрочных обязательств (чем она выше, тем выше надежность клиента);
- **производственные** — наличие основных средств, других активов, численность работающих; чем больше производственных ресурсов у покупателя и чем позитивнее их динамика, тем он надежнее;
- **рыночные** — перспективы рынка, на котором работает контрагент; продолжительность работы организации на рынке; устойчивость рыночного положения покупателя; контролируемая покупателем доля рынка. Чем лучше эти характеристики, тем надежнее клиент.

Оценка выгоды покупателя основывается на анализе его параметров: рентабельности продаж; удельного веса в объеме продаж, а также динамики объема продаж.

Чем лучше эти характеристики, тем выгоднее покупатель, тем больше лимит, который может быть ему предоставлен. Для определения агрегированной оценки покупателя необходимо разработать критерии оценки перечисленных параметров.

По обобщении этих характеристик покупателей ранжируют в соответствии с матрицей, представленной на рис. 4.12.

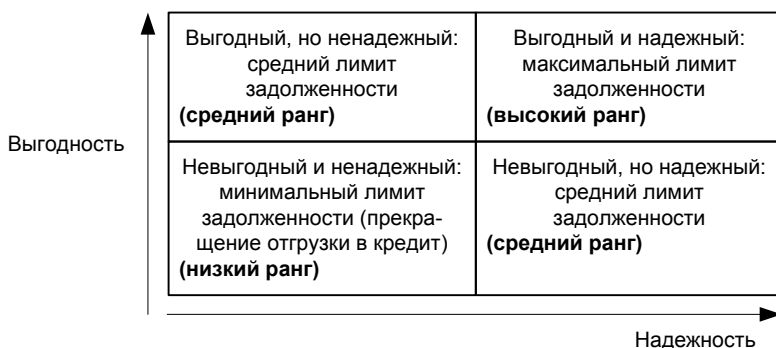


Рис. 4.12. Ранжирование покупателей

При установлении *лимита задолженности* по отдельному покупателю необходимо учитывать то, что его доля в дебиторской задол-

женности должна приблизительно соответствовать его доле в суммарной выручке организации. Для установления лимита задолженности по покупателям рассчитывается коэффициент надежности и выгодности каждого покупателя. Этот показатель отражает соотношение между долей покупателя в задолженности и его долей в выручке. У выгодных и надежных доля в дебиторской задолженности должна быть больше их доли в выручке, а у невыгодных и ненадежных покупателей — значительно меньше. Новым покупателям лимит, как правило, устанавливается в объеме, не превышающем выручку, полученную организацией от этого покупателя за месяц.

Рассчитанный лимит по организации распределяется по покупателям в соответствие с их рейтингом надежности и выгодности для организации. Лимит по отдельному  $i$ -му покупателю рассчитывается по формуле

$$ДЗ_{\text{лим}i} = ДЗ_{\text{лим}} \cdot \partial_i \cdot k_{\text{нв}},$$

где  $\partial_i$  — доля  $i$ -го покупателя в выручке;

$k_{\text{нв}}$  — коэффициент надежности и выгодности клиента; для надежных клиентов превышает единицу, для ненадежных находится в интервале от нуля до единицы; для средних приблизительно равен единице.

С учетом рассчитанного лимита по  $i$ -му покупателю рассчитывается срок предоставляемой ему отсрочки по формуле

$$T_{\partial i}^{\text{лим}} = \frac{ДЗ_{\text{лим}i}}{B_i} \cdot 365.$$

Для оценки *эффективности кредитной политики* рассчитываются потери организации от увеличения задолженности и выигрыш от увеличения объема реализации.

Потери организации от предоставления отсрочки в процентах к выручке определяются по формуле

$$n = \frac{r_{\text{кр}}}{365} \cdot D_0,$$

где  $r_{\text{кр}}$  — годовой процент за банковский кредит;

$D_0$  — средний срок предоставляемых отсрочек.

Выигрыш предприятия от роста объема продаж в процентах к выручке определяется по формуле

$$s = \frac{\Delta O \cdot m_{\text{в}}}{1 + \Delta O},$$

где  $\Delta O$  — номинальный темп прироста объема, измеренный в долях единицы;  
 $m_e$  — валовая маржа в долях единицы (отношение валовой прибыли к цене).

Приравнивая выигрыш к потерям, определяют минимально необходимый прирост объема продаж при предоставлении отсрочки платежа на определенное число дней:

$$\Delta O = \frac{\frac{r}{365} \cdot D_o}{m_e - \frac{r}{365} \cdot D_o}.$$

Если увеличение объема продаж превышает расчетное, то либеральную политику можно признать эффективной, поскольку она позволяет организации увеличивать свою прибыль.

Для оценки эффективности либерализации кредитной политики по данным финансовой отчетности рассчитывается прирост потерь от увеличения дебиторской задолженности:

$$\Delta Z_{\text{лп}} = Z^{\text{отч}} - Z^{\text{пр}},$$

где  $Z^{\text{отч}}$ ,  $Z^{\text{пр}}$  — потери, связанные с дебиторской задолженностью, в отчетном и предыдущем году; обычно рассчитывают на основе кредитного процента (прирост затрат на финансирование дебиторской задолженности).

Выигрыш от либерализации политики рассчитывается по формуле

$$\Delta B_{\text{лп}} = \Delta B \cdot m^{\text{отч}} \cdot d_{\text{лп}},$$

где  $\Delta B$  — прирост выручки отчетного года относительно предыдущего;  
 $m^{\text{отч}}$  — маржа прибыли в отчетном году, рассчитанная через валовую прибыль;  
 $d_{\text{лп}}$  — доля прироста выручки, которая обусловлена либерализацией кредитной политики; определяется экспертным путем.

Если выигрыш превысит потери, то либерализацию кредитной политики можно признать оправданной, а саму кредитную политику — эффективной.

**Взыскание задолженности.** Важнейшим элементом политики управления дебиторской задолженностью является взыскание задолженности. Способы взыскания долгов зависят от того, каким образом организация организует эту работу — самостоятельно или с привлечением специализированных организаций. Долги можно взыскать:



1) функционированием оперативного отдела, в задачи которого входит инвентаризация расчетов с дебиторами, ведение баз данных и карточек по контрагентам, регистрация их платежей, истребование неоплаченных сумм, отслеживание сроков исковой давности, сроков для предъявления претензий;

2) добровольным урегулированием задолженности. Это возможно, если финансовое положение должника в ближайшем будущем не улучшится, но вероятность его ликвидации невелика, а совокупные судебные расходы по взысканию задолженности, вероятно, превысят величину долга. В числе добровольных способов взыскания задолженностей следующие:

- фиксация размера долга и утверждение графика его погашения. В этом случае заключается соглашение о предоставлении отсрочки (рассрочки) платежа;
- прекращение обязательства новацией. Обязательство прекращается соглашением сторон о замене первоначального обязательства, существовавшего между ними, другим обязательством между теми же лицами, предусматривающим иной предмет или способ исполнения (новацию). При замене первоначального обязательства определяются характеристики нового, которое должно быть финансово эквивалентным первоначальному;
- заключение соглашения об отступном. Применяется в том случае, когда должник не может погасить долг на условиях первоначального договора. Отступное заключается в прекращении обязательства предоставлением определенной суммы денег или передачей в распоряжение кредитора имущества (недвижимость, товары, ценные бумаги, др.). Размер, сроки и порядок предоставления имущества устанавливаются сторонами. Здесь также оценивается эквивалентность обязательств;
- уступка права требования третьему лицу. Этот способ возможен, если в договоре нет запрета на передачу прав и обязанностей. По договору финансирования под уступку денежного требования одна сторона (финансовый агент) передает или обязуется передать другой стороне (клиенту) денежные средства в счет денежного требования клиента (кредитора) к третьему лицу (должнику), вытекающего из предоставления клиентом товаров, выполнения им работ или оказания услуг третьему лицу, а клиент уступает или обязуется уступить финансовому агенту это денежное требование;

3) меры оперативного воздействия на должника:

- удержание имущества должника. Если компания-кредитор располагает имуществом должника, она может его удерживать до тех пор, пока не будет погашено обязательство;

- неисполнение встречного обязательства кредитором;
- принудительное взыскание долгов. Взыскание через суд; предварительно необходимо оценить издержки и имущество должника, которое пойдет на их покрытие. По результатам судебного разбирательства выдается исполнительный лист, после чего начинается исполнительное производство, сопровождение которого организация может осуществлять самостоятельно или с привлечением коллекторских агентств;
- процедура банкротства должника. Этот способ считается самым неэффективным, поскольку за время, отведенное законом на осуществление процедур банкротства, должник может вывести все активы и в результате предприятие-кредитор не сможет возместить свои потери.

При использовании добровольных способов взыскания задолженности для учета интересов обеих сторон необходимо оценить финансовую эквивалентность обязательств. Финансово эквивалентными считаются обязательства, которые, будучи приведенными к одному моменту времени, оказываются равными. Приведение осуществляется на основе схемы сложного процента путем дисконтирования или наращивания. В процессе определения финансово эквивалентных обязательств должно быть сформировано уравнение эквивалентности, которое отражает равенство между приведенными обязательствами: первоначальным и новым. Вид уравнения эквивалентности будет зависеть от даты приведения обязательств: если датой приведения является дата последнего платежа по новому обязательству, то уравнение эквивалентности будет строиться на основе операции наращивания:

$$P_1^c \cdot (1+r)^{nc1} + P_2^c \cdot (1+r)^{nc2} + \dots + P_N^c \cdot (1+r)^{ncN} = \\ = P_1^H \cdot (1+r)^{nn1} + P_2^H \cdot (1+r)^{nn2} + \dots + P_{N-1}^H \cdot (1+r) + P_N^H,$$

где  $P_1^c; P_2^c; \dots; P_N^c$  — платежи в 1, 2,  $N$ -м — периодах по первоначальному обязательству;

$P_1^H; P_2^H; \dots; P_N^H$  — платежи в 1, 2,  $N$ -м — периодах по новому обязательству;

$nc1; nc2; ncN$  — период времени от даты 1, 2,  $N$ -го платежа по первоначальному обязательству до даты приведения;

$nn1; nn2$  — период времени от даты 1, 2,  $(N-1)$ -го платежа по новому обязательству до даты приведения.

В этом уравнении неизвестна величина ( $P_N^H$ ) — размер последнего платежа по новому обязательству.

Если датой приведения является дата первого платежа по первоначальному обязательству, то уравнение эквивалентности будет строиться на основе операции дисконтирования:

$$P_1^c + \frac{P_2^c}{(1+r)^{nc2}} + \dots + \frac{P_N^c}{(1+r)^{ncN}} = \frac{P_1^H}{(1+r)^{nn1}} + \frac{P_2^H}{(1+r)^{nn2}} + \dots + \frac{P_N^H}{(1+r)^{nnN}}.$$

В этом уравнении неизвестен также размер последнего платежа по новому обязательству.

Если дата приведения будет находиться между датами первого платежа по первоначальному обязательству и последнего платежа по новому обязательству, то в уравнении будут использоваться и операция наращения, и операция дисконтирования.

#### 4.6. Управление высоколиквидными активами

В процессе управления денежными средствами и краткосрочными финансовыми вложениями (высоколиквидными активами) оценивается достаточность этих активов для поддержания нормальной деятельности организации, а также структура высоколиквидных активов, т.е. соотношение между денежными средствами и краткосрочными финансовыми вложениями. Кроме того, управление денежными средствами включает оценку источников поступлений и направлений платежей денежных средств.

Высоколиквидные активы организации выполняют следующие основные функции:

- транзакционную — обеспечение возможности совершения сделок в условиях несовпадения момента платежа и поступления денежных средств;
- страховую — обеспечение организации денежными средствами на случай непредвиденных обстоятельств (осуществления незапланированных расходов, неполучения в полном объеме денежных средств за отгруженную продукцию и т.д.);
- спекулятивную — совершение сделок по финансированию выгодных проектов.

В процессе управления высоколиквидными активами необходимо контролировать две их характеристики: качество и достаточность для выполнения перечисленных функций. Качество краткосрочных финансовых вложений в полной мере зависит от надежности организаций, в которые размещены эти активы, а также ликвидности финансовых вложений; качество денежных средств зависит от надежности банков, где открыты счета организации и от условий размещения средств на банковские счета.

**Достаточность высоколиквидных активов.** Оценка строится на использовании трех соотношений: между этими активами и оборотными активами в целом; между высоколиквидными активами и краткосрочными обязательствами и между высоколиквидными активами и выручкой. Доля высоколиквидных активов в оборотных активах должна быть приблизительно равна 3—5%, доля относительно краткосрочных обязательств 5—10%; отношение денежных средств и краткосрочных финансовых вложений к выручке (брутто) 0,5—2%. Дефицит денежных средств может привести к неликвидности организации, возникновению просроченной кредиторской задолженности и не погашенных в срок кредитов и займов; излишек — к упущенной выгоде и снижению эффективности деятельности в связи со значительным объемом низкодоходных или неработающих активов. Проблемы, связанные с дефицитом денежных средств, чаще возникают у высокоэффективных организаций, которые активно инвестируют средства в производство и расширяют масштабы деятельности.

Для определения оптимального остатка денежных средств на расчетных счетах и в виде наличных используется *модель Баумоля*, с помощью которой решается вопрос о том, как часто и в каком объеме необходимо переводить различные приносящие доход активы (краткосрочные ценные бумаги, прочие) в денежные средства, чтобы поддерживать приемлемую ликвидность организации без потери альтернативной доходности. В рамках этой модели считается, что любое предприятие начинает свою деятельность с некоторой целесообразной именно для него суммы денежных средств, помещаемых на банковские счета. В ходе хозяйственной деятельности эти средства расходуются на оплату поступающих счетов, а все поступающие от покупателей денежные средства вкладываются в приносящие доход активы. Как только остаток денежных средств на счетах и в виде наличных исчерпан полностью (или дошел до минимума, установленного обслуживающими банками), предприятию необходимо пополнить этот остаток до первоначального уровня.

В основу модели Баумоля, положены следующие предпосылки:

- денежные средства расходуются организацией равномерно;
- все поступающие денежные средства сразу инвестируются в краткосрочные финансовые инструменты, а затем при необходимости трансформируются в денежные средства;
- оптимизируются два вида затрат, связанных с денежными средствами, — затраты на хранение, которые оцениваются на основе альтернативной доходности по финансовым инструментам с минимальным уровнем риска (при разработке модели Баумоль

рассматривал в этом качестве государственные ценные бумаги), и транзакционные издержки, которые связаны с переводом финансовых инструментов в денежные средства. При этом транзакционные издержки считаются постоянными, не зависящими от объема конвертируемых средств.

Стоимость краткосрочных финансовых инструментов, которые должны быть трансформированы в денежные средства для поддержания ликвидности организации, рассчитывается по формуле

$$Q = \sqrt{\frac{2 \cdot A \cdot c}{r_a}},$$

где  $A$  — годовые платежи, которые необходимо осуществить хранимыми на счетах денежными средствами за рассматриваемый период времени;

$c$  — транзакционные издержки, т.е. единовременные расходы по конвертации краткосрочных финансовых инструментов в денежные средства;

$r_a$  — издержки хранения, т.е. альтернативный процент, который организация могла бы заработать, размещая денежные средства в краткосрочные финансовые инструменты.

Среднегодовой остаток денежных средств равен половине рассчитанного объема краткосрочных ценных бумаг, переводимых в денежные средства; кроме того, к полученному значению надо добавить страховой остаток денежных средств, который обычно составляет 50% рассчитанного значения среднегодового остатка. Число переводов за год определяется отношением суммарных годовых платежей денежными средствами к оптимальному объему обмениваемых ценных бумаг. Для принятия решений по денежным средствам необходимо сопоставить их фактический остаток с оптимальным остатком.

Для выявления источников поступлений и платежей, притоков и оттоков денежных средств применяется соответственно прямой и косвенный метод расчета денежных средств. Полученные значения денежных потоков дают возможность оценить эффективность деятельности организации в зоне денежных потоков. Прогнозные значения поступлений и платежей, а также притоков и оттоков позволяют определить потребность организации в источниках финансирования.

Схема расчета денежных средств прямым методом показана в табл. 4.15.

Оценивая чистые денежные средства по видам деятельности, необходимо иметь в виду следующее.

1. Чистые денежные средства от *текущей деятельности* должны быть положительны, поскольку текущая деятельность нацелена на извлечение прибыли. Положительные денежные средства от текущей деятельности — свидетельство успешной деятельности организации и возможности дальнейшего развития за счет собственных средств.

2. Чистые денежные средства от *инвестиционной деятельности* должны быть отрицательными, т.е. платежи должны превышать поступления, поскольку инвестиционная деятельность связана с приобретением и продажей внеоборотных активов. Отрицательные чистые

**Таблица 4.15. Прямой метод расчета денежных средств**

<p><b>А. Текущая деятельность</b></p> <p>Поступления денежных средств от покупателей</p> <p>Авансы полученные</p> <p>Прочие поступления</p> <p><i>Итого поступлений денежных средств</i></p> <p>Платежи денежных средств поставщикам в счет оплаты приобретенных товаров, работ, услуг, сырья и иных оборотных активов</p> <p>Выдача авансов</p> <p>Выплата заработной платы</p> <p>Платежи по налогам и сборам</p> <p>Выплата процентов и дивидендов</p> <p>Прочие платежи</p> <p><i>Итого платежей денежных средств</i></p> <p><i>Чистые денежные средства от текущей деятельности</i></p>
<p><b>Б. Инвестиционная деятельность</b></p> <p>Поступления денежных средств от продажи объектов основных средств и иных внеоборотных активов</p> <p>Поступления от продажи ценных бумаг и иных финансовых вложений</p> <p>Поступления от погашения займов, предоставленных другим организациям</p> <p>Получение дивидендов</p> <p>Получение процентов</p> <p>Прочие поступления</p> <p><i>Итого поступлений денежных средств</i></p> <p>Приобретение объектов основных средств, доходных вложений в материальные ценности и нематериальных активов</p> <p>Приобретение дочерних организаций</p> <p>Приобретение ценных бумаг и иных финансовых вложений</p> <p>Займы, предоставленные другим организациям</p> <p>Прочие платежи</p> <p><i>Итого платежей денежных средств</i></p> <p><i>Чистые денежные средства от инвестиционной деятельности</i></p>
<p><b>В. Финансовая деятельность</b></p> <p>Поступления от эмиссии акций или иных долевых бумаг</p>

Поступления от займов и кредитов, предоставленных другими организациями Прочие поступления <i>Итого поступлений денежных средств</i> Погашение займов и кредитов (без процентов) Погашение обязательств по финансовой аренде Прочие платежи <i>Итого платежей денежных средств</i> <i>Чистые денежные средства от финансовой деятельности</i>
<b>Чистое увеличение (уменьшение) денежных средств и их эквивалентов</b>

денежные средства от инвестиционной деятельности свидетельствуют о том, что осуществляются значительные инвестиции во внеоборотные активы и, вероятно, расширяются производственные мощности организации или увеличивается контроль над другими организациями посредством осуществления вкладов в их уставные капиталы.

3. Чистые денежные средства от *финансовой деятельности* должны быть положительными, поскольку эта деятельность связана с изменением собственного инвестированного капитала и заемных средств. Положительные чистые денежные средства от финансовой деятельности свидетельствуют о том, что организация финансирует свою расширяющуюся деятельность за счет внешних источников, а не только нераспределенной прибылью и кредиторской задолженностью.

4. Чистые денежные средства от *всех видов деятельности* в сумме должны быть положительными, т.е. отрицательное сальдо по инвестиционной деятельности должно быть перекрыто положительным сальдо по текущей и финансовой деятельности. Это свидетельствует о том, что организация становится более ликвидной и не испытывает дефицита денежных средств.

Рассчитанные прямым методом значения поступлений и платежей, позволяют выполнить следующие расчеты.

1. Расчет *структуры суммарных поступлений и платежей* по видам деятельности, которая для стабильно развивающейся организации характеризуется преобладанием поступлений и платежей по текущей деятельности. В поступлениях по текущей деятельности основным компонентом являются средства, полученные от покупателей, заказчиков, а в платежах — оплата приобретенных товаров, работ, услуг, сырья и иных оборотных активов, оплата труда, а также налоговые платежи. Платежи по инвестиционной деятельности должны быть представлены в значительной своей части платежами за приобретаемые основные средства.

2. Расчет *показателей динамики поступлений и платежей*, которые должны характеризоваться положительными темпами прироста показателей движения денежных средств, причем темпы прироста

показателей по текущей деятельности должны соответствовать динамике выручки и расходов.

3. Расчет *обеспеченности денежными средствами*. Этот показатель характеризует, сколько дней в среднем сможет работать организация без притока дополнительных денежных средств:

$$O_{\text{дс}} = \frac{ДС}{ПЛ_{\text{тек}}} \cdot 365,$$

где  $ДС$  — величина денежных средств (средняя за период), рассчитанная по балансу или отчету о движении денежных средств;

$ПЛ_{\text{тек}}$  — платежи по текущей деятельности.

Оценивая этот показатель, необходимо учитывать периодичность поступлений по текущей деятельности: если специфика деятельности организации такова, что приток денежных средств осуществляется равномерно и ежедневно, то большой остаток денежных средств нерационален, обеспеченность на 1–3 дня — вполне обычное явление.

4. Расчет *интервала самофинансирования*. Этот показатель учитывает возможность самофинансирования не только за счет имеющегося остатка денежных средств, но и за счет краткосрочных финансовых вложений ( $КФВ$ ) и дебиторской задолженности ( $ДЗ$ ):

$$I_{\text{с}} = \frac{ДС + КФВ + ДЗ}{ПЛ_{\text{тек}}} \cdot 365.$$

5. Расчет *достаточности денежного потока по текущей деятельности для самофинансирования инвестиционной деятельности* как соотношения между чистыми денежными средствами по текущей деятельности и платежами по инвестиционной деятельности. Слишком большое значение показателя (превышающее единицу), хотя и подтверждает возможность полностью финансировать инвестиционные процессы за счет собственных средств, все же косвенно свидетельствует о недостаточной инвестиционной активности, поскольку масштабное обновление производственного потенциала возможно только при привлечении внешних источников финансирования. Показатель рассчитывается по формуле

$$D_{\text{инв}} = \frac{ДП_{\text{тек}}}{ПЛ_{\text{инв}}},$$

где  $ДП_{\text{тек}}$  — чистые денежные средства, полученные от текущей деятельности;

$ПЛ_{\text{инв}}$  — платежи по инвестиционной деятельности.



Еще один вариант расчета показателя самофинансирования инвестиционной деятельности включает оценку возможности финансировать не только приобретение внеоборотных активов, но и инвестиции в оборотный капитал:

$$D_{\text{инв}}^I = \frac{ДП_{\text{тек}}}{ПЛ_{\text{инв}} + \Delta OK},$$

где  $\Delta OK$  — прирост оборотного капитала, рассчитываемый по балансу, как разность между значением оборотного капитала на конец и начало года.

6. Расчет *достаточности денежного потока по текущей деятельности для обслуживания обязательств* оценивается как соотношение между чистыми денежными средствами по текущей деятельности и платежами по финансовой деятельности. Высокое значение показателя (больше единицы) свидетельствует о возможности организации за счет собственных средств погашать обязательства. Показатель рассчитывается по формуле

$$D_{\text{фин}} = \frac{ДП_{\text{тек}}}{ПЛ_{\text{фин}}}.$$

7. Расчет *достаточности денежного потока по текущей деятельности для погашения обязательств* как соотношения между чистыми денежными средствами по текущей деятельности и суммарными обязательствами организации:

$$D_{\text{фин}}^I = \frac{ДП_{\text{тек}}}{O},$$

где  $O$  — суммарные балансовые обязательства организации.

На следующем этапе расчетов оценивается *наличие неденежных форм расчетов*. Для того чтобы определить долю денежных средств в выручке организации, надо сопоставить показатель поступления денежных средств, полученных от покупателей, заказчиков с показателем выручки (нетто) от продажи продукции. Показатель должен находиться в пределах от 0,9 до 1,25. Доля денежных средств в выручке определяется следующими характеристиками организации:

- эффективностью руководства и прозрачностью организации. Чем выше удельный вес денежных средств в выручке, тем эффективнее руководство и прозрачнее организация;
- ликвидностью организации. Чем больше доля денежных средств в выручке, тем выше ликвидность и в целом финансовая устойчивость организации, поскольку от показателя доли денеж-

ных средств напрямую зависит возможность своевременного исполнения организацией своих обязательств;

- конкурентоспособностью продукции. Чем больше доля денежных средств, тем выше конкурентоспособность продукции, поскольку, как правило, неконкурентоспособная продукция реализуется с применением неденежных форм расчетов;
- использованием схем налоговой оптимизации. Высокий удельный вес неденежных форм расчетов может являться его следствием.

Кроме наличия неденежных форм расчетов, отличие выручки от поступлений денежных средств объясняется тем, что:

- выручка отражается «по отгрузке», а денежные средства — это реально оплаченная выручка, т.е. при значительном увеличении дебиторской задолженности покупателей и заказчиков будет возрастать разрыв между выручкой и поступлениями денежных средств, которые в этом случае, очевидно, будут меньше выручки;
- выручка отражается без косвенных налогов (налога на добавленную стоимость, акцизов и аналогичных обязательных платежей), что приводит к ее занижению относительно поступлений денежных средств.

При анализе использования неденежных форм расчетов сравнивается себестоимость проданной продукции с платежами по текущей деятельности, а также платежи по приобретаемым объектам внеоборотных активов с приростом этих активов в балансе. Таким образом, для выявления неденежных форм расчетов рассчитывают следующие показатели:

- 1) отношение поступлений от покупателей по текущей деятельности к выручке;
- 2) отношение платежей по текущей деятельности, а именно суммы оплаты приобретенных товаров и иных оборотных активов к материальным расходам;
- 3) отношение денежных средств, направленных на оплату труда, к затратам на оплату труда;
- 4) отношение денежных средств, направленных на расчеты по налогам и сборам, к начисленным налоговым платежам;
- 5) отношение платежей в счет приобретения объектов основных средств, доходных вложений в материальные ценности и нематериальных активов за вычетом продаж к приросту внеоборотных активов (кроме финансовых вложений и отложенных налоговых активов);
- 6) отношение поступлений от займов и кредитов, предоставленных другими организациями, за вычетом погашения займов и кредитов к их приросту в балансе.

Если эти соотношения приблизительно находятся в пределах от 0,9 до 1,25, неденежные формы расчетов несут незначительную нагрузку.

На заключительном этапе расчета определяется *оплаченная рентабельность поступлений по текущей деятельности* (процент чистых денежных средств, содержащихся в поступлениях по текущей деятельности):

$$P_{\text{дп}} = \frac{\text{ДП}_{\text{тек}}}{\text{П}_{\text{тек}}} \cdot 100,$$

где  $\text{П}_{\text{тек}}$  — поступления по текущей деятельности.

Оплаченная рентабельность характеризует эффективность управления денежными потоками и непосредственно влияет на ликвидность организации — чем выше показатель, тем выше ликвидность.

Разрабатывая политику управления денежными потоками, необходимо учитывать, что текущая деятельность организации должна иметь положительное сальдо, что является свидетельством ее эффективности; инвестиционная деятельность — отрицательное, что говорит об инвестиционной активности организации; финансовая деятельность — положительное, что является косвенным подтверждением доступности для организации внешних финансовых ресурсов. Кроме того, важно, чтобы в платежах и поступлениях производственной организации преобладала текущая деятельность, а поступления и платежи осуществлялись преимущественно в денежной форме.

**Косвенный метод расчета денежных потоков.** Метод включает корректировку полученной прибыли на сумму операций неденежного характера, связанных с выбытием внеоборотных активов, а также на изменение активов и пассивов. Преимуществом косвенного метода является то, что он показывает различия между прибылью и изменением остатка денежных средств. Информационная основа расчета показателей движения денежных средств косвенным методом — балансовый отчет и отчет о прибылях и убытках. В соответствии с этим методом расчеты притоки денежных средств могут быть вызваны увеличением статей пассива баланса и уменьшением статей актива баланса; оттоки, наоборот, — увеличением статей актива и уменьшением статей пассива, при этом основа денежного потока — прибыль отчетного года и амортизация.

Для расчета показателей *движения денежных средств* косвенным методом используется следующая формула:

$$\text{ДП} = \text{П}_{\text{ч}}^{\text{отч}} + \text{А}_{\text{г}}^{\text{отч}} - (\Delta \text{А} + \text{А}_{\text{г}}^{\text{отч}}) + (\Delta \text{П} - \text{П}_{\text{ч}}^{\text{отч}}),$$

где  $\text{П}_{\text{ч}}^{\text{отч}}$  — чистая прибыль отчетного года;

- $A_r^{отч}$  — амортизация отчетного года;  
 $\Delta A$  — прирост статей актива баланса;  
 $\Delta П$  — прирост статей пассива баланса.

Далее рассчитываются показатели *движения денежных средств в разрезе видов* деятельности. Текущая деятельность отражается в балансе через приросты статей актива «запасы и НДС», «дебиторская задолженность», а также приросты статей пассива «нераспределенная прибыль», «кредиторская задолженность».

*Денежный поток от текущей деятельности* рассчитывается по формуле

$$ДП_{тек} = П_ч^{отч} + A_r^{отч} - \Delta З - \Delta ДЗ + (\Delta K_n - П_ч^{отч}) + \Delta KЗ,$$

где  $\Delta З$  — прирост запасов;

$\Delta ДЗ$  — прирост дебиторской задолженности;

$(\Delta K_n - П_ч^{отч})$  — прирост накопленного капитала (нераспределенная прибыль и резервный капитал) за вычетом прибыли отчетного года, разность характеризует использование прибыли в отчетном году;

$\Delta KЗ$  — прирост кредиторской задолженности.

Инвестиционная деятельность отражается в балансе через прирост внеоборотных активов, а также прирост краткосрочных финансовых вложений. *Денежный поток от инвестиционной деятельности* рассчитывается по формуле

$$ДП_{инв} = -(\Delta BA + A_r^{отч}) - \Delta KФВ,$$

где  $\Delta BA$  — прирост внеоборотных активов;

$\Delta KФВ$  — прирост краткосрочных финансовых вложений.

Финансовая деятельность отражается в балансе через приросты статей пассива: уставного капитала (за вычетом собственных акций, выкупленных у акционеров), добавочного капитала, долгосрочных обязательств, краткосрочных кредитов и займов. *Денежный поток от финансовой деятельности* рассчитывается по формуле

$$ДП_{фин} = \Delta K_{инв} + \Delta O_d + \Delta O_{кз},$$

где  $\Delta K_{инв}$  — прирост инвестированного собственного капитала (уставный за вычетом выкупленных акций и добавочный капитал);

$\Delta O_d$  — прирост долгосрочных обязательств;

$\Delta O_{к,з}$  — прирост краткосрочных кредитов и займов.

Схема расчета денежных средств косвенным методом показана в табл. 4.16.

Для эффективного, растущего бизнеса характерны следующие притоки: прибыль отчетного года, кредиты и займы, а также кредиторская задолженность; оттоки — внеоборотные активы, запасы и дебиторская задолженность. Притоки должны быть сформированы из пассива баланса, а оттоки — из актива.

При оценке отклонений чистых денежных средств в разрезе видов деятельности, полученных с использованием прямого и косвенного методов, приоритет остается за прямым методом, поскольку он более точно фиксирует денежные потоки.

Таблица 4.16. **Косвенный метод расчета денежных средств**

<p><b>А. Текущая деятельность</b></p> <p>Чистая прибыль отчетного года  Амортизация отчетного года  <i>Приросты балансовых статей</i>  отложенные налоги  запасы и прочие оборотные активы  НДС по приобретенным ценностям  дебиторская задолженность  собственный накопленный капитал  кредиторская задолженность  прочие краткосрочные обязательства  <i>Чистые денежные средства от текущей деятельности</i></p>
<p><b>Б. Инвестиционная деятельность</b></p> <p><i>Приросты балансовых статей</i>  нематериальные активы  основные средства  незавершенное строительство  доходные вложения в материальные ценности  долгосрочные финансовые вложения  прочие внеоборотные активы  краткосрочные финансовые вложения  <i>Чистые денежные средства от инвестиционной деятельности</i></p>
<p><b>В. Финансовая деятельность</b></p> <p><i>Приросты балансовых статей</i>  собственный инвестированный капитал  долгосрочные кредиты и займы</p>

прочие долгосрочные обязательства краткосрочные кредиты и займы <i>Чистые денежные средства от финансовой деятельности</i>
<b>Чистое увеличение (уменьшение) денежных средств и их эквивалентов</b>

#### 4.7. Оценка эффективности использования оборотных активов

Показатели использования оборотных активов позволяют оценить, насколько эффективны были принятые управленческие решения, касающиеся объема и структуры оборотных активов. Для анализа эффективности использования оборотных активов применяются показатели: оборачиваемость оборотных активов, продолжительность производственного, операционного и финансового циклов, рентабельность оборотных активов; также проводится факторный анализ прироста выручки за счет интенсивных и экстенсивных факторов использования оборотных активов и расчет относительного высвобождения / вовлечения оборотных активов. Показатель «оборачиваемость оборотных активов» является одним из вторичных факторов стоимости бизнеса, влияющим на рентабельность инвестированного капитала и на темп его роста. Именно поэтому особого внимания заслуживает оценка динамики оборачиваемости, а также определяющих ее факторов.

*Оборачиваемость* оборотных активов показывает, сколько раз за период оборотные активы трансформируются в денежные средства:

$$k_{об} = \frac{B}{OA},$$

где  $OA$  — стоимость оборотных активов.

По аналогичной формуле можно рассчитывать оборачиваемость отдельных элементов оборотных активов, в этом случае в знаменателе формулы указывают стоимость элементов активов.

*Рентабельность* оборотных активов рассчитывается по формуле

$$P_{об} = \frac{\Pi_{пр}}{OA} \cdot 100.$$

Для анализа рентабельности оборотных активов используется факторная модель, которая представляет собой зависимость рентабельности от коэффициента оборачиваемости оборотных активов и рентабельности продаж:

$$P_{\text{оа}} = k_{\text{о}} \cdot P_{\text{п}},$$

где  $P_{\text{п}}$  — рентабельность продаж;

$k_{\text{о}}$  — коэффициент оборачиваемости оборотных активов.

Следующим этапом анализа эффективности использования оборотных активов является расчет *приростов выручки*, полученных от экстенсивных и интенсивных факторов, характеризующих использование оборотных активов. Для расчета приростов используется формула

$$B = k_{\text{о}} \cdot OA.$$

Эффективно управляемая организация имеет прирост финансовых результатов преимущественно за счет интенсификации использования ресурсов.

Эффективность использования оборотных активов на заключительном этапе оценивается через расчет *относительного их высвобождения / вовлечения* по формуле

$$\Delta OA_{\text{отн}} = OA^{\text{к}} - OA^{\text{н}} \cdot \frac{B^{\text{отч}}}{B^{\text{пр}}},$$

где  $OA^{\text{к}}$ ,  $OA^{\text{н}}$  — стоимость оборотных активов на конец и начало года;

$B^{\text{отч}}$ ,  $B^{\text{пр}}$  — выручка отчетного и предыдущего года.

Положительное значение, полученное по этой формуле, говорит о том, что происходит относительное вовлечение оборотных активов. Это означает, что темп увеличения оборотных активов превышает темп роста выручки — это признак неэффективного использования оборотных активов. Отрицательное же значение свидетельствует о высвобождении оборотных активов и более эффективном их использовании.

Дополняет приведенную формулу расчет относительной экономии / перерасхода материальных затрат:

$$\Delta MZ_{\text{отн}} = MZ^{\text{отч}} - MZ^{\text{пр}} \cdot \frac{B^{\text{отч}}}{B^{\text{пр}}},$$

где  $MZ^{\text{отч}}$ ,  $MZ^{\text{пр}}$  — материальные затраты в отчетном и предыдущем году.

**Анализ ситуации.** Показатели эффективности управления отдельными элементами оборотных активов ОАО «XYZ» (запасами и НДС по приобретенным ценностям, дебиторской задолженностью и высоколиквидными активами — краткосрочными финансовыми вложениями и денежными средствами) представлены в табл. 4.17—4.19.

Основная составляющая элемента «Запасы и НДС по приобретенным ценностям» (табл. 4.17) — это запасы сырья и материалов,

на долю которых приходится 47,9%. Темп их роста, как и других видов запасов, в частности запасов незавершенного производства и готовой продукции, существенно превышает темп роста выручки, что приводит к выводу о неэффективности принимаемых решений по запасам и необходимости более глубокого исследования этих активов. Если запасы сырья и материалов превышают оптимальный уровень, растут затраты на их хранение; снижается эффективность вследствие отвлечения средств в неработающие активы; снижается ликвидность организации; растут потери от порчи и воровства.

В организации не создаются оценочные резервы под снижение стоимости материальных ценностей, что свидетельствует о том, что качество этих материальных ценностей оценивается специалистами организации как достаточно высокое. В целом, несмотря на отмеченные негативные тенденции, запасы характеризуются достаточно





Таблица 4.17. Анализ структуры и динамики запасов и НДС по приобретенным ценностям

Показатель	Начало года		Конец года		Изменение за год			Доля фактора в изменении запасов и НДС, %
	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Абсолютное, тыс. руб.	Темп прироста, %	Доля в структуре, %	
Запасы сырья и материалов	883 564	45,7	1 297 019	47,9	413 455	46,8	2,2	53,4
Запасы незавершенного производства и расходы будущих периодов, прочие запасы	276 823	14,3	420 504	15,5	143 681	51,9	1,2	18,6
Запасы готовой продукции и товары отгруженные	407 228	21,1	773 502	28,6	366 274	89,9	7,5	47,3
НДС по приобретенным ценностям	366 456	18,9	216 773	8,0	(149 683)	(40,8)	(10,9)	(19,3)
Всего запасов и НДС	1 934 071	100,0	2 707 798	100,0	773 727	40,0	—	100,0

Таблица 4.18. Анализ структуры и динамики дебиторской задолженности

Задолженность	Начало года		Конец года		Изменение за год			Доля фактора в изменении дебиторской задолженности, %
	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Абсолютное, тыс. руб.	Темп прироста, %	Доля в структуре, %	
Задолженность покупателей и заказчиков	1 346 820	64,7	1 773 658	57,8	426 838	31,7	(6,9)	43,2
Авансы выданные	207 172	10,0	277 146	9,0	69 974	33,8	(0,9)	7,1
Задолженность прочих дебиторов	527 289	25,3	1 017 609	33,2	490 320	93,0	7,8	49,7
Всего дебиторская задолженность	2 081 281	100,0	3 068 413	100,0	987 132	47,4	—	100,0

Таблица 4.19. Срок погашения составляющих дебиторской задолженности

Показатель	Предыдущий год	Отчетный год
Срок погашения дебиторской задолженности покупателей и заказчиков	35	34
Срок обращения выданных авансов	10	10
Срок погашения прочей дебиторской задолженности	17	25

высокой оборачиваемостью, а следовательно, приемлемым уровнем качества. Таким образом, политика в отношении запасов должна быть направлена на оптимизацию запасов сырья и материалов, контроль за соблюдением технологии производства и уменьшение остатков незавершенного производства, а также на более качественное планирование потребности в запасах готовой продукции и разработку мер по стимулированию сбыта в целях предотвращения затоваривания складов готовой продукцией.

Анализ структуры дебиторской задолженности (табл. 4.18) показывает, что структура далека от оптимальной, поскольку выданные авансы и прочая дебиторская задолженность в сумме занимают в ней 42,2% на конец года, что свидетельствует о невысоком качестве задолженности. В составе прочей задолженности преобладает задолженность дочерних организаций и бюджета. Основными факторами роста дебиторской задолженности стала дебиторская задолженность покупателей, заказчиков и прочая. Анализ срока погашений отдельных элементов дебиторской задолженности (табл. 4.19) показывает, что эти показатели находятся на приемлемом уровне (от 10 до 34 дней), но динамика их противоречива, так срок погашения задолженности покупателей и заказчиков снижается с 35 до 34 дней, а прочей дебиторской задолженности увеличивается с 17 до 25 дней. В составе дебиторской задолженности имеется долгосрочная задолженность; это прочая задолженность, однако ее удельный вес в составе дебиторской задолженности настолько незначителен (1,2%), что это не может рассматриваться как признак неплатежеспособности контрагентов. Списанная в убыток дебиторская задолженность незначительна: на конец года составляет 1,17% суммы дебиторской задолженности, но при этом увеличивается и абсолютном, и в относительном выражении. В этой связи создание резервов по сомнительным долгам вполне оправданно, их удельный вес в дебиторской задолженности покупателей составляет 2,5% на конец года. В целом дебиторскую задолженность можно признать достаточно качественной.

Кредитная политика организации (табл. 4.20) по многим признакам является жесткой. Об этом свидетельствуют в первую очередь короткий срок (34 дня), который предоставляет организация своим покупателям для оплаты отгруженной продукции; замедленный относительно темпа прироста выручки (34,3%) темп прироста задолженности покупателей и заказчиков (31,7%); наличие полученных авансов (1,7% задолженности). Кроме того, практически отсутствует долгосрочная задолженность, а потери, связанные с дебиторской задолженностью, невелики. Также признаком жесткой политики является незначительность создаваемых резервов под обесценение

дебиторской задолженности. Но относительная жесткость кредитной политики организации не препятствует росту объема реализации продукции. При этом у предприятия остается резерв по стимулированию сбыта — это либерализация кредитной политики.

Таблица 4.20. Показатели кредитной политики организации

<i>Показатель</i>	<i>На начало года</i>	<i>На конец года</i>
Срок погашения дебиторской задолженности покупателей и заказчиков, дн.	35	34
Дебиторская задолженность, тыс. руб.	2 081 281	3 068 413
в том числе долгосрочная	—	37 000
Доля долгосрочной задолженности, %	—	1,21
Полученные авансы, тыс. руб.	20 650	30 221
Отношение полученных авансов к дебиторской задолженности покупателей и заказчиков, %	1,53	1,70
Темп прироста выручки, %	X	34,26
Темп прироста дебиторской задолженности покупателей и заказчиков, %	X	31,69
Списанная в убыток задолженность неплатежеспособных дебиторов (форма № 1), тыс. руб.	14 107	35 777
Доля списанной в убыток задолженности неплатежеспособных дебиторов в суммарной дебиторской задолженности, %	0,68	1,17
Убытки от списания дебиторской задолженности, по которой истек срок исковой давности (форма № 2), тыс. руб.	3352	8652
Доля убытков от списания дебиторской задолженности, по которой истек срок исковой давности, в суммарной дебиторской задолженности, %	0,16	0,28
Резервы по сомнительным долгам, тыс. руб.	69 190	44 775

Несмотря на то что дебиторская задолженность относительно невелика, она приносит определенные потери организации (табл. 4.21). Так, инфляционные потери в отчетном году, рассчитанные с учетом инфляции на уровне 9% годовых, составили 276 157 тыс. руб.; потери, связанные с необходимостью финансирования дебиторской задолженности при условии, что краткосрочные кредиты организация привлекает под 12% годовых, составили 368 210 тыс. руб.;

максимальные потери от упущенной выгоды, рассчитанной с учетом рентабельности инвестированного капитала 24,9%, составили 763 658 тыс. руб.

Таблица 4.21. Потери, связанные с дебиторской задолженностью, тыс. руб.

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Потери, связанные с инфляционным обесцениением	228 941	276 157
Потери, связанные с необходимостью финансирования	270 567	368 210
в том числе связанные с необходимостью финансирования задолженности покупателей и заказчиков	175 087	212 839
Потери от упущенной выгоды	748 017	763 658

Таким образом, у организации остается определенный не полностью реализованный фактор воздействия на рыночный спрос: либерализация кредитной политики. Однако при дальнейшей либерализации кредитной политики необходимо компенсировать за счет увеличения объема продаж все те потери от увеличения дебиторской задолженности, которые неизбежно будут возникать.

Политика в отношении дебиторской задолженности должна быть направлена на сокращение прочей задолженности; кроме того, необходимо рассмотреть возможность и оценить эффективность стимулирования реализации продукции либерализацией кредитной политики.

Анализ высоколиквидных активов, которыми располагает организация (табл. 4.22), показал, что в составе этих активов присутствуют как денежные средства, так и краткосрочные финансовые вложения, которые составляют 86,3% суммы высоколиквидных активов на конец года, что несколько снижает потери от этих активов. Динамика высоколиквидных активов положительна, темп прироста составил 5,8%, что существенно ниже как темпа прироста валюты баланса (60,4%), так и темпа прироста выручки (34,3%). Это снижает степень ликвидности организации, однако не до критических отметок.

Стоимость высоколиквидных активов вполне достаточна для обеспечения приемлемого уровня ликвидности организации. Об этом свидетельствуют все критерии, которые были использованы для оценки обеспеченности этими активами. Удельный вес высоколиквидных активов в оборотных активах составляет 183% норматива,

принятого на уровне 3% оборотных активов; соотношение с краткосрочными обязательствами равно 205,6% норматива, принятого на уровне 5% краткосрочных обязательств; соотношение с выручкой составляет 178% норматива, принятого на уровне 1% от выручки. То есть уровень обеспеченности высоколиквидными активами составил от 178,0 до 206% их нормативной величины. Такая ситуация с обеспеченностью высоколиквидными активами объясняется тем, что организация, проводя активную инвестиционную политику и привлекая в значительных объемах заемный капитал, имеет достаточный объем высоколиквидных активов для финансирования своей деятельности.

**Таблица 4.22. Обеспеченность организации высоколиквидными активами**

<i>Показатель</i>	<i>Значение на начало года</i>	<i>Значение на конец года</i>
Сумма денежных средств, тыс. руб.	71 182	46 003
Сумма денежных средств и КФВ, тыс. руб.	317 123	335 476
Нормативная сумма денежных средств и КФВ (3% оборотных активов), тыс. руб.	129 974	183 361
Отношение суммы денежных средств и КФВ к нормативному, %	244,0	183,0
Нормативная сумма денежных средств и КФВ, (5% краткосрочных обязательств), тыс. руб.	62 045	163 137
Отношение суммы денежных средств и КФВ к нормативному, %	511,1	205,6
Нормативная сумма денежных средств и КФВ (1% выручки), тыс. руб.	140 381	188 471
Отношение суммы денежных средств и КФВ к нормативному, %	225,9	178,0

Дальнейшая оценка эффективности принимаемых решений по денежным средствам связана с расчетом денежных потоков организации. С этой целью построены табл. 4.23—4.25.

Как показывают расчеты, структура поступлений и платежей в целом типична для организации реального сектора экономики, поскольку в них преобладает текущая деятельность, составляя в поступлениях отчетного года 91,9, а в платежах 85,7%. Оценка сальдо

по видам деятельности показывает, что текущая деятельность имеет положительное сальдо как в предыдущем, так и в отчетном году, что является показателем эффективной операционной деятельности организации. При этом сальдо снижается, что согласуется с динамикой расчетного денежного потока по текущей деятельности (сумма чистой прибыли и амортизации), который также снижается. Однако расчетные чистые денежные средства существенно превышают фактические, что связано с оттоками денежных средств в дебиторскую задолженность и запасы.

Таблица 4.23. Поступления и платежи в предыдущем году

Показатель	Значение показателя	Из него		
		по текущей деятельности	по инвестиционной деятельности	по финансовой деятельности
Поступления, тыс. руб.	16 557 772	15 220 240	449 312	888 220
%	100	91,9	2,7	5,4
Платежи, тыс. руб.	(16 506 743)	(14 140 702)	(1 303 930)	(1 062 111)
%	100	85,7	7,9	6,4
Чистые денежные средства, тыс. руб.	51 029	1 079 538	(854 618)	(173 891)

Таблица 4.24. Поступления и платежи в отчетном году

Показатель	Значение показателя	Из него		
		по текущей деятельности	по инвестиционной деятельности	по финансовой деятельности
Поступления, тыс. руб.	26 380 581	20 758 887	1 369 623	4 252 071
%	100	78,7	5,2	16,1
Платежи, тыс. руб.	(26 405 760)	(20 715 041)	(4 138 454)	(1 552 265)
%	100	78,4	15,7	5,9
Чистые денежные средства, тыс. руб.	(25 179)	43 846	(2 768 831)	2 699 806



**Таблица 4.25. Показатели денежного потока  
по текущей деятельности, тыс. руб.**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Расчетный денежный поток по текущей деятельности (сумма чистой прибыли и амортизации)	2 300 519	2 627 646
Фактические чистые денежные средства по текущей деятельности	1 079 538	43 846

Сальдо по инвестиционной деятельности отрицательное, в предыдущем году оно равно –854 618 тыс. руб., в отчетном –2 768 831 тыс. руб., что свидетельствует о растущей инвестиционной активности организации. Сальдо по финансовой деятельности в предыдущем году было отрицательным (–173 891 тыс. руб.); это связано с погашением привлеченных внешних заемных источников. В отчетном году оно стало положительным (2 699 806 тыс. руб.), что является следствием привлечения внешнего капитала, направляемого на финансирование инвестиционной деятельности. Суммарное сальдо очень незначительно и при этом в отчетном году становится отрицательным, однако это не представляет угрозы для организации, поскольку она характеризуется избыточной ликвидностью.

Оценивая структуру и динамику поступлений и платежей по элементам (табл. 4.26), можно заметить, что основными источниками поступлений являются поступления от покупателей и заказчиков; некоторое снижение удельного веса поступлений от покупателей и заказчиков с 90,4 до 76,5% связано с увеличением поступлений по финансовой деятельности, направляемых на финансирование инвестиционной деятельности. В платежах преобладают платежи поставщикам материальных ресурсов (60,7% суммарных платежей в отчетном году), что вполне типично для предприятия реального сектора экономики. Темпы прироста поступлений и платежей по текущей деятельности в целом соответствуют темпу прироста выручки (34,3%), но движение денежных средств по инвестиционной и финансовой деятельности становится более интенсивным в связи с масштабной инвестиционной программой, финансируемой заемными источниками.

Возможность осуществления платежей за счет имеющегося остатка денежных средств (табл. 4.27) превышает 1 день, при этом за счет наличия дебиторской задолженности, характеризующейся высокой оборачиваемостью, интервал самофинансирования увеличивается до 59 дней, что вполне приемлемо. Таким образом, организация имеет

Таблица 4.26. Структура и динамика поступлений и платежей

Показатель	Предыдущий год		Отчетный год		Изменение за год		Доля фактора в изменении поступлений и платежей, %
	Значение, тыс. руб.	Удельный вес, %	Значение, тыс. руб.	Удельный вес, %	Абсолютное тыс. руб.	Темп прироста, %	
Поступления:							
средства, полученные от покупателей, заказчиков	14 973 268	90,4	20 171 990	76,5	5 198 722	34,7	52,9
выручка от продажи объектов основных средств и иных внеоборотных активов	3091	0,0	4589	0,0	1498	48,5	0,0
поступления от займов и кредитов, предоставленных другими организациями	888 220	5,4	4 252 071	16,1	3 363 851	378,7	34,2
прочие поступления	693 193	4,2	1 951 931	7,4	1 258 738	181,6	12,8
<b>Итого поступлений</b>	<b>16 557 772</b>	<b>100,0</b>	<b>26 380 581</b>	<b>100,0</b>	<b>9 822 809</b>	<b>59,3</b>	<b>100</b>
Платежи:							
оплата приобретенных товаров, работ, услуг, сырья и иных оборотных активов	12 076 956	73,2	16 018 387	60,7	3 941 431	32,6	39,8
оплата труда	829 011	5,0	1 147 405	4,3	318 394	38,4	3,2
расчеты по налогам, сборам и платежи во внебюджетные фонды	978 258	5,9	1 269 105	4,8	290 847	29,7	2,9
приобретение объектов основных средств, доходных вложений в материальные ценности и нематериальных активов	806 470	4,9	1 466 934	5,6	660 464	81,9	6,7
погашение займов и кредитов (без процентов)	899 864	5,5	1 420 395	5,4	520 531	57,8	5,3
прочие платежи	916 184	5,6	5 083 534	19,3	4 167 350	454,9	42,1
<b>Итого платежей</b>	<b>16 506 743</b>	<b>100,0</b>	<b>26 405 760</b>	<b>100,0</b>	<b>9 899 017</b>	<b>60,0</b>	<b>100</b>

Таблица 4.27. Показатели обеспеченности денежными средствами

<i>Показатель</i>	<i>Алгоритм расчета</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Среднедневной расход денежных средств, тыс. руб.	Платежи по текущей деятельности / 365	38 742	56 754
Обеспеченность денежными средствами, дней	Среднегодовой остаток денежных средств / среднесуточный расход	1,179	1,032
Интервал самофинансирования, дней	Остаток денежных средств + КФВ + дебиторская задолженность / среднесуточный расход	62	59

Таблица 4.28. Показатели самофинансирования инвестиционной и финансовой деятельности, %

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Коэффициент самофинансирования инвестиционной деятельности	82,79	1,06
Коэффициент самофинансирования инвестиционной деятельности, включая инвестиции в оборотный капитал	X	0,79
Возможность осуществления платежей по финансовой деятельности за счет текущей деятельности	101,64	2,82
Возможность погашения обязательств за счет текущей деятельности	67,37	0,90

возможность для своевременного обслуживания обязательств, но только при условии погашения обязательств контрагентами. Наблюдается тенденция к снижению показателей обеспеченности денежными средствами, однако это может не иметь негативных последствий для организации до тех пор, пока она имеет стабильный и растущий объем поступлений по текущей деятельности, позволяющий своевременно обслуживать обязательства.

Показатели самофинансирования (табл. 4.28), которые характеризуют, в какой мере организация может финансировать свою инвестиционную и финансовую деятельность за счет текущей, находились в предыдущем году на достаточно высоком уровне. Так, коэффициент самофинансирования инвестиционной деятельности показывал, что 82,79% платежей по инвестиционной деятельности организация может осуществить за счет текущей. Однако в отчетном году показатели самофинансирования снизились практически до нуля. Это связано, с одной стороны, с активизацией как инвестиционной, так и финансовой деятельности, а с другой — с уменьшением чистых денежных средств по текущей деятельности. Это приводит к необходимости привлечения дополнительных источников финансирования инвестиционной программы, а также к ужесточению контроля над дебиторской и кредиторской задолженностью в целях увеличения поступлений по текущей деятельности.

Таблица 4.29 дает основания сделать выводы об отсутствии (незначительности) неденежных форм расчетов по текущей, инвестиционной и финансовой деятельности. Доказательством служит приблизительное равенство между поступлениями от покупателей и заказчиков и выручкой, а также соответствующих показателей по платежам. По инвестиционной и финансовой деятельности также есть равенство между изменением балансовых показателей и денежными средствами, направленными соответственно на приобретение внеоборотных активов и полученными денежными средствами от привлеченных кредитов. Как видно из табл. 4.29, соотношение между поступлениями по текущей деятельности и выручкой составляет 110%, превышение поступлений связано с тем, что они включают НДС; по этой же причине платежи превышают себестоимость. По финансовой и инвестиционной деятельности соотношения приблизительно равны 100%, что подтверждает отсутствие неденежных форм расчетов. Такой вывод позволяет дать самые благоприятные характеристики ликвидности, конкурентоспособности, прозрачности, эффективности организации.

Таблица 4.29. **Признаки использования неденежных форм расчетов**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Поступления от текущей деятельности (средства, полученные от покупателей, заказчиков и авансы) из формы № 4, тыс. руб.	15 220 240	20 758 887
Выручка из формы № 2, тыс. руб.	14 038 098	18 847 138
Соотношение поступления / выручка (нетто), %	108	110
Платежи по текущей деятельности из формы № 4 (оплата приобретенных товаров, оплата труда, платежи в бюджет), тыс. руб.	(14 127 940)	(19 361 703)
Себестоимость реализации, управленческие и коммерческие расходы из формы № 2, тыс. руб.	(10 871 408)	(14 646 039)
Соотношение платежи / себестоимость полная, %	130	132
Приобретение объектов основных средств, доходных вложений в материальные ценности и нематериальных активов за вычетом продаж форма № 4, тыс. руб.	—	1 463 843
Увеличение внеоборотных активов (кроме финансовых вложений и отложенных налоговых активов) форма № 5 и № 1, тыс. руб.	—	1 504 560
Соотношение платежи / увеличение внеоборотных активов, %	—	97,29
Поступления от займов и кредитов, предоставленных другими организациями, за вычетом погашения займов и кредитов, форма № 4, тыс. руб.	—	2 831 676
Увеличение кредитов и займов, форма № 1, тыс. руб.	—	2 862 516
Соотношение поступления / увеличение кредитов и займов, %	—	98,92

Оценивая результаты расчета показателей движения денежных средств прямым методом, можно в целом дать положительную оценку политике управления денежными потоками, поскольку потоки сбалансированы по видам деятельности и устойчивы, что обеспечивает стабильность работы и возможность развития бизнеса. Направления политики управления денежными потоками таковы: более активное инвестирование свободных денежных средств в работающие активы в целях минимизации потерь от упущенной выгоды; контроль за поступлениями по текущей деятельности и недопущение замедленного роста поступлений относительно выручки; дальнейшее привлечение заемных источников для финансирования инвестиционной программы предприятия.

Денежные потоки, реконструированные в соответствии с косвенным методом расчетов (табл. 4.30), показывают, что структура притоков и оттоков в отчетном году в целом характерна для эффективного и развивающегося бизнеса.

**Таблица 4.30. Показатели движения денежных средств, рассчитанные косвенным методом**

<i>Показатель</i>	<i>Значение показателя, тыс. руб.</i>
Прибыль отчетного года	2 320 093
Амортизация отчетного года	307 553
Притоки и оттоки:	
внеоборотные активы	(2 705 059)
запасы и НДС	(773 727)
дебиторская задолженность, КФВ, прочие оборотные	(1 031 002)
капитал собственный инвестированный	(4 484)
капитал собственный накопленный	(1 395 527)
долгосрочные пассивы	1 235 147
краткосрочные кредиты и займы	1 657 686
кредиторская задолженность и прочие	364 141
<i>Денежный поток за период</i>	<i>(25 179)</i>
<i>Денежный поток нарастающим итогом на конец года</i>	<i>46 003</i>

Расчет показателей структуры притоков и оттоков денежных средств, дал следующий результат (табл. 4.31).

Так, самыми существенными элементами притока денежных средств являются прибыль, а также привлечение краткосрочных

кредитов; основные оттоки — это вложения во внеоборотные активы, а также выплата дивидендов.

Таблица 4.31. Структура притоков и оттоков

<i>Показатель</i>	<i>Значения показателя, тыс. руб.</i>	<i>Структура, %</i>
<b>Притоки</b>		
прибыль отчетного года	2 320 093	39,4
амортизация отчетного года	307 553	5,2
долгосрочные пассивы	1 235 147	21,0
краткосрочные кредиты и займы	1 657 686	28,2
кредиторская задолженность и прочие	364 141	6,2
<b>Итого</b>	<b>5 884 620</b>	<b>100</b>
<b>Оттоки</b>		
внеоборотные активы	(2 705 059)	45,8
запасы и НДС	(773 727)	13,1
дебиторская задолженность, КФВ, прочие оборотные	(1 031 002)	17,4
капитал собственный инвестированный	(4 484)	0,1
капитал собственный накопленный	(1 395 527)	23,6
<b>Итого</b>	<b>(5 909 799)</b>	<b>100</b>
<i>Денежный поток за период</i>	<i>(25 179)</i>	

Чистые денежные средства по видам деятельности (табл. 4.32) таковы — текущая деятельность дает отрицательное сальдо, что связано со значительными дивидендными выплатами, а также оттоками в запасы и дебиторскую задолженность; инвестиционная деятельность — отрицательное сальдо, что связано со значительными вложениями в реальные и финансовые внеоборотные активы; финансовая деятельность характеризуется положительным сальдо — организация привлекает банковские кредиты.

В целом косвенный метод дал несколько отличающиеся от результатов прямого метода результаты, особенно в части текущей деятельности, тем не менее общая оценка денежных потоков организации остается прежней: они устойчивы, а направления их рациональны.

Основные направления политики управления денежными потоками организации:

- обеспечение положительного сальдо по текущей деятельности за счет ужесточения контроля над платежами поставщикам и поступлениями от покупателей, а также ужесточения контроля над запасами и дебиторской задолженностью;

**Таблица 4.32. Показатели движения денежных средств  
(косвенный метод, по видам деятельности), тыс. руб.**

<i>Элементы денежного потока</i>	<i>Значения за отчетный год</i>
<i>Текущая деятельность (чистые денежные средства)</i>	(143 756)
В том числе	
чистая прибыль отчетного года	2 320 093
амортизация отчетного года	307 553
Приросты балансовых статей	
отложенные налоги	21 181
запасы и прочие оборотные активы	(923 748)
НДС по приобретенным ценностям	149 683
дебиторская задолженность	(987 132)
собственный накопленный капитал	(1 395 527)
кредиторская задолженность	364 629
прочие краткосрочные обязательства (задолженность перед участниками, ДБП, РПР, прочие)	(488)
<i>Инвестиционная деятельность (чистые денежные средства)</i>	(2 739 455)
Приросты балансовых статей	
нематериальные активы	(1 638)
основные средства	(1 484 947)
незавершенное строительство	66 560
доходные вложения в материальные ценности	—
долгосрочные финансовые вложения	(1 227 315)
прочие внеоборотные активы	(48 583)
краткосрочные финансовые вложения	(43 532)
<i>Финансовая деятельность (чистые денежные средства)</i>	2 858 032
Приросты балансовых статей	
собственный инвестированный капитал	(4 484)
долгосрочные кредиты и займы	1 204 830
прочие долгосрочные обязательства	—
краткосрочные кредиты и займы	1 657 686
<i>Денежный поток за период</i>	(25 179)
<i>Денежный поток нарастающим итогом на конец года</i>	46 003

- обеспечение притоков по финансовой деятельности для финансирования инвестиционной программы предприятия;
- поддержание положительного итогового сальдо денежных средств в целях предотвращения резкого (более чем на 10%) снижения ликвидности организации.



Для итоговой оценки эффективности управления оборотными активами рассчитаны коэффициенты оборачиваемости и рентабельности оборотных активов (табл. 4.33).

Таблица 4.33. **Показатели эффективности использования оборотных активов**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Коэффициент оборачиваемости оборотных активов, руб./руб.	3,24	3,08
Коэффициент оборачиваемости запасов и НДС, руб./руб.	7,26	6,96
Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности, руб./руб.	6,74	6,14
Коэффициент оборачиваемости высоколиквидных активов, руб./руб.	44,27	56,18
Рентабельность оборотных активов, %	66,83	63,70

Как показывают расчеты, показатели эффективности использования оборотных активов хотя и находятся на весьма высоком уровне, имеют тенденцию к снижению. Этот вывод относится ко всем элементам оборотных активов, кроме высоколиквидных активов. Причинами такой динамики стали несколько факторов, выявленных ранее: чрезмерный рост запасов сырья и материалов, незавершенного производства, готовой продукции, прочей дебиторской задолженности. Таким образом, политика управления оборотными активами должна строиться так, чтобы нейтрализовать наметившиеся негативные тенденции к снижению оборачиваемости оборотных активов. Чтобы более детально понять причины снижения эффективности использования оборотных активов, были дополнительно выполнены несколько расчетов (табл. 4.34—4.37).

Как показали расчеты, основная причина снижения эффективности использования оборотных активов — снижение оборачиваемости оборотных производственных фондов с 12,10 до 10,97 раза в год (доля влияния фактора —197,3%), структура оборотных активов улучшилась, поскольку доля производственных фондов увеличилась с 26,78 до 28,11% и повлияла на эффективность использования оборотных активов положительно (доля влияния фактора 97,3%). Таким образом, резервом повышения эффективности использования оборотных активов можно считать повышение эффективности использования оборотных производственных фондов.

**Таблица 4.34. Показатели факторного анализа коэффициента оборачиваемости оборотных активов\***

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Коэффициент оборачиваемости оборотных активов	3,24	3,08
Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг, тыс. руб.	14 038 098	18 847 138
Оборотные производственные фонды, тыс. руб.	1 160 409	1 717 883
Оборотные активы, тыс. руб.	4 332 497	6 112 047
Удельный вес оборотных производственных фондов, %	26,78	28,11
Коэффициент оборачиваемости оборотных активов	3,24	3,08
Коэффициент оборачиваемости оборотных производственных фондов	12,10	10,97
Прирост оборачиваемости оборотных активов за счет их структуры	0,152	
Прирост оборачиваемости оборотных активов за счет их структуры, %	97,32	
Прирост оборачиваемости оборотных активов за счет коэффициента оборачиваемости оборотных производственных фондов	(0,31)	
Прирост выручки за счет коэффициента оборачиваемости оборотных производственных фондов, %	(197,32)	
Суммарное изменение коэффициента оборачиваемости оборотных активов	(0,16)	

\* Факторы — структура оборотных активов и оборачиваемость оборотных производственных фондов

Результаты анализа рентабельности оборотных активов, приведенные в табл. 4.35, показывают, что причина снижения рентабельности оборотных активов с 66,8 до 63,7% — снижение их оборачиваемости (доля влияния фактора –103,15%); рентабельность продаж повлияла положительно (доля влияния фактора 3,15%), однако ее влияния не хватило, чтобы переломить тенденцию к снижению рентабельности оборотных активов.

Результаты расчета приростов выручки, полученных от экстенсивных и интенсивных факторов использования оборотных активов, вполне предсказуемы (табл. 4.36): рост выручки связан исключительно с экстенсивным фактором — увеличением оборотных активов (доля

влияния 116,8%), интенсивность их использования повлияла отрицательно (доля влияния –16,8%).

Таблица 4.35. **Показатели факторного анализа рентабельности оборотных активов\***

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Рентабельность оборотных активов, %	66,83	63,70
Коэффициент оборачиваемости оборотных активов	3,24	3,08
Рентабельность продаж, %	20,63	20,66
Прирост рентабельности оборотных активов за счет коэффициента оборачиваемости, процентных пунктов	(3,23)	
Прирост рентабельности оборотных активов за счет коэффициента оборачиваемости, %	(103,15)	
Прирост рентабельности оборотных активов за счет рентабельности продаж, процентные пункты	0,10	
Прирост рентабельности оборотных активов за счет рентабельности продаж, %	3,15	
Суммарное изменение рентабельности оборотных активов	(3,13)	

\* Факторы — коэффициент оборачиваемости и рентабельность продаж

Таблица 4.36. **Расчет прироста выручки за счет экстенсивного и интенсивного использования оборотных активов**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий период</i>	<i>Отчетный период</i>
Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг, тыс. руб.	14 038 098	18 847 138
Оборотные активы, тыс. руб.	4 332 497	6 112 047
Коэффициент оборачиваемости	3,24	3,08
Прирост выручки за счет увеличения оборотных активов, тыс. руб.	5 617 629	
Прирост выручки за счет увеличения оборотных активов, %	116,8	
Прирост выручки за счет увеличения оборачиваемости, тыс. руб.	(808 589)	
Прирост выручки за счет увеличения оборачиваемости, %	(16,8)	
Суммарный прирост выручки, тыс. руб.	4 809 040	

Заключительный этап оценки эффективности использования оборотных активов (табл. 4.37) — расчет их относительного вовлечения. Это позволяет оценить, сколько стоит для организации снижение эффективности использования оборотных активов. Результаты расчетов показывают, что неэффективное использование оборотных активов привело к необходимости привлечения дополнительно 2 950 364 тыс. руб. (4,8% стоимости оборотных активов на конец года) для финансирования прироста оборотных активов, который не оправдан увеличением объема производства и продаж продукции.

Таблица 4.37. **Расчет относительного высвобождения/вовлечения оборотных активов**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг, тыс. руб.	14 038 098	18 847 138
Оборотные активы, тыс. руб.	4 332 497	6 112 047
Относительное высвобождение/вовлечение оборотных активов, тыс. руб.	295 364	
Относительное высвобождение/вовлечение оборотных активов, %	4,8	

В целом краткосрочную финансовую политику в отношении оборотных активов можно признать эффективной. Наблюдаются некоторые негативные тенденции, связанные со снижением эффективности их использования, тем не менее оборотные активы характеризуются достаточно высокой оборачиваемостью и рентабельностью, а значит, их качество достаточно высокое для обеспечения как текущей деятельности организации, так и ее финансовой устойчивости.

Направления краткосрочной финансовой политики в отношении оборотных активов таковы:

1) ужесточение контроля за запасами сырья и материалов, оценка эффективности службы снабжения и выяснение причин необоснованного роста запасов; оптимизация запасов сырья и материалов на основе EOQ-модели;

2) выяснение причин необоснованного увеличения запасов готовой продукции, принятие маркетинговых мер по стимулированию спроса;

3) контроль за прочей дебиторской задолженностью, принятие мер по снижению задолженности бюджета перед организацией, оценка

целесообразности увеличения дебиторской задолженности дочерних обществ перед организацией;

4) либерализация кредитной политики в целях стимулирования спроса;

5) сокращение финансового цикла за счет сокращения времени пребывания запасов на складах и увеличения срока погашения кредиторской задолженности;

6) повышение эффективности использования оборотных активов за счет повышения оборачиваемости оборотных производственных фондов до 12,1 оборота в год, что позволит увеличить оборачиваемость оборотных активов до 3,4 оборота в год;

7) дальнейшее улучшение структуры оборотных активов за счет сокращения доли фондов обращения до 60% стоимости оборотных активов, что обеспечит повышение их рентабельности;

8) повышение рентабельности оборотных активов за счет увеличения их оборачиваемости.

## Управление операционной деятельностью

### 5.1. Управление персоналом

В современных условиях роль персонала существенно возрастает и становится одним из важнейших факторов создания стоимости. В информационной экономике обязательное условие, способное обеспечить корпоративные нововведения, высокий и устойчивый уровень удовлетворения потребителей и тем самым создать конкурентное преимущество организации, — это качество ее персонала. Недостаточно поддерживать высокий уровень инвестиций во внеоборотные активы, необходимы постоянные инвестиции в персонал, в повышение его материальной обеспеченности, социальной удовлетворенности, квалификации, условий труда. Только в этом случае можно рассчитывать на повышение степени лояльности и профессионализма персонала, а также на повышение эффективности деятельности всей организации и рост стоимости бизнеса, поскольку именно персонал является одним из источников неосязаемых нематериальных активов, приводящим к увеличению стоимости бизнеса. Именно поэтому вопросы, связанные с мотивацией и квалификацией персонала попадают в область принятия финансовых решений.

Для аналитического обеспечения принятия эффективных решений в сфере управления персоналом используются следующие виды анализа:

- структуры персонала по категориям, рабочему стажу, полу, квалификации, профессиональной подготовленности, что обеспечивает оценку качества персонала;
- динамики численного состава работников для оценки сохранности кадровой базы и текучести персонала;
- производительности труда и зарплатоотдачи, что позволяет оценить систему мотивации персонала.

С помощью аналитических процедур оценивается, насколько производителен персонал организации, насколько он удовлетворен своей работой, оплатой труда и моральным климатом в коллективе, насколько высока вероятность потери ключевых сотрудников и прочего персонала, без которого продолжение деятельности невозможно, насколько эффективны затраты на оплату труда.

Для оценки решений, касающихся персонала организации, необходима информация о среднесписочной и средней численности персонала. В среднесписочную численность включаются наемные работники, работавшие по трудовому договору (контракту) и выполнявшие постоянную, временную или сезонную работу один день или более, а также работавшие собственники организаций, получавшие заработную плату в данной организации. Средняя численность работников рассчитывается как сумма:

- среднесписочной численности работников;
- средней численности работников, принятых на работу по совместительству из других организаций;
- средней численности работников, выполнявших работу по договорам.

Для обоснования решений по персоналу необходим постоянный контроль его качества, которое оценивается через показатели структуры персонала по следующим позициям.

*Категории персонала:* рабочие — основные и вспомогательные; служащие — руководители, специалисты, другие. Для оценки соотношения между численностью руководителей и прочего персонала организации рассчитывается коэффициент административной нагрузки — отношение численности персонала за вычетом руководителей к численности руководителей. Значение показателя зависит от организационной структуры предприятия. Прогрессивной является тенденция сокращения числа уровней управления, переход к плоской, дивизиональной структуре, имеющей меньше уровней управления и основанной на межфункциональных командах, обеспечивающих быструю реакцию бизнеса на изменения во внешней и внутренней среде.

*Возраст и стаж* работы в организации или в данной сфере деятельности. Эта характеристика персонала может использоваться для оценки его качества. Для эффективных организаций характерна сбалансированная возрастная структура, для менее эффективных возрастная структура смещена в направлении увеличения удельного веса старших возрастных групп и молодежи при снижении удельного веса средних возрастных групп. Наличие персонала с большим стажем работы на предприятии или в данной сфере деятельности положительно характеризует организацию.

*Уровень образования и квалификации персонала.* Эта характеристика также может использоваться для оценки качества персонала. В общем случае чем выше уровень образования и квалификации персонала, тем выше качество персонала, но только если образование и квалификация соответствуют характеру и сложности выполняемых работ.

*Отношение к продукции.* По этому показателю персонал делится на прямой, деятельность которого можно непосредственно отнести на носитель затрат, и косвенный. Деятельность прямого персонала проще оценивать и мотивировать, поэтому чем больше его удельный вес, тем эффективнее система управления персоналом.

Для оценки сохранности кадровой базы используются показатели движения персонала. Оценку этих показателей целесообразно начинать с расчета *темпа прироста его численности*. При сопоставлении с темпом прироста объема производства в натуральных единицах этот показатель дает возможность оценить обоснованность увеличения численности персонала. В общем случае темп прироста численности должен быть ниже темпа прироста объема производства.

*Коэффициент текучести персонала* — это отношение численности уволенных по нежелательным для организации причинам (по собственному желанию и за нарушение трудовой дисциплины) к среднесписочной:

$$k_{\text{ов}} = \frac{Ч_{\text{ун}}}{Ч_{\text{с}}} \cdot 100,$$

где  $Ч_{\text{ун}}$  — численность уволенных по нежелательным причинам;

$Ч_{\text{с}}$  — среднесписочная численность.

Коэффициент текучести персонала позволяет дать оценку сохранности персонала, а также оценить его качество. При высоком значении коэффициента (выше 10% в год) качество персонала можно характеризовать как низкое.

*Коэффициент постоянства численности персонала* — отношение численности работников, отработавших весь год, к среднесписочной:

$$k_{\text{п}} = \frac{Ч_{\text{ог}}}{Ч_{\text{с}}} \cdot 100,$$

где  $Ч_{\text{ог}}$  — численность работников, отработавших весь год.

Хотя высокая степень постоянства персонала в целом положительно характеризуют организацию, изменения в технологиях, видах деятельности, номенклатуре выпускаемой продукции, организационной структуре предприятия могут вызвать объективную необходимость замены персонала. Это приводит к повышению показателя движения персонала и снижению его постоянства. Одновременно с анализом показателей движения персонала необходимо оценивать, как меняется в результате движения персонала его качество, т.е. квалификация, образование, возраст, средний стаж работы, производительность труда. При повышении качества персонала и произво-



длительности труда показатели его движения и политика управления персоналом в целом оцениваются положительно. Однако в общем случае признаком эффективной кадровой стратегии является высокая производительность труда в сочетании со стабильностью состава персонала.

Для оценки *производительности труда* используются два показателя: отношение выручки от продаж к численности работников и отношение добавленной стоимости к численности работников.

Производительность труда, рассчитанная через выручку от продаж, равна

$$ПТ = \frac{B}{Ч_c};$$

через добавленную стоимость

$$ПТ = \frac{B - MЗ}{Ч_c},$$

где  $MЗ$  — материальные затраты.

Второй показатель более точно отражает вклад работников предприятия в создание новой стоимости, поскольку исключает из оценки эффективности труда фактор приобретенных ценностей — материальных ресурсов, в которых заключен прошлый труд.

Для эффективного управления персоналом необходимо установить факторы, которые определяют уровень производительности труда.

**1. Структура персонала**, доля основного производственного персонала (прямого), непосредственно участвующего в создании добавленной стоимости. Структура персонала зависит от организационной структурах бизнеса; более прогрессивным, дивизиональным структурам характерен высокий удельный вес прямого персонала. В таких структурах более высока степень самостоятельности и ответственности персонала, что обеспечивает более высокую степень мотивации труда, заинтересованности персонала в результатах своей деятельности.

**2. Качество персонала**, которое оценивается через структуру по уровню образования, профессионализма, квалификации и т.д. Качество персонала также необходимо оценивать через затраты на обучение персонала, поскольку высокий относительно выручки уровень этих затрат обеспечивает повышение качества персонала.

**3. Фондовооруженность труда и условия труда**, которые оцениваются через отношение стоимости основных средств к численности персонала, а также обеспеченностью персонала площадью производственных помещений. Эффективность основных средств и применяемых технологий оценивается через показатель фондоотдача.

4. *Эффективность системы мотивации персонала.* Система мотивации труда — не только один из важнейших факторов повышения производительности труда, но и очень мощный фактор роста конкурентных преимуществ компании. Мотивация труда оценивается через отношение выручки к затратам на оплату труда, т.е. через показатель «зарплатоотдача», рост показателя указывает на эффективную систему мотивации. Степень мотивации труда также зависит от доли переменной части оплаты труда: чем выше доля, тем теснее связь оплаты с результатами труда. Кроме того, на эффективность мотивации влияют и нематериальные факторы, например возможность карьерного роста.

5. *Уровень оплаты труда.* Этот показатель оценивается средней заработной платой работников. Кроме того, имеет значение степень дифференциации в оплате труда, т.е. соотношение между средней заработной платой высокооплачиваемых и низкооплачиваемых сотрудников. В современных условиях низкооплачиваемый труд дает очень недолговечное конкурентное преимущество; эффективные компании характеризуются высоким уровнем средней заработной платы, компенсируя высокие затраты на труд ускоренной автоматизацией производственных процессов и замещением труда капиталом.

С учетом перечисленных факторов можно построить следующие модели производительности труда:

1) производительность труда как функция двух факторов — структуры персонала и производительности труда основного производственного персонала:

$$ПТ = d_{пр} \cdot ПТ_{пр},$$

где  $d_{пр}$  — доля основного производственного персонала в среднесписочной численности персонала;

$ПТ_{пр}$  — производительность труда основного производственного персонала.

2) производительность труда как функция фондоотдачи и фондовооруженности:

$$ПТ = ФВ \cdot ФО;$$

3) производительность труда, как функция средней заработной платы и зарплатоотдачи:

$$ПТ = \overline{ЗП} \cdot ЗО,$$

где  $\overline{ЗП}$  — средняя заработная плата работников, определяемая как отношение затрат на оплату труда к численности персонала;

$ЗО$  — зарплатоотдача, определяемая как отношение выручки к затратам на оплату труда.

Эффективность управления персоналом, в частности, проявляется через *относительное высвобождение персонала*, которое рассчитывается по формуле

$$\Delta \mathcal{C}_{\text{отн}} = \mathcal{C}^{\text{отч}} - \mathcal{C}^{\text{пр}} \times \left( \frac{B^{\text{отч}}}{B^{\text{пр}}} - t_{\text{инф}} \right),$$

где  $t_{\text{инф}}$  — темп инфляции.

Если в результате расчета по этой формуле получается положительное значение, то происходит относительное увеличение численности персонала, если же отрицательное — относительное высвобождение за счет повышения эффективности работы.

*Относительная экономия затрат на оплату труда*, которая также характеризует эффективность управления персоналом, рассчитывается по формуле

$$\Delta \text{ЗОТ}_{\text{отн}} = \text{ЗОТ}^{\text{отч}} - \text{ЗОТ}^{\text{пр}} \cdot \frac{B^{\text{отч}}}{B^{\text{пр}}}.$$

Завершается оценка эффективности кадровой политики анализом соотношения темпов прироста производительности труда и заработной платы.

*Темп прироста производительности труда* рассчитывается по формуле

$$T_{\text{ПТ}} = \frac{\text{ПТ}^{\text{отч}} - \text{ПТ}^{\text{пр}}}{\text{ПТ}^{\text{пр}}} \cdot 100;$$

темпер прироста средней заработной платы:

$$T_{\text{ЗП}} = \frac{\overline{\text{ЗП}}^{\text{отч}} - \overline{\text{ЗП}}^{\text{пр}}}{\overline{\text{ЗП}}^{\text{пр}}} \cdot 100,$$

где  $\overline{\text{ЗП}}^{\text{пр}}$  — средняя заработная плата в предыдущем году.

Обязательным условием нормального функционирования любой организации является превышение темпами роста средней заработной платы темпов инфляции. Оценка соотношения темпов прироста производительности труда и заработной платы дает основание сделать вывод о том, в чью пользу перераспределяется добавленная стоимость: в пользу работников (если темп прироста заработной платы опережает темп прироста производительности труда) или в пользу владельцев (если темп прироста производительности труда выше темпа прироста заработной платы). Для эффективно управляемой организации характерным будет определенный баланс между

темпами роста производительности труда и заработной платы при незначительном опережении темпов роста первого показателя. Особенно это характерно для организаций, применяющих капиталоемкие, трудосберегающие технологии.

Для оценки системы мотивации труда используются показатели зарплатоотдачи, которые формируются как соотношения между финансовыми результатами организации (выручкой, добавленной стоимостью, прибылью) и затратами на оплату труда. Эффективная система мотивации труда характеризуется следующими свойствами.

1. Базовый уровень оплаты труда в эффективной организации должен быть несколько выше, чем у аналогичных организаций, это положительно сказывается как на производительности труда, так и на показателях движения персонала: увеличивается постоянство численности персонала.

2. Переменная часть оплаты труда должна в значительной степени дифференцироваться в зависимости от результатов труда, поскольку такая дифференциация во многих случаях имеет большее влияние на производительность труда, чем уровень его оплаты.

3. Нецелесообразно устанавливать верхний уровень оплаты труда, поскольку это негативно влияет на мотивацию персонала и производительность труда.

4. Система мотивации труда должна не только стимулировать количественную результативность работников, но и задавать определенные ограничения, направленные, например, на достижение определенного уровня качества продукции, выполнение требований по безопасности труда, экологичности производства, др.

5. Система мотивации персонала должна быть направлена на достижение долгосрочных целей организации, что обеспечивается формированием долгосрочных премиальных фондов.

Показатели зарплатоотдачи, рассчитанные соответственно на основе выручки, добавленной стоимости и прибыли:

$$ZO_B = \frac{B}{ZO_T},$$

где  $ZO_T$  — затраты на оплату труда;

$$ZO_{ДС} = \frac{ДС}{ZO_T},$$

$ДС$  — добавленная стоимость;

$$ZO_{П} = \frac{П_{п}}{ZO_T},$$

$П_{п}$  — прибыль от продаж.

Показатели зарплатоотдачи — это частные показатели оценки эффективности затрат на труд, которые включают не только затраты на оплату труда, но и другие расходы организации, в частности премии, социальные расходы (оплату отдыха, лечения), расходы, связанные с содержанием работников (на одежду, питание, отпускные, выходные пособия), затраты на наем, подготовку, обучение персонала, налоговые расходы, связанные с оплатой труда персонала, другие расходы. Более общие показатели для оценки эффективности затрат на труд будут рассчитываться как отношение финансовых результатов к затратам на труд.

Эффективная кадровая политика характеризуется:

- высоким качеством персонала, проявляющимся в возрастной структуре, стаже работы, уровне образования и квалификации;
- низким уровнем текучести персонала, особенно в отношении ключевого персонала;
- высокими показателями производительности труда и заработной платы при условии, что темпы роста производительности соответствуют темпу роста средней заработной платы, происходит относительное высвобождение персонала и имеет место экономия затрат на оплату труда;
- эффективной системой мотивации труда, проявляющейся в увеличении производительности труда и зарплатоотдачи.

**Анализ ситуации.** В табл. 5.1 представлены показатели численности, производительности и оплаты труда персонала, характеризующие кадровую политику ОАО «XYZ».

Результаты расчетов позволяют в целом положительно оценить управление персоналом, поскольку реальный рост выручки, составивший 23,17%, существенно выше роста численности персонала (9,15%). Это является признаком перехода предприятия на более прогрессивные капиталоемкие и трудосберегающие технологии, внедрение которых приводит к повышению не только производительности труда, но и качества и конкурентоспособности выпускаемой продукции. Увеличение численности основного производственного персонала происходит еще более низкими темпами, что отражает тенденции в изменении структуры персонала. Производительность труда, рассчитанная через выручку, находится на достаточно высоком, превышающем среднеотраслевой уровне: 3317,6 тыс. руб./чел. в год. Создаваемая на предприятии добавленная стоимость достаточно велика, поэтому производительность труда, рассчитанная через добавленную стоимость и более адекватно оценивающая вклад персонала, имеет высокое значение: более 1500 тыс. руб./чел. в год. Динамика показателей производительности труда и его оплаты в целом сбалансирована: прирост средней заработной платы составил 26,2%, что

не превышает темп прироста производительности труда, рассчитанный через добавленную стоимость (26,8%). Однако производительность труда, рассчитанная через выручку, растет медленнее средней заработной платы; прирост составил 23,0%, что приводит к увеличению зарплатоемкости продукции и отрицательно влияет на рентабельность продаж и рентабельность инвестированного капитала, один из первичных факторов стоимости бизнеса.

**Таблица 5.1. Показатели численности, производительности и оплаты труда персонала**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Выручка (нетто), тыс. руб.	14 038 098	18 847 138
Численность персонала, чел.	5 205	5 681
Численность основного производственного персонала, чел.	4 721	4 874
Производительность труда (выручка/ численность), тыс. руб./чел.	2 697,0	3 317,6
Производительность труда (добавленная стоимость/ численность), тыс. руб./чел.	1 217,5	1 544,3
Среднегодовая заработная плата, тыс. руб./чел.	189,4	239,0
Фондовооруженность, тыс. руб./чел.	534,4	775,4
Реальный темп прироста выручки, %	—	23,17
Темп прироста численности персонала, %	—	9,15
Темп прироста численности основного производственного персонала, %	—	3,24
Темп прироста производительности труда, % (через выручку)	—	23,0
через добавленную стоимость	—	26,8
Темп прироста заработной платы, %	—	26,2
Темп прироста фондовооруженности, %	—	45,1

Уровень оплаты труда на предприятии достаточно высок; среднегодовая заработная плата составляет 239 тыс. руб./чел. в год, что превышает средний региональный уровень. Это позволяет сделать вывод о высоком качестве персонала; темп прироста средней заработной платы, составляющий 26,2% в год, существенно выше темпа инфляции (9%), что позволяет удерживать на предприятии высококвалифицированный персонал. Анализ образовательного уровня работников показал, что доля сотрудников с высшим профессиональным образованием увеличивается и в отчетном году составила 26,8%

среднесписочной численности, что подтверждает вывод о положительных тенденциях в изменении структуры персонала предприятия.

Результаты факторного анализа производительности труда (табл. 5.2) позволяют сделать следующие выводы. Рост производительности труда связан с ростом производительности труда основного производственного персонала, которая повысилась с 2973,5 тыс. руб. до 3866,9 тыс. руб. чел. в год; структура персонала повлияла отрицательно, поскольку доля основного производственного персонала уменьшилась с 90,7 до 85,8%.

Таблица 5.2. **Факторный анализ производительности труда\***

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Производительность труда, тыс. руб./чел.	2697	3318
Удельный вес основного производственного персонала, %	90,7	85,8
Производительность труда основного производственного персонала, тыс. руб./чел.	2973,54	3866,87
Прирост производительности за счет структуры персонала, тыс. руб./чел. %	(166,65) (26,86)	
Прирост производительности за счет производительности труда основного производственного персонала, тыс. руб./чел. %	787,18 126,86	
Прирост производительности труда, тыс. руб./чел.	620,53	

\* Факторы — структура персонала и производительность труда основного производственного персонала.

Другая версия факторного анализа производительности труда — исследование влияния на нее двух факторов: фондовооруженности труда и фондоотдачи (табл. 5.3). Она не дает основания для позитивных выводов об эффективности управления персоналом. Так, основным фактором роста производительности явилась фондовооруженность, которая увеличилась с 534,4 до 775,4 тыс. руб./чел. в год, это экстенсивный фактор (доля влияния 179,71%); интенсивный фактор — фондоотдача — повлиял отрицательно (−79,71%). Это позволяет подтвердить сделанный ранее вывод о недостаточной эффективности использования вновь введенных в эксплуатацию основных средств: именно поэтому рост фондовооруженности труда не привел к требуемому увеличению его производительности.

Таблица 5.3. **Факторный анализ производительности труда\***

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Производительность труда, тыс. руб./чел.	2697	3318
Фондовооруженность, тыс. руб./чел.	534,4	775,4
Фондоотдача, руб./руб.	5,05	4,28
Прирост производительности за счет роста фондовооруженности, тыс. руб./чел.	1115,17	
%	179,71	
Прирост производительности за счет роста фондоотдачи, тыс. руб./чел.	(494,64)	
%	(79,71)	

\* Факторы — фондовооруженность и фондоотдача.

Исследование влияния системы мотивации труда на производительность труда дало следующие результаты (табл. 5.4). Прирост производительности труда связан с ростом средней заработной платы (влияние 112,29%), зарплатоотдача снизилась с 14,2 до 13,9 руб./руб. Это позволяет сделать вывод о недостаточной эффективности системы мотивации труда и необходимости разработки систем премирования, позволяющих более эффективно мотивировать персонал к увеличению производительности труда.

Таблица 5.4. **Факторный анализ производительности труда\***

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Производительность труда, тыс. руб./чел.	2697,0	3317,6
Среднегодовая заработная плата, тыс. руб./чел.	189,4	239,0
Зарплатоотдача, руб./руб.	14,2	13,9
Прирост производительности за счет роста средней заработной платы, тыс. руб./чел.	696,77	
%	112,29	
Прирост производительности за счет роста зарплатоотдачи, тыс. руб./чел.	(76,24)	
%	(12,29)	

\* Факторы — средняя заработная плата и зарплатоотдача

Для более полной оценки показателей зарплатоотдачи рассчитаны соотношения показателей финансовых результатов и затрат на



оплату труда (табл. 5.5). Соотношения показали, что на рубль, затраченный на оплату труда, было получено больше добавленной стоимости (показатель увеличился с 6,43 до 6,46 руб./руб.), но меньше выручки и прибыли, что свидетельствует о необходимости совершенствования системы мотивации труда.

Таблица 5.5. Показатели зарплатоотдачи, руб./руб.

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Выручка на 1 руб. затрат на оплату труда	14,24	13,88
Добавленная стоимость на 1 руб. затрат на оплату труда	6,43	6,46
Прибыль на 1 руб. затрат на оплату труда	2,06	1,71

Заключительные расчеты по оценке кадровой политики (табл. 5.6) позволяют определить относительное высвобождение персонала: 839 чел., или 14,76% численности, в отчетном году. Другими словами, повышение производительности труда привело к экономии труда 839 работников; при отсутствии роста производительности труда предприятию пришлось бы увеличивать численность персонала.

Таблица 5.6. Расчет относительного уменьшения / увеличения численности персонала

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг, тыс. руб.	14 038 098	18 847 138
Среднесписочная численность, чел.	5 205	5 681
Относительное уменьшения / увеличения персонала, чел.		(839)
%		(14,76)

В затратах на оплату труда (табл. 5.7) произошел относительный перерасход, хотя и незначительный: 2,51%, что связано со снижением зарплатоотдачи, которое было выявлено ранее.

Подводя итог оценке кадровой политике, можно заметить такие существенные тенденции: рост численности персонала, увеличение производительности труда, средней заработной платы, повышение профессионального уровня работников, повышение фондовооруженности. В целом эти тенденции можно оценивать положительно,

хотя соотношение приростов перечисленных показателей не всегда оптимально; однако эти изменения приводят к повышению качества персонала и происходят на фоне значительного роста объема производства.

**Таблица 5.7. Расчет относительной экономии / перерасхода затрат на оплату труда**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг, тыс. руб.	14 038 098	18 847 138
Затраты на оплату труда, тыс. руб.	985 850	1 357 680
Относительная экономия/перерасход затрат на оплату труда, тыс. руб.	34 107	
%	2,51	

В целом результаты расчетов позволяют дать позитивную оценку политике управления персоналом. Однако очевидны и некоторые негативные тенденции: снижение зарплатоотдачи, а значит, снижение эффективности системы мотивации труда. Направления кадровой политики таковы:

1) совершенствование системы мотивации труда, обеспечение опережения ростом производительности труда роста заработной платы. Обеспечение увеличения зарплатоотдачи до 15 руб. выручки на 1 руб. затрат на оплату труда;

2) обеспечение устойчивого роста оплаты труда, превышающего среднеотраслевой региональный темп роста, что позволит удерживать высокопрофессиональный персонал на предприятии;

3) контроль за увеличением численности вспомогательного и управленческого персонала, улучшение структуры за счет увеличения удельного веса основного производственного персонала;

4) увеличение затрат на повышение квалификации труда персонала. Повышение образовательного уровня работников;

5) повышение эффективности использования основных средств и увеличение отдачи от приобретенного оборудования в целях дальнейшего повышения производительности труда.

## 5.2. Управление расходами

Один из ключевых элементов управления операционной деятельностью организации — управление расходами, поскольку расходы, представляя собой платежи, которые необходимо осуществить, чтобы

привлечь и удержать экономические ресурсы, являются одним из основных факторов, определяющих размер финансовых результатов организации, рентабельность инвестированного капитала и в конечном итоге стоимость бизнеса.

В российских нормативных, учебных и научных изданиях для обозначения понятий «потребленные ресурсы» или «деньги», которые нужно заплатить за ресурсы, используются термины «расходы» и «затраты», отличия которых и область применения строго не определены. В нормативных актах, регулирующих налогообложение, эти термины используются как синонимы. Представляется, что более корректное определение этих терминов таково.

*Затраты* — это денежное выражение того количества факторов производства, которые были реально использованы в данном производственном цикле для производства и реализации продукции (товаров, работ, услуг), а также для управления предприятием (организацией), т.е. затраты — это денежное выражение издержек.

*Расходы* — эта та часть затрат, которую в текущем отчетном периоде в соответствии с действующими правилами, положениями и нормативами бухгалтерского финансового и налогового учета разрешено использовать для уменьшения доходов, полученных за данный отчетный период, для целей формирования финансовых результатов и исчисления налогооблагаемой базы по налогу на прибыль.

В процессе разработки политики управления расходами оценивается структура расходов по направлениям, элементам и функциям, структура стоимости бизнес-процессов, показатели ресурсоемкости продукции, коэффициенты расходов, показатели контролируемости расходов. Кроме того, выявляется влияние факторов на изменение расходов, а также оценивается уровень операционного рычага. Несмотря на то что финансовые службы организации не могут непосредственно влиять на ее расходы, информация о расходах — важнейшая в системе управления финансами, поскольку задачей финансовых менеджеров является выявление факторов, влияющих на рост расходов организации, и определение перспективных направлений их снижения.

Структура *расходов по направлениям* имеет следующий вид:

- расходы по обычным видам деятельности;
- прочие расходы, в том числе финансовые (проценты к уплате).

Структура *расходов по элементам*:

- материальные затраты;
- затраты на оплату труда;
- отчисления на социальные нужды;
- амортизация;
- прочие затраты.

Структура *расходов по функциям* (производство, управление, про-  
дажа) включает:

- себестоимость проданной продукции;
- коммерческие расходы;
- управленческие расходы.

Структура *стоимости бизнес-процессов* (стоимость равна расходам за вычетом материальных затрат), которая позволяет отследить формирование добавленной стоимости и оптимизировать расходы, имеет следующий вид:

- затраты на оплату труда;
- отчисления на социальные нужды;
- амортизация;
- прочие затраты.

Следующий этап анализа — расчет показателей ресурсоемкости продукции и коэффициентов расходов. Целью этого расчета является установление удельных расходов на ресурсы на 1 руб. выручки и отслеживание их динамики, которая характеризует эффективность использования ресурсов. Показатели ресурсоемкости (материалоемкости, зарплатоемкости, амортизациеёмкости, прочей ресурсоемкости) показывают, сколько организации необходимо затратить ресурсов в денежном выражении на 1 руб. выручки. Коэффициенты расходов показывают, сколько расходов на 1 руб. выручки приходится — на сферу производства (коэффициент производственных расходов), сколько — на сферу продаж (коэффициент коммерческих расходов), сколько — на сферу управления (коэффициент управленческих расходов). Особое значение имеет динамика коэффициента стоимости бизнес-процессов, рассчитываемого как отношение суммарных расходов за вычетом материальных к выручке. Снижение показателя свидетельствует о повышении эффективности оперативного менеджмента организации.

*Показатели ресурсоемкости* определяются по следующим формулам.

Материалоемкость:

$$ME = \frac{MZ}{B},$$

*MZ* — материальные расходы;

*B* — выручка (нетто) от продажи товаров.

Зарплатоемкость:

$$ZE = \frac{ZOT + OCH}{B},$$

*ZOT* — затраты на оплату труда;

*OCH* — отчисления на социальные нужды.

Амортизационная емкость:

$$AE = \frac{A_r}{B},$$

$A_r$  — годовые амортизационные отчисления.

Ресурсоёмкость по прочим затратам:

$$PE_{\text{пр}} = \frac{Z_{\text{пр}}}{B},$$

$Z_{\text{пр}}$  — прочие затраты.

Общая ресурсоёмкость продукции:

$$PE = \frac{P}{B},$$

где  $P$  — суммарные расходы (расходы по обычным видам деятельности).

Взаимосвязь между общей ресурсоёмкостью продукции и рентабельностью продаж (маржой) выражается следующей зависимостью:

$$PE + P_{\text{пр}} = 1,$$

где  $P_{\text{пр}}$  — рентабельность продаж.

Коэффициент стоимости бизнес-процессов рассчитывается по формуле

$$k_{\text{проц}} = \frac{P_{\text{проц}}}{B},$$

где  $P_{\text{проц}}$  — расходы на бизнес-процессы за вычетом материальных затрат.

*Коэффициенты расходов* рассчитываются по следующим формулам.

Коэффициент производственных расходов:

$$k_{\text{пр}} = \frac{P_{\text{пр}}}{B},$$

где  $P_{\text{пр}}$  — расходы в сфере производства, т.е. себестоимость проданной продукции.

Коэффициент коммерческих расходов:

$$k_{\text{ком}} = \frac{P_{\text{ком}}}{B},$$

где  $P_{\text{ком}}$  — коммерческие расходы.

Коэффициент управленческих расходов определяется по формуле:

$$k_{\text{упр}} = \frac{P_{\text{упр}}}{B},$$

где  $P_{\text{упр}}$  — управленческие расходы.

Показатели контролируемости расходов, которые дают полезную информацию об эффективности менеджмента с позиции его способности управлять расходами организации, рассчитываются как темпы прироста показателей ресурсоемкости и коэффициентов расходов в отчетном периоде по отношению к предыдущему. Отклонения, превышающие по модулю 10%, свидетельствует о неконтролируемости расходов, что негативно характеризует как эффективность менеджмента, так и качество прибыли. Особое значение имеет сравнение показателей ресурсоемкости и коэффициентов расходов с аналогичными показателями конкурентов, что позволяет выявлять зоны неэффективности в деятельности организации.

В процессе интерпретации полученных результатов надо сравнивать темп прироста расходов и их составляющих с темпом прироста выручки: рост выручки должен быть больше, только в этом случае маржа прибыли будет возрастать. Оценивая структуру расходов по элементам надо обратить внимание на удельный вес прочих расходов, в составе которых, как правило, преобладает оплата всевозможных услуг, приобретаемых организацией. Оценивая результаты расчетов показателей ресурсоемкости, следует обращать внимание на динамику показателей, связанных с налоговыми элементами затрат, например, затратами на оплату труда, которые приводят к платежам в социальные фонды, амортизацией, которая опосредованно, через стоимость основных средств, связана с платежами по налогу на имущество. В анализе структуры расходов в разрезе элементов важен также удельный вес материальных затрат: чем он больше, тем меньше создаваемая на предприятии добавленная стоимость.

Оценку значению и динамике показателей ресурсоемкости надо давать с позиций характеристик применяемых технологий: материалоемким технологиям характерна значительная материалоемкость; трудоемким — зарплатоемкость; капиталоемким — фондоемкость и амортизациеёмкость. На современном этапе развития экономики предпочтительны капиталоемкие технологии, и эффективно управляемая организация (с учетом специфики осуществляемой деятельности) будет характеризоваться высокими и растущими показателями фондо- и амортизациеёмкости и снижающимися показателями трудо- и зарплатоемкости. При оценке коэффициентов производственных, коммерческих и управленческих расходов необходимо учитывать, что они в упрощенном виде представляют попроцессный анализ расходов, т.е. анализ расходов на выполнение определенных бизнес-процессов (производство продукции, ее продажу, управление организацией), который позволяет выявлять зоны неэффективности в деятельности организации. Снижение коэффициента производст-

венных расходов оценивается практически всегда положительно, поскольку свидетельствует об увеличении операционной эффективности организации. Снижение коэффициента коммерческих расходов не может оцениваться так однозначно, поскольку существует устойчивая зависимость между удельными маркетинговыми расходами, которые отчасти представлены коммерческими расходами, и рыночной долей организации, поэтому экономия на коммерческих расходах может в дальнейшем привести к потере рыночных позиций и снижению объема реализации продукции. Динамика коэффициента управленческих расходов зависит от фазы жизненного цикла организации: на фазе роста этот коэффициент, как правило, снижается; на фазе стабильного развития он постоянен; на фазе ухода с рынка он может увеличиваться, однако, как правило, его значение не должно превышать 0,15 (15% выручки).

Для количественной оценки влияния показателей ресурсоемкости на прирост расходов организации осуществляется факторный анализ расходов с использованием двух методик: одна основана на использовании показателей ресурсоемкости и сформирована по ресурсному принципу, другая — на использовании коэффициентов расходов и сформирована по функциональному принципу.

В процессе анализа по первой методике выявляется влияние на расходы следующих факторов (перечислены в порядке их подстановки в модель расходов, приведенную ниже):

- объема продаж продукции в реальном исчислении;
- уровня инфляции;
- материалоемкости;
- зарплатоемкости (включая отчисления на социальные нужды);
- амортизационноемкости;
- прочей ресурсоемкости.

По второй методике исследуется влияние следующих факторов:

- объема продаж продукции в реальном исчислении;
- уровня инфляции;
- коэффициента производственных расходов.
- коэффициента коммерческих расходов.
- коэффициента управленческих расходов.

Исходными данными для расчетов служит следующая информация:

- уровень инфляции;
- выручка за отчетный и предыдущий год;
- расходы в разрезе элементов затрат;
- данные по производственным, коммерческим и управленческим расходам.

В первой методике используется модель расходов

$$P = B \cdot ME + B \cdot ZE + B \cdot AE + B \cdot PE_{\text{пр}}.$$

Расчеты в этом случае осуществляются по следующему алгоритму.

**1.** Расчет выручки отчетного периода в сопоставимых ценах:

$$B_{\text{с}}^{\text{отч}} = \frac{B^{\text{отч}}}{I_{\text{ц}}},$$

где  $B_{\text{с}}^{\text{отч}}$  — выручка отчетного периода в сопоставимых ценах;

$B^{\text{отч}}$  — выручка отчетного периода;

$I_{\text{ц}}$  — индекс цен.

**2.** Расчет прироста выручки за счет изменения объема реализации:

$$\Delta B_{\text{об}} = B_{\text{с}}^{\text{отч}} - B^{\text{пр}},$$

где  $B^{\text{пр}}$  — выручка предыдущего периода;

$\Delta B_{\text{об}}$  — прирост выручки отчетного периода за счет изменения объема.

**3.** Расчет прироста выручки за счет изменения цен:

$$\Delta B_{\text{ц}} = B_{\text{о}} - B_{\text{о}}^{\text{с}},$$

где  $\Delta B_{\text{ц}}$  — прирост выручки отчетного периода за счет изменения цены.

**4.** Расчет показателей общей ресурсоемкости предыдущего и отчетного периода и показателей ресурсоемкости в разрезе элементов затрат (материальные затраты, затраты на оплату труда и отчисления на социальные нужды, амортизация, прочие затраты) как отношение элементов расходов к выручке.

**5.** Расчет изменения показателей ресурсоемкости:

$$\Delta PE_i = PE_i^{\text{отч}} - PE_i^{\text{пр}},$$

где  $\Delta PE_i$  — прирост ресурсоемкости продукции по  $i$ -му элементу расходов (материальным затратам, затратам на оплату труда с отчислениями на социальные нужды, амортизации, прочим расходам);

$PE_i^{\text{отч}}$  — ресурсоемкость продукции по  $i$ -му элементу в отчетном периоде;

$PE_i^{\text{пр}}$  — ресурсоемкость продукции по  $i$ -му элементу в предыдущем периоде.



**6.** Расчет прироста расходов за счет изменения объема продаж:

$$\Delta P_o = \Delta B_o \cdot PE^{пр},$$

где  $\Delta P_o$  — прирост расходов за счет изменения объема.

**7.** Расчет прироста расходов за счет изменения цен:

$$\Delta P_{ц} = \Delta B_{ц} \cdot PE^{пр},$$

где  $\Delta P_{ц}$  — прирост расходов за счет изменения цен.

**8.** Расчет прироста расходов за счет изменения материалоемкости:

$$\Delta P_{ME} = \Delta ME \cdot B^{отч},$$

где  $\Delta P_{ME}$  — прирост расходов за счет изменения материалоемкости;

$\Delta ME$  — прирост материалоемкости.

**9.** Расчет прироста расходов за счет изменения зарплатоемкости:

$$\Delta P_{ZE} = \Delta ZE \cdot B^{отч},$$

где  $\Delta ZE$  — прирост зарплатоемкости.

**10.** Расчет прироста расходов за счет изменения амортизационности:

$$\Delta P_{AE} = \Delta AE \cdot B^{отч},$$

где  $\Delta AE$  — прирост амортизационности.

**11.** Расчет прироста расходов за счет изменения прочей ресурсоемкости:

$$\Delta P_{пр} = \Delta PE_{пр} \cdot B^{отч},$$

где  $\Delta PE_{пр}$  — прирост ресурсоемкости по прочим затратам.

**12.** Расчет общего изменения расходов путем суммирования частных приростов:

$$\Delta P = \Delta P_o + \Delta P_{ц} + \Delta P_{ME} + \Delta P_{ZE} + \Delta P_{AE} + \Delta P_{пр},$$

где  $\Delta P$  — общий прирост расходов.

**13.** Проверка правильности расчетов путем сравнения общего прироста расходов, рассчитанного в предыдущем пункте, с приростом расходов, рассчитанным по формуле

$$\Delta P = P^{отч} - P^{пр},$$

где  $P^{отч}$  — расходы по обычным видам деятельности в отчетном году;

$P^{пр}$  — расходы по обычным видам деятельности в предыдущем году.

Для расчетов по второй методике используется модель расходов:

$$P = B \cdot k_{\text{пр}} + B \cdot k_{\text{ком}} + B \cdot k_{\text{упр}}.$$

Расчеты по этой методике аналогичны, однако в некоторых пунктах имеют место изменения.

**4.** Расчет коэффициентов расходов в разрезе производственных, коммерческих и управленческих расходов как отношений соответствующих расходов к выручке.

**5.** Расчет изменений коэффициентов расходов (все расчеты отдельно по видам коэффициентов расходов):

$$\Delta k = k^{\text{отч}} - k^{\text{пр}},$$

где  $\Delta k$  — прирост коэффициентов расходов (рассчитывается в разрезе видов расходов);

$k^{\text{отч}}$  — коэффициент расходов в отчетном периоде;

$k^{\text{пр}}$  — коэффициент расходов в предыдущем периоде.

**8.** Расчет прироста расходов за счет изменения коэффициента производственных расходов:

$$\Delta P_{k_{\text{пр}}} = \Delta k_{\text{пр}} \cdot B^{\text{отч}},$$

где  $\Delta P_{k_{\text{пр}}}$  — прирост расходов за счет изменения коэффициента производственных расходов;

$\Delta k_{\text{пр}}$  — прирост коэффициента производственных расходов.

**9.** Расчет прироста расходов за счет изменения коэффициента коммерческих расходов:

$$\Delta P_{k_{\text{ком}}} = \Delta k_{\text{ком}} \cdot B^{\text{отч}},$$

где  $\Delta k_{\text{ком}}$  — прирост коэффициента коммерческих расходов.

**10.** Расчет прироста расходов за счет изменения коэффициента управленческих расходов:

$$\Delta P_{k_{\text{упр}}} = \Delta k_{\text{упр}} \times B^{\text{отч}},$$

где  $\Delta k_{\text{упр}}$  — прирост коэффициента управленческих расходов.

**11.** Расчет общего изменения расходов путем суммирования частных приростов:

$$\Delta P = \Delta P_{\text{о}} + \Delta P_{\text{ц}} + \Delta P_{k_{\text{упр}}} + \Delta P_{k_{\text{ком}}} + \Delta P_{k_{\text{пр}}},$$

где  $\Delta P$  — общий прирост расходов.

**12.** Проверка правильности расчетов путем сравнения общего прироста расходов, рассчитанного в предыдущем пункте, с приростом расходов, рассчитанным по формуле приведенной в первой методике.

В процессе разработки политики управления расходами необходимо дать оценку динамике показателей ресурсоемкости и коэффициентов расходов, контролируемости расходов, выявить причины, повлекшие изменение расходов, и определить меры по уменьшению показателей ресурсоемкости продукции.

Совместная оценка результатов расчетов по двум методикам позволяет выявить факторы изменения расходов со стороны элементов расходов и их функций. Причинами изменения расходов могут быть, например, материальные затраты в сфере производства, затраты на оплату труда в сфере управления, прочие расходы в сфере продаж и т.д. Для идентификации элементов затрат по их функциям выявляется однонаправленное изменение расходов по функциям и элементам расходов.

При разработке стратегии управления расходами особое внимание уделяется, во-первых, расходам, которые имеют значительный удельный вес, во-вторых, расходам, удельный вес которых в выручке существенно возрастает, в-третьих, расходам, уровень которых значительно превосходит конкурентный. Ответственность за снижение расходов должны нести директор по производству, коммерческий директор, руководитель отдела снабжения. Снижение относительного уровня расходов достигается с помощью увеличения объема продаж продукции, повышения цен на нее, а также снижения показателей ресурсоемкости.

Увеличение объема продаж продукции достигается:

- установлением факторов неконкурентоспособности продукции методами экспертных оценок, анализа товаров конкурентов или опроса представителей целевого рынка и принятие мер по их устранению;
- изменением номенклатуры выпускаемой продукции;
- повышением уровня сервиса покупателей, в том числе доставкой, продажей в кредит, послепродажным обслуживанием и т.д.;
- расширением границ рынка (поиск новых потребителей);
- коррекцией ценовой политики, предоставлением скидок (сезонных, номенклатурных, за объем приобретаемого товара, постоянным клиентам и т.д.);
- коррекцией политики распределения, выбором наиболее выгодных по пропускной способности каналов распределения;
- коррекцией политики стимулирования, выбором наиболее эффективных видов стимулирования сбыта, в том числе рек-

ламой, личными продажами, краткосрочными мерами стимулирования сбыта;

- обновлением производственного потенциала в целях повышения конкурентоспособности выпускаемой продукции;
- совершенствованием системы мотивации менеджеров и другого персонала;
- коррекцией организационной структуры бизнеса, переход к дивизиональной структуре;
- увеличением фонда рабочего времени оборудования или инвестициями во внеоборотные активы, если ограничением роста сбыта являются производственные мощности;
- маркетинговым анализом рынка сырья, поиском новых поставщиков сырья, если ограничением развития является дефицит необходимого сырья и материалов;
- организацией сверхурочных или наймом дополнительного персонала, если ограничение роста — персонал.

Повышение цены возможно посредством:

- позиционирования товара в рыночных сегментах с более высоким уровнем дохода;
- коррекции ценовой политики в сторону повышения, основанием для повышения цены может быть повышение конкурентоспособности продукции, выход на новые сегменты рынка;
- коррекции политики распределения, уменьшения числа уровней в системе распределения, выбора наиболее выгодных по скидкам посредников.

Для снижения материалоемкости необходимо:

- налаживание системы производственного учета и системы ответственности за отклонения затрат;
- контроль над соответствием фактических норм расхода сырья, материалов, электроэнергии технологическим нормам;
- снижение норм расхода сырья за счет ужесточения контроля над расходом сырья;
- приобретение новых технологий, позволяющих снизить материалоемкость продукции;
- мотивация персонала к экономии материальных затрат;
- поиск новых поставщиков, продукция которых характеризуется более высоким качеством и сервисом или более низкой ценой;
- контроль над соответствием фактических цен на ресурсы рыночным;
- установление прямых связей с поставщиками сырья, уменьшение количества уровней в системе снабжения организации.

Для снижения зарплатоемкости:

- мотивация персонала к повышению производительности труда;
- уменьшение непроизводительных простоев персонала;
- внедрение новых трудосберегающих технологий;
- привлечение нового более производительного персонала;
- совершенствование системы оплаты труда.

Для снижения амортизационности:

- уменьшение непроизводительных простоев оборудования;
- повышение степени загрузки производственных мощностей.

Снижение прочей ресурсоемкости возможно посредством ужесточения контроля над следующими видами расходов:

- за выполненные сторонними организациями работы (предоставленные услуги);
- арендными (лизинговыми) платежами за арендуемое (принятое в лизинг) имущество;
- на содержание служебного транспорта (автомобильного, железнодорожного, воздушного и иных видов транспорта);
- на командировки;
- на юридические и информационные, консультационные, аудиторские и иные аналогичные услуги;
- представительскими, связанными с официальным приемом и обслуживанием представителей других организаций;
- на текущее изучение (исследование) конъюнктуры рынка, сбор информации, непосредственно связанной с производством и реализацией товаров (работ, услуг);
- на рекламу производимых товаров, продукции;
- другими, связанными с производством и (или) реализацией.

Следующий этап разработки политики управления расходами — *оценка уровня операционного рычага* и сравнение его фактического уровня с расчетным значением показателя. На предварительном этапе расчета показателей операционного рычага осуществляется расчет постоянных и переменных расходов. *Переменными* расходами признаются материальные затраты, а также некоторая часть затрат на оплату труда и отчислений на социальные нужды:

$$P_{\text{пер}} = MZ + k \cdot ZOT + k \cdot OCH,$$

где  $MZ$  — материальные затраты;

$ZOT$  — затраты на оплату труда;

$OCH$  — отчисления на социальные нужды;

$k$  — доля переменных расходов в суммарных затратах на оплату труда.

*Постоянные* расходы представляют собой сумму амортизации, прочих расходов, оставшейся части расходов на оплату труда и отчислений на социальные нужды. Кроме того, к постоянным расходам относится прочий финансовый результат за вычетом финансовых расходов. Прочий финансовый результат должен быть включен в состав постоянных расходов, поскольку его значение не зависит от объема производства и продаж. Расчет постоянных расходов осуществляется следующим образом:

$$P_{\text{пост}} = (1 - k) \cdot ЗОТ + (1 - k) \cdot ОСН + А + З_{\text{пр}} \pm \Phi P_{\text{пр}},$$

где  $A$  — амортизация;

$З_{\text{пр}}$  — прочие затраты;

$\Phi P_{\text{пр}}$  — прочий результат (разность между прочими доходами и прочими расходами, не включающими проценты к уплате).

*Уровень операционного рычага* показывает, как изменится операционная прибыль при изменении выручки на 1%:

$$УОР = \frac{B - P_{\text{пер}}}{\Pi_{\text{оп}}},$$

где  $P_{\text{пер}}$  — переменные расходы на весь выпуск;

$\Pi_{\text{оп}}$  — операционная прибыль организации (разность между выручкой и расходами — постоянными и переменными).

Формула операционного рычага в упрощенном виде представляет динамику прибыли, поскольку рассматривает в качестве единственного фактора, влияющего на размер операционной прибыли, изменение объема продаж. Для оценки фактического уровня операционного рычага необходимо рассчитать соотношение между фактическими темпами прироста операционной прибыли и выручки. Отклонения расчетного значения операционного рычага от его фактического значения объясняются динамикой показателей ресурсоемкости продукции и коэффициентов расходов: при их увеличении значение операционного рычага снижается.

Для оценки управленческих решений, касающихся показателей операционного рычага, необходим также расчет критического объема продаж и запаса коммерческой надежности. *Критический объем продаж* в стоимостном выражении рассчитывается по известной формуле:

$$B_{\text{кр}} = \frac{P_{\text{пост}}}{1 - \frac{P_{\text{пер}}}{B}}.$$

Значение критического объема продаж дает возможность рассчитать запас коммерческой надежности, который показывает, какое падение объема продаж может выдержать организация, прежде чем попадет в зону операционных убытков:

$$ЗКН = \frac{1}{УОР}.$$

Как видно из расчетов, запас коммерческой надежности в относительных единицах является величиной, обратной уровню операционного рычага, т.е. чем больше фактический объем продаж превышает критический, тем больше запас коммерческой надежности организации и меньше уровень операционного рычага.

Оценивая результаты расчетов, надо определить достаточность запаса коммерческой надежности организации (он не должен быть меньше 10%), а также оценить операционный риск организации. *Операционный риск* связан с удельным весом постоянных расходов: чем он больше, тем больше возможный убыток организации в случае падения объема производства и продаж, но в то же время значительные постоянные расходы позволяют организации резко увеличивать прибыль в благоприятные периоды своей деятельности — в условиях роста объема продаж.

Эффективно управляемая организация должна иметь достаточный запас коммерческой надежности. Оценка значения операционного рычага зависит от прогноза изменения конъюнктуры рынка. При благоприятном прогнозе изменения конъюнктуры финансовая политика организации может предусматривать увеличение постоянных расходов и, следовательно, увеличение операционного рычага, и наоборот, в условиях ухудшающейся конъюнктуры рационально снижать удельный вес постоянных расходов. При этом значительная доля переменных расходов обеспечивает предприятию высокую степень гибкости и мобильности. Для уменьшения постоянных расходов и снижения уровня операционного риска предпринимаются следующие действия:

- формирование системы оплаты труда таким образом, чтобы уменьшить постоянную часть оплаты труда и увеличить ее переменную часть, зависящую от объема производства и прибыли;
- использование аутсорсинга, что позволяет избежать крупных инвестиций во внеоборотные активы и закупать необходимые полуфабрикаты и услуги у сторонних организаций;
- использование совместной деятельности, что позволяет осуществлять необходимые инвестиции совместно с другими организациями и, таким образом, уменьшать уровень операционного риска.

**Анализ ситуации.** Информация о расходах ОАО «XYZ» приведена в табл. 5.8. Структура расходов вполне типична для предприятия реального сектора экономики: в расходах преобладают расходы по обычным видам деятельности. Однако удельный вес этих расходов существенно снижается (с 90,5 до 85,4%) в связи с более чем трехкратным увеличением прочих расходов. Факторный анализ прироста суммарных расходов показал, что прирост расходов связан в основном (на 73,3%) с расходами по обычным видам деятельности. Темп прироста расходов по обычным видам деятельности (34,2%) и налоговых расходов (15,3%) ниже темпа прироста выручки, который составляет 34,3%, что свидетельствует об эффективном управлении операционной деятельностью и эффективной налоговой политике. Рост финансовых расходов (345,2%) существенно выше роста выручки; это связано с инвестиционной программой, реализуемой на предприятии и финансируемой заемными источниками, что и приводит к увеличению финансовых расходов.

Анализ структуры расходов по обычным видам деятельности в разрезе элементов (табл. 5.9) позволяет сделать вывод, что преобладающим элементом являются материальные затраты; их удельный вес несколько уменьшился (с 69,1 до 67,4%), при опережающем росте затрат на оплату труда и прочих расходов. Доля амортизации в структуре расходов незначительна, всего 2,1%, причина этого — заниженная оценка основных средств организации.

Изучение стоимости бизнес-процессов (табл. 5.10) позволяет сделать вывод о преобладании в ее структуре прочих расходов, которые увеличиваются с 57,6 до 60,3%. Это связано с приобретением услуг производственного характера: лизинга основных средств, коммунальных услуг, услуг, связанных с продвижением продукции, др. Для разработки финансовой политики необходимо более подробное исследование составляющих прочих расходов. Коэффициент стоимости бизнес-процессов достаточно низкий, но увеличивается с 0,245 до 0,259, что является признаком снижения операционной эффективности.

Изучение структуры расходов по их функциям (производственных, коммерческих, управленческих, табл. 5.11) показывает, что удельный вес производственных и управленческих расходов снижается, а удельный вес коммерческих расходов увеличивается с 22,8 до 25,8%. Снижение доли управленческих расходов типично для растущего эффективного бизнеса, а рост коммерческих расходов связан с необходимостью увеличивать финансирование маркетинговой деятельности из-за усиления конкуренции на рынке. Однако значительный удельный вес коммерческих расходов вызывает сомнения в их эффективности и требует тщательного исследования обоснованности расходов, особенно в связи с опережающим ростом относительно выручки.



Таблица 5.8. Показатели структуры и динамики расходов

Показатель	Предыдущий год		Отчетный год		Изменение за год			Доля фактора в изменении расходов, %
	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес	Абсолютное, тыс. руб.	Темп прироста, %	Доля в структуре, %	
Расходы по обычным видам деятельности	11 142 514	90,5	14 953 592	85,4	3 811 078	34,2	(5,1)	73,3
Прочие расходы в том числе финансовые (проценты к уплате)	469 937	3,8	1 750 259	10,0	1 280 322	272,4	6,2	24,6
	12 248	0,1	54 526	0,3	42 278	345,2	0,2	0,8
Налог на прибыль и отложенные налоги	697 831	5,7	804 749	4,6	106 918	15,3	(1,1)	2,1
Итого	12 310 282	100,0	17 508 600	100,0	5 198 318	42,2	—	100,0

Таблица 5.9. Показатели структуры и динамики расходов по обычным видам деятельности (в разрезе элементов расходов)

Показатель	Предыдущий год		Отчетный год		Изменение за год			Доля фактора в изменении затрат, %
	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес	Абсолютное, тыс. руб.	Темп прироста, %	Доля в структуре, %	
Материальные затраты	7 701 050	69,1	10 073 860	67,4	2 372 810	30,8	(1,7)	62,3
Затраты на оплату труда	985 850	8,8	1 357 680	9,1	371 830	37,7	0,2	9,8
Отчисления на социальные нужды	203 134	1,8	274 140	1,8	71 006	35,0	0,0	1,9
Амортизация	271 106	2,4	307 553	2,1	36 447	13,4	(0,4)	1,0
Прочие затраты	1 981 374	17,8	2 940 359	19,7	958 985	48,4	1,9	25,2
Итого	11 142 514	100,0	14 953 592	100,0	3 811 078	34,2	—	100,0



Исходные данные и результаты факторного анализа расходов по ресурсному принципу представлены в табл. 5.12—5.14.

Таблица 5.12. **Исходная информация для факторного анализа расходов (ресурсный принцип)**

<i>Показатель</i>	<i>Ресурсоемкость</i>		<i>Изменение ресурсоемкости*, %</i>	<i>Вывод о контролируемости расходов</i>
	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>		
Материалоемкость	0,549	0,535	(2,566)	Контролируемые
Зарплатоемкость	0,085	0,087	2,225	
Амортизациеёмкость	0,019	0,016	(15,503)	Неконтролируемые
Прочая ресурсоемкость	0,141	0,156	10,534	Неконтролируемые
Суммарная ресурсоемкость	0,794	0,793	(0,040)	Контролируемые

\* Показатель контролируемости расходов.

Таблица 5.13. **Промежуточные расчеты для факторного анализа расходов**

<i>Показатель</i>	<i>Значение</i>
Темп инфляции, %	9,0
Выручка в сопоставимых ценах, тыс. руб.	17 290 952
Прирост выручки за счет объема продаж, тыс. руб.	3 252 854
Прирост выручки за счет инфляции, тыс. руб.	1 556 186

Таблица 5.14. **Результаты факторного анализа расходов (ресурсный принцип)**

<i>Фактор</i>	<i>Значение, тыс. руб.</i>	<i>Ранг фактора</i>
Объем продаж продукции	2 581 901	1
Темп инфляции	1 235 197	2
Материалоемкость	(265 344)	4
Зарплатоемкость	35 525	6
Амортизациеёмкость	(56 426)	5
Прочая ресурсоемкость	280 224	3
Итоговое влияние	3 811 078	

Выполненные расчеты позволяют сделать следующие выводы. Общая ресурсоемкость снижается на 0,04%, что происходит вследствие снижения материалоемкости на 2,57 и амортизациеёмкости на 15,5%. Снижение амортизациеёмкости в условиях реализации крупных инвестиционных программ и существенного увеличения амортизируемого имущества связано с тем, что приобретаемое имущество характеризуется более продолжительным сроком полезного использования и, следовательно, низкой нормой амортизации, что и приводит к замедленному росту амортизации относительно выручки. Самые существенные элементы расходов — материальные расходы и расходы на оплату труда — можно считать контролируруемыми, поскольку их колебания не превышают 3%, что в целом свидетельствует об эффективном управлении расходами.

Результаты факторного анализа расходов позволили выявить основные факторы, определившие рост расходов: увеличение объема продаж (ранг 1), рост цен (ранг 2), а также увеличение прочей ресурсоемкости (ранг 3), остальные факторы повлияли в гораздо меньшей степени.

Результаты факторного анализа расходов по обычным видам деятельности, выполненного по функциональному принципу, представлены в табл. 5.15, 5.16.

Таблица 5.15. Исходная информация для факторного анализа расходов

<i>Показатель</i>	<i>Ресурсоемкость предыдущий год</i>	<i>Ресурсоемкость отчетный год</i>	<i>Изменение коэффициентов расходов*, %</i>	<i>Вывод о контролируемости расходов</i>
Коэффициент производственных расходов	0,540	0,526	(2,596)	Контролируемые
Коэффициент коммерческих расходов	0,181	0,205	13,169	Неконтролируемые
Коэффициент управленческих расходов	0,073	0,062	(13,972)	Неконтролируемые
Суммарная расходоемкость	0,794	0,793	(0,040)	Контролируемые

\* Показатель контролируемости расходов

Отклонение производственных расходов составляет 2,6% и не превышает 10%, это позволяет сделать вывод о контролируемости расходов в сфере производства и неконтролируемости расходов в

сфере управления и реализации продукции, поскольку коэффициент управленческих расходов уменьшился на 13%, а коммерческих — увеличился на 14%. По результатам факторного анализа основные факторы роста расходов — увеличение объема продаж, рост цен, а также увеличение коммерческих расходов.

**Таблица 5.16. Результаты факторного анализа расходов (функциональный принцип), тыс. руб.**

<i>Фактор влияния</i>	<i>Значение, тыс. руб.</i>	<i>Ранг фактора</i>
Объем продаж	2 581 901	1
Темп инфляции	1 235 197	2
Коэффициент производственных расходов	(264 308)	4
Коэффициент коммерческих расходов	449 378	3
Коэффициент управленческих расходов	(191 091)	5
Итоговое влияние	3 811 078	

Для обоснования итогового вывода исследуются взаимосвязи между изменением расходов по элементам и их изменениями по функциям (табл. 5.17). Общий вывод по результатам двух методик факторного анализа заключается в том, что рост прочих расходов произошел в сфере продаж продукции, а экономия материальных расходов — в сфере производства и управления. Рост затрат на оплату труда во многом связан со сферой реализации продукции, а снижение амортизации — со сферой производства и управления.

**Таблица 5.17. Наличие взаимосвязей (+) в изменении расходов по элементам и функциям**

<i>Показатель</i>	<i>Итоговое значение</i>	<i>Производственная сфера</i>	<i>Сфера реализации продукции</i>	<i>Сфера управления</i>
Материальные затраты	(265 344)	+		+
Затраты на оплату труда и отчисления на социальные нужды	35 525		+	
Амортизация	(56 426)	+		+
Прочие расходы	280 224		+	
Итого	(6 020)	(264 308)	449 378	(191 091)

В целом расходы по обычным видам деятельности находятся под контролем руководства организации и в относительном выражении незначительно снижаются, однако есть негативные тенденции, связанные с непропорциональным ростом прочих расходов в сфере реализации продукции.

Обосновывая на будущее показатели ресурсоемкости продукции, необходимо учитывать выявленные в ходе расчетов тенденции изменения этих показателей, а также экспертные оценки их будущего изменения. Так, показатели материалоемкости и амортизационности снижаются, в то время как зарплатоемкость и прочая ресурсоемкость увеличиваются, что дает основания прогнозировать значения ресурсоемкости (табл. 5.18).

**Таблица 5.18. Прогнозные показатели ресурсоемкости продукции**

Показатель	Прогнозный период		
	1-й год	2-й год	3-й год
Материалоемкость	0,525	0,516	0,508
Зарплатоемкость	0,073	0,074	0,075
Налогоемкость по платежам в социальные фонды	0,015	0,015	0,016
Амортизационность	0,014	0,012	0,010
Прочая ресурсоемкость	0,172	0,191	0,211
Общая ресурсоемкость	0,800	0,808	0,819

В процессе разработки политики управления расходами необходимо оценить еще один аспект их влияния на деятельность предприятия: влияние их структуры на динамику прибыли, проявляющееся через эффект операционного рычага.

Размер операционного рычага определяется структурой расходов в разрезе переменной и постоянной составляющих, которая, в свою очередь, зависит от структуры активов организации. Структуру активов организации не тяжелая, поскольку в ней преобладают оборотные активы, составляющие 55,1% суммарных активов на конец года. Именно поэтому в структуре преобладают переменные расходы, вследствие чего операционный рычаг не слишком велик (табл. 5.19). К переменным были отнесены материальные расходы, а также часть расходов на оплату труда и отчислений на социальные нужды (50%). К постоянным расходам были отнесены амортизация, прочие расходы, а также оставшаяся часть расходов на оплату труда и отчислений на социальные нужды. Кроме того, к постоянным расходам был отнесен прочий финансовый результат (не включающий фи-

нансовые расходы), поскольку его размер не зависит от изменения объема продаж.

Эти данные определили результат расчетов: уровень операционного рычага равен 2,5, критический объем продаж составил 11 316 760 тыс. руб., что обеспечило достаточный запас коммерческой надежности, равный почти 40%. Уровень операционного рычага в отчетном году несколько увеличился, поэтому снизился запас коммерческой надежности с 47,7 до 40,0%, а следовательно, рискованность организации повысилась. Такое изменение уровня операционного рычага вызвано тем, что постоянные расходы выросли весьма существенно в связи с увеличением прочих расходов по обычным видам деятельности и прочих расходов, с ними не связанных. Уровень операционного риска нельзя признать высоким (максимально допустимое значение равно 10), организация обладает вполне достаточным запасом коммерческой надежности.

Таблица 5.19. Показатели операционного рычага

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>	<i>Темп прироста показателя, %</i>
Выручка, тыс. руб.	14 038 098	18 847 138	34,3
Переменные затраты, тыс. руб.	(8 295 542)	(10 889 770)	31,3
Постоянные затраты и прочий финансовый результат (без финансовых расходов), тыс. руб.	(3 003 064)	(4 778 000)	59,1
Операционная прибыль, тыс. руб.	2 739 492	3 179 368	16,1
Уровень операционного рычага	2,10	2,50	19,4
Критический объем продаж, тыс. руб.	7 341 210	11 316 760	54,2
Запас коммерческой надежности, %	47,71	39,96	(16,2)

Для более полной оценки влияния операционного рычага на деятельность организации был рассчитан фактический уровень операционного рычага (табл. 5.20).

Как следует из расчетов, при увеличении выручки на 34,26% операционная прибыль возросла лишь на 16,06%, т.е. уровень операционного рычага составляет 0,47 вместо расчетного 2,50. Такое значение фактического показателя объясняется снижением операционной маржи на 13,6% вследствие роста зарплатоемкости и прочих ресурсоемкости, что и привело к замедленному росту операционной прибыли.

Таблица 5.20. Показатели фактического уровня операционного рычага

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>	<i>Темп прироста, %</i>
Выручка, тыс. руб.	14 038 098	18 847 138	34,26
Операционная прибыль, тыс. руб.	2 739 492	3 179 368	16,06
Маржа, %	19,51	16,87	(13,6)
Уровень операционного рычага	0,469		

Направления политики управления расходами таковы:

- ужесточение контроля над прочими производственными расходами и определение возможных способов их снижения;
- контроль над затратами на оплату труда, обеспечение превышения темпов прироста выручки над темпом прироста затрат на оплату труда;
- ужесточение контроля за прочими расходами, не относящимися к обычным видам деятельности.

### 5.3. Управление налоговой нагрузкой

В системе управления финансами управление налоговой нагрузкой имеет особое значение не только потому, что налоги — это один из самых существенных видов расходов, но и потому, что ошибки в налоговом планировании могут принести значительные убытки организации в виде санкций за нарушение налогового законодательства. Анализ налоговой нагрузки позволяет оценить эффективность управления важнейшим видом расходов организации — ее налоговыми платежами, оценить налоговые риски, связанные с налоговым планированием, а также разработать базовые направления налоговой политики. Разработка политики управления налоговыми платежами включает анализ структуры и динамики налоговых платежей, показателей налоговой нагрузки, а также анализ расчетов по налогу на прибыль.

В разрезе основных налогов налоговые платежи имеют следующую структуру:

- налог на прибыль;
- налог на добавленную стоимость;
- единый социальный налог (отчисления на социальные нужды);
- налог на имущество;
- другие налоги.



Анализируя показатели налоговых платежей, целесообразно оценить структуру выручки по ее налоговым и неналоговым составляющим. Налоговые составляющие выручки — те, рост которых приводит к увеличению налоговых платежей, а неналоговые — те, увеличение которых приводит к их снижению. Многие способы налогового планирования приводят к снижению налоговых составляющих и увеличению неналоговых. Взаимосвязь структуры выручки с основными налогами представлена в табл. 5.21.

Таблица 5.21. **Взаимосвязь структуры выручки с основными налогами**

<i>Составляющая выручки</i>	<i>Налоговые последствия увеличения составляющей</i>	<i>Характеристики составляющей</i>
Материальные затраты	Снижение платежей по налогу на добавленную стоимость, налогу на прибыль	Неналоговая
Затраты на оплату труда	Увеличение подоходного налога, платежей в социальные фонды	Налоговая
Амортизация нематериальных активов	Снижение платежей по налогу на прибыль, косвенно — по налогу на добавленную стоимость	Неналоговая
Амортизация основных средств	Косвенно — увеличение налога на имущество	Налоговая
Прочие затраты	Снижение платежей по налогу на добавленную стоимость, налогу на прибыль	Неналоговая
Прибыль	Увеличение платежей по налогу на прибыль, налогу на добавленную стоимость	Налоговая

Таким образом, неналоговой будет такая структура выручки, в которой преобладают материальные затраты, прочие затраты, амортизация нематериальных активов, а прибыль, затраты на оплату труда, отчисления на социальные нужды, амортизация основных средств незначительны. Для оценки структуры выручки целесообразно использовать показатели «средней» структуры, которые по данным Росстата таковы (методика Минфина): удельный вес прибыли до налогообложения — 15%, затрат на оплату труда — 12,75, отчислений на социальные нужды — 3,57, суммарный удельный вес материальных затрат, амортизации, прочих затрат — 68,68%<sup>1</sup>.

Оценку эффективности управления налоговыми платежами дает сравнительный анализ динамики (темпов прироста) основных эконо-

<sup>1</sup> Двойная запись. № 2. 2007. С. 42—48.

мических показателей организации, т.е. налогооблагаемых баз, и ее налоговых платежей. Эффективной налоговой политике будет соответствовать рост налоговых баз при несколько замедленном увеличении налоговых платежей.

Для сравнительного анализа используются следующие показатели.

*Темп прироста экономических показателей:*

- выручки (нетто);
- начисленной добавленной стоимости (выручка за вычетом материальных затрат);
- оплаченной добавленной стоимости (поступления от покупателей за вычетом платежей поставщикам);
- чистой добавленной стоимости (выручка за вычетом материальных затрат, прочих затрат и амортизации);
- прибыли от продаж;
- прибыли до налогообложения;
- чистой прибыли;
- валюты баланса;
- собственных основных средств;
- численности работников;
- затрат на оплату труда.

*Темп прироста налоговых платежей:*

- суммарных платежей организации;
- платежей по налогам и сборам (без социальных фондов);
- отчислений на социальные нужды и в социальные фонды;
- текущего налога на прибыль.

Еще один аспект анализа взаимоотношений предприятия с государством — оценка суммарных налоговых активов и обязательств, их доли в активе и пассиве баланса. Под *налоговыми активами* в этом случае понимается сумма отложенных налоговых активов, статьи «НДС по приобретенным ценностям» и дебиторской задолженности бюджета перед организацией; под *налоговыми обязательствами* — сумма отложенных налоговых обязательств и кредиторской задолженности по налогам и перед социальными фондами. Положительная налоговая позиция (разность между налоговыми активами и обязательствами) невыгодна организации, поскольку представляет собой бесплатный кредит государству, отрицательная выгодна. Поэтому значительные налоговые активы можно считать признаком неэффективного управления налоговыми платежами. Кроме того, статья «НДС по приобретенным ценностям» характеризуется низкой ликвидностью и поэтому ухудшает качество оборотных активов организации. Показатель «НДС по приобретен-

ным ценностям» с учетом того, что порядок вычета НДС изменился, включает:

- суммы НДС по приобретенным ценностям, не оформленные надлежащим образом счетами-фактурами поставщиков, подрядчиков, других кредиторов;
- неоплаченные суммы НДС по приобретенным ценностям в отношении таможенной стоимости товаров, ввезенных на территорию РФ;
- суммы НДС по приобретенным, но не принятым к бухгалтерскому учету основным средствам и нематериальным активам.
- суммы НДС, по товарам (работам, услугам), использованным для производства и (или) реализации товаров (работ, услуг), облагаемых по ставке 0%, но по которым налоговым органом еще не принято решение о возмещении (зачете, возврате);
- другие.

Для оценки налоговой нагрузки используются относительные показатели. Для этих целей под *налоговой нагрузкой* подразумевается соотношение налоговых платежей с финансовыми результатами. Для оценки общей налоговой нагрузки используется отношение суммы платежей организации в бюджет и социальные фонды к финансовым результатам: суммарным доходам, включающим выручку и прочие доходы; выручке (нетто); поступлениям по текущей деятельности; добавленной стоимости; чистой добавленной стоимости и расчетной прибыли. Также налоговая нагрузка может быть рассчитана на единицу натурального показателя, например на одного работника, на 1 кв. м площади. В целях настоящего расчета добавленная стоимость определяется как разность между выручкой и материальными затратами. Кроме того, добавленная стоимость может быть рассчитана как разность между поступлениями по текущей деятельности и платежами поставщикам за приобретенные товары, работы, услуги, сырье и т.д.; это показатель «оплаченной» добавленной стоимости. Чистая добавленная стоимость — это разность между выручкой и материальными затратами, амортизацией, прочими затратами. Расчетная прибыль — это сумма чистой прибыли организации и платежей в бюджет и социальные фонды, это прибыль организации при отсутствии платежей государству. Налоговая нагрузка на расчетную прибыль показывает процент изъятия государством заработанной организацией прибыли в условиях ее функционирования в безналоговой среде.

Налоговая нагрузка на оплату труда показывает, сколько организация и работник должны заплатить в бюджет и социальные фонды в расчете на каждый рубль выплаченной заработной платы. Показа-

тели для оценки налоговой нагрузки рассчитываются по следующим формулам:

Налоговая нагрузка на *суммарные доходы* организации:

$$H_{\text{в}} = \frac{\sum H}{B + D_{\text{пр}}} \cdot 100,$$

где  $\sum H$  — суммарные налоговые платежи в бюджет и социальные фонды;

$B$  — выручка (нетто) от продажи продукции;

$D_{\text{пр}}$  — прочие доходы.

Налоговая нагрузка на *выручку*:

$$H_{\text{в}} = \frac{\sum H}{B} \cdot 100,$$

Налоговая нагрузка на *поступления от покупателей*:

$$H_{\text{п}} = \frac{\sum H}{\Pi_{\text{пок}}} \cdot 100,$$

где  $\Pi_{\text{пок}}$  — поступления от покупателей.

Налоговая нагрузка на *добавленную стоимость*:

$$H_{\text{дс}} = \frac{\sum H}{B - MЗ} \cdot 100,$$

где  $MЗ$  — материальные затраты (нетто).

Налоговая нагрузка на *оплаченную добавленную стоимость*:

$$H_{\text{одс}} = \frac{\sum H}{\Pi_{\text{пок}} - \Pi_{\text{пост}}} \cdot 100,$$

где  $\Pi_{\text{пост}}$  — платежи поставщикам.

Налоговая нагрузка на *чистую добавленную стоимость*:

$$H_{\text{дс}} = \frac{\sum H}{B - MЗ - A - Z_{\text{пр}}} \cdot 100,$$

где  $A$  — амортизация;

$Z_{\text{пр}}$  — прочие затраты.

Налоговая нагрузка на *расчетную прибыль*:

$$H_{\text{п}} = \frac{\sum H}{\Pi_{\text{ч}} + \sum H} \cdot 100,$$

где  $\Pi_{\text{ч}}$  — чистая прибыль.

Налоговая нагрузка на *оплату труда*:

$$H_T = \frac{\Phi_c + c_{\text{ндфл}} \cdot 3OT}{3OT - c_{\text{ндфл}} \cdot 3OT} \cdot 100,$$

где  $\Phi_c$  — платежи в социальные фонды;

$3OT$  — затраты на оплату труда;

$c_{\text{ндфл}}$  — ставка налога на доходы физических лиц.

Налоговая нагрузка на *одного работника*:

$$H_p = \frac{\sum H}{Ч},$$

где  $Ч$  — средняя численность работников.

Показатели налоговой нагрузки, рассчитанные по отношению к финансовым и нефинансовым показателям предприятия, в частности налоговая нагрузка на выручку, прибыль, оплату труда, одного работающего, единицу площади производственных помещений, единицу мощности, целесообразно сравнивать с отраслевыми показателями с учетом региональных особенностей налогообложения организации.

Для сравнительного анализа налоговой нагрузки на организацию можно воспользоваться опубликованной методикой расчета «идеальной» налоговой нагрузки<sup>1</sup>. С учетом «идеальных» показателей структуры выручки налоговая нагрузка по трем основным налогам — НДС, налогу на прибыль и платежам в социальные фонды — рассчитывается следующим образом. Пусть выручка равна 100 млн руб. тогда платежи по налогу на прибыль, НДС и социальные фонды будут рассчитываться следующим образом:

$$П_n = 0,24 \cdot 15 + 0,18 \cdot (100 - 68,68) + 3,57 = 12,808 \text{ млн руб.}$$

С учетом полученных значений, налоговая нагрузка относительно выручки (нетто) будет равна 12,81%, относительно чистой добавленной стоимости — 40,89, относительно расчетной прибыли — 52,91%.

«Идеальная» налоговая нагрузка на оплату труда, рассчитанная на условный уровень затрат на оплату труда в размере 10 млн руб. (без применения регрессивной шкалы), определяется по формуле, в числителе которой сумма единого социального налога и подоходного налога, а в знаменателе — выплачиваемая заработная плата, очищенная от подоходного налога:

$$H_T^и = \frac{2,6 + 1,3}{10 - 1,3} \cdot 100 = 44,8\%.$$

<sup>1</sup> Двойная запись. 2007. № 2. С. 42—48.

По результатам расчета относительных показателей налоговой нагрузки определяются направления налоговой политики. Причины существенного снижения относительных налоговых платежей организации по сравнению «идеальной» или среднеотраслевой нагрузкой должны быть тщательно изучены для оценки безопасности применяемых методов налоговой оптимизации. Считается, что налоговая нагрузка на выручку, не превышающая 9%, служит признаком применяемых организацией методов налоговой оптимизации. Налоговая нагрузка, существенно превышающая эталонные значения, — признак неэффективного управления налоговыми платежами организации.

Отражение в отчетности в соответствии с ПБУ 18/02 таких показателей, как отложенные налоговые активы и отложенные налоговые обязательства, постоянные налоговые активы и постоянные налоговые обязательства, расширяет возможности управления платежами по налогу на прибыль. В частности, позволяет понять, почему при наличии незначительной бухгалтерской прибыли организация вынуждена осуществлять значительные платежи по налогу на прибыль, и наоборот (что бывает значительно реже). Кроме того, отражение в балансе таких показателей, как отложенные налоговые активы и обязательства, позволяет дать оценку будущим налоговым платежам: отложенные налоговые активы в будущем приведут к снижению налоговых платежей по налогу на прибыль, а отложенные налоговые обязательства — к их увеличению.

Анализ *расчетов по налогу на прибыль* позволяет оценить эффективность налогового планирования, а также полноту и эффективность использования возможностей легальной налоговой оптимизации в деятельности организации.

Чистая прибыль с учетом требований ПБУ 18/02 рассчитывается следующим образом:

$$П_{\text{ч}} = П_{\text{д}} + ОНА_1 - ОНА_2 - ОНО_1 + ОНО_2 - Н_{\text{п}} - П_{\text{п}},$$

где  $П_{\text{д}}$  — прибыль до налогообложения;

$ОНА_1$  — отложенные налоговые активы, возникшие в текущем отчетном периоде;

$ОНА_2$  — отложенные налоговые активы, погашенные в текущем отчетном периоде;

$ОНО_1$  — отложенные налоговые обязательства, возникшие в текущем отчетном периоде;

$ОНО_2$  — отложенные налоговые обязательства, погашенные в текущем отчетном периоде;

$Н_{\text{п}}$  — текущий налог на прибыль;

$П_{\text{п}}$  — платежи из чистой прибыли (например, пени в бюджет).

Взаимосвязь текущего налога на прибыль и условного представлена формулой

$$H_{\Pi} = t \cdot \Pi_{\text{д}} + \text{ПНО} - \text{ПНА} + \text{ОНА}_1 - \text{ОНА}_2 - \text{ОНО}_1 + \text{ОНО}_2,$$

где  $t$  — ставка налогообложения прибыли;

$\text{ПНО}$  — постоянные налоговые обязательства;

$\text{ПНА}$  — постоянные налоговые активы.

*Отложенные налоговые активы* отчетного года, отражаемые в отчете о прибылях и убытках, должны соответствовать отложенным налоговым активам, отражаемым в бухгалтерском балансе:

$$\text{ОНА} = \text{ОНА}_\text{к} - \text{ОНА}_\text{н},$$

где  $\text{ОНА}$  — сумма отложенных налоговых активов, возникших и погашенных в отчетном году;

$\text{ОНА}_\text{к}$ ,  $\text{ОНА}_\text{н}$  — отложенные налоговые активы соответственно на конец и начало года.

Аналогичные соотношения должны выполняться и по *отложенным налоговым обязательствам*:

$$\text{ОНО} = \text{ОНО}_\text{к} - \text{ОНО}_\text{н},$$

где  $\text{ОНО}$  — сумма отложенных налоговых обязательств, возникших и погашенных в отчетном году;

$\text{ОНО}_\text{к}$ ,  $\text{ОНО}_\text{н}$  — отложенные налоговые обязательства соответственно на конец и начало года.

Сравнение *условного* и *текущего* налога позволяет оценить, насколько выгодно для организации соотношение между этими двумя величинами. Для организации выгодно превышение условным налогом текущего, поскольку превышение является следствием того, что с полученной бухгалтерской прибыли организация платит относительно меньший налог. Причиной такого благоприятного для организации обстоятельства может быть наличие постоянных налоговых активов и отложенных налоговых обязательств.

Текущий налог на прибыль может быть рассчитан по формуле

$$H_{\Pi} = t \cdot \Pi_{\text{д}} + \text{ПНО} - \text{ПНА} + \text{ОНА} - \text{ОНО}.$$

Если разделить левую и правую части выражения на ставку налога на прибыль, то получится формула для расчета налогооблагаемой прибыли:

$$\Pi_{\text{н}} = \Pi_{\text{д}} + P_{\text{п+}} - P_{\text{п-}} + P_{\text{вв}} - P_{\text{вн}},$$

$P_{\text{п+}}$  — постоянная разница (положительная);

$P_{\text{п-}}$  — постоянная разница (отрицательная);

$P_{\text{вв}}$  — временная вычитаемая разница;

$P_{\text{вн}}$  — временная налогооблагаемая разница.

Далее необходимо оценить *отклонения бухгалтерской прибыли* до налогообложения от налогооблагаемой прибыли, которые обусловлены наличием постоянных и временных разниц.

Постоянные *положительные* разницы, следствием которых являются постоянные налоговые обязательства, увеличивают текущий налог на прибыль отчетного периода относительно условного налога и, в частности, формируются вследствие следующих факторов:

- корректировки (увеличения) налоговых доходов в соответствии со ст. 40 НК РФ. В этом случае бухгалтерские доходы оказываются ниже налоговых, поскольку цены сделок в целях налогообложения увеличиваются в соответствии с рыночными;
- превышения фактическими расходами, учитываемыми при формировании бухгалтерской прибыли, расходов, принимаемых для целей налогообложения, по которым предусмотрены ограничения по расходам (затраты по добровольному страхованию работников, затраты по научно-исследовательским расходам, затраты по компенсации за использование личного транспорта, представительские расходы, расходы на отдельные виды рекламы, расходы по командировкам, проценты по долговым обязательствам, др.);
- наличия расходов, не признаваемых в целях налогообложения. К ним, в частности, относятся социальные расходы, отдельные виды вознаграждений и премий работникам, оплата путевок сотрудникам, материальная помощь и т.д.

Постоянные *отрицательные* разницы, которые приводят к возникновению постоянных налоговых активов, уменьшают текущий налог на прибыль отчетного периода относительно условного налога и, в частности, формируются вследствие наличия:

- доходов, которые не учитываются в целях налогообложения (ст. 251 НК), например доходов в виде имущества, полученного безвозмездно, если уставный (складочный) капитал (фонд) получающей стороны более чем на 50% состоит из вклада (доли) передающей организации, процентов, полученных из бюджета за несвоевременный возврат налога;
- расходов, не признаваемых в целях бухгалтерского учета, но признаваемых в целях налогообложения. Поскольку бухгалтерские стандарты намного более либеральны, чем налоговое законодательство, таких расходов, которые признавались бы в налоговом учете и не признавались в бухгалтерском, крайне мало.

*Отложенные налоговые активы*, которые возникают вследствие временных вычитаемых разниц, увеличивают текущий налог на прибыль отчетного периода относительно условного налога, но приводят к уменьшению налога на прибыль, подлежащего уплате в следующих



периодах. Временные вычитаеваемые разницы, в частности, формируются вследствие:

- предоплаты за реализуемую продукцию, а также получения отсрочки платежей за приобретенные товары (работы, услуги) при кассовом методе в целях налогообложения прибыли;
- превышения суммой амортизации, начисленной для целей бухгалтерского учета, сумм амортизации, начисленной для целей определения налогооблагаемой базы по налогу на прибыль;
- переноса разного рода убытков на будущее, в частности убытков от основной деятельности, от реализации амортизируемого имущества, от операций по уступке прав требования, по деятельности обслуживающих производств и хозяйств. Налогоплательщик вправе осуществлять перенос убытка на будущее в течение ряда лет, следующих за тем налоговым периодом, в котором получен этот убыток;
- излишней уплаты сумм налога на прибыль в бюджет и т.д.

*Отложенные налоговые обязательства* уменьшают текущий налог на прибыль отчетного периода относительно условного налога, но приводят к увеличению налога на прибыль, подлежащего уплате в следующих периодах. Отложенные налоговые обязательства выгодны организации, поскольку способствуют увеличению финансовых результатов. Это справедливо даже с учетом того, что временные налогооблагаемые разницы приводят к увеличению налоговых платежей в последующих периодах, поскольку возможность получить «отсрочку» по налоговым платежам выгодна организации. Отложенные налоговые обязательства возникают из-за временных налогооблагаемых разниц, которые формируются вследствие:

- признания выручки от продажи продукции (товаров, работ, услуг) и процентных доходов для налогообложения кассовым методом (при последующей оплате);
- превышения суммой амортизации, начисленной для целей определения налогооблагаемой базы по налогу на прибыль, сумм амортизации, начисленных для целей бухгалтерского учета, вследствие применения разных методов и способов начисления амортизации;
- использования амортизационной премии в налоговом учете.
- наличия расходов будущих периодов, которые в налоговом учете сразу списываются на финансовые результаты;
- списания косвенных расходов сразу на финансовые результаты в налоговом учете;
- отсрочки или рассрочки по уплате налога на прибыль.

Влияние постоянных и отложенных налоговых активов и обязательств на финансовые показатели организации представлено в табл. 5.22.

Таблица 5.22. **Схема анализа платежей по налогу на прибыль**

<i>Показатель</i>	<i>Постоянные положительные разницы/ ПНО</i>	<i>Постоянные отрицательные разницы/ ПНА</i>	<i>Временные вычитаемые разницы/ ОНА</i>	<i>Временные налогооблагаемые разницы/ ОНО</i>
<b>Отчетный период</b>				
Соотношение доходов	$B^* < H^*$	$B > H$	$B < H$	$B > H$
Соотношение расходов	$B > H$	$B < H$	$B > H$	$B < H$
Соотношение прибылей	$B < H$	$B > H$	$B < H$	$B > H$
Соотношение налогов	Условный меньше текущего	Условный больше текущего	Условный меньше текущего	Условный больше текущего
Наличие соответствующих статей в балансе	—	—	Отложенные налоговые активы	Отложенные налоговые обязательства
Соотношение активов	$B = H$	$B = H$	$B < H$	$B > H$
Соотношение обязательств	$B = H$	$B = H$	$B > H$	$B < H$
<b>Последующие периоды</b>				
Соотношение доходов	Влияния на последующие периоды нет		$B > H$	$B < H$
Соотношение расходов			$B < H$	$B > H$
Соотношение прибылей			$B > H$	$B < H$
Соотношение налогов			Условный больше текущего	Условный меньше текущего
Оценка влияния на финансовые показатели организации	Ухудшают, поскольку приводят к росту налоговых платежей	Улучшают, поскольку приводят к снижению налоговых платежей	Ухудшают, поскольку приводят к «авансовым» платежам по налогу	Улучшают, поскольку приводят к «отсрочке» платежей по налогу

\* Б, Н — соответственно бухгалтерские и налоговые доходы, расходы и прибыль.

С позиции налоговых платежей для организации выгодно, если постоянные налоговые активы и отложенные налоговые обязательства выше постоянных налоговых обязательств и отложенных налоговых активов. Кроме того, для организации выгодно использовать легальные методы налоговой оптимизации, даже если они приводят к возникновению отложенных налогов и усложняют работу бухгалтерии: это говорит о том, что приоритеты в организации расставлены верно — важнее экономить налоговые платежи, а не затраты труда работников бухгалтерии.

Для итоговой оценки соотношения условного и текущего налогов и выяснения причин отличия этих двух показателей рассчитывается *условный налог на прибыль*. Показатель может быть рассчитан через корректировку текущего налога на прибыль:

$$H_y = H_T - ПНО + ПНА - ОНА + ОНО.$$

Далее рассчитывается отклонение текущего налога от условного:

$$O_H = \frac{H_T - H_y}{H_y} \cdot 100.$$

Положительное значение показателя свидетельствует о том, что фактические платежи организации по налогу на прибыль выше условных, рассчитанных на основе бухгалтерской прибыли. Это невыгодно организации и связано с тем, что сумма постоянных налоговых обязательств и отложенных налоговых активов превышает сумму постоянных налоговых активов и отложенных налоговых обязательств.

Анализируя налоговую нагрузку по данным финансовой отчетности, необходимо учитывать еще один аспект: влияние методов налоговой оптимизации на достоверность показателей финансовой отчетности. Использование методов налоговой оптимизации приводит к искажению многих показателей деятельности организации, в частности к занижению налоговых баз и завышению некоторых расходов, что в дальнейшем влияет на общую оценку деятельности организации (табл. 5.23).

**Анализ ситуации.** Оценка налоговых платежей ОАО «XYZ» выполнена на основе финансовой отчетности; исходные данные приведены в табл. 5.24.

В целом налоговые платежи организации существенно увеличиваются, в частности значительно увеличились денежные средства, направленные на расчеты по налогам и сборам. Кроме того, организация поддерживает на достаточно низком уровне свою фискальную задолженность, что заслуживает положительной оценки. Однако сделать обоснованные выводы о налоговой нагрузке без ее увязки с показателями деятельности организации невозможно. Для дальнейшего расчета и анализа налоговой нагрузки необходимы дополнительные показатели (табл. 5.25).

Таблица 5.23. **Влияние методов налоговой оптимизации на финансовые показатели**

<i>Налог на прибыль, налог на добавленную стоимость</i>	<i>Налог на имущество</i>	<i>Единый социальный налог</i>
Занижение выручки посредством нерегистрируемого оборота, перевода деятельности в деятельность, осуществляемую по договору простого товарищества	Занижение стоимости основных средств с помощью учетной и налоговой политики (неадекватность оценки, ускоренная амортизация)	Занижение затрат на оплату труда через выплаты заработной платы из нерегистрируемого оборота
Занижение выручки вследствие занижения цен на реализуемые товары через сбытовые схемы	Занижение стоимости основных средств и производственной мощности из-за отражения основных средств, приобретаемых по лизингу на балансе у лизингодателя в составе доходных вложений	Занижение затрат на оплату труда через увеличение выплат персоналу из чистой прибыли
Занижение выручки как результат использования договоров комиссии		
Завышение материальных расходов вследствие использования закупочных схем, т.е. приобретения материальных ценностей по завышенным ценам	Занижение стоимости основных средств и производственной мощности через перевод основных средств на баланс льготизируемых организаций с их последующей арендой	Занижение численности персонала через его перевод в льготизируемые организации с последующей арендой
Увеличение других неналогоемых видов расходов (амортизации нематериальных активов, прочих затрат по обычным видам деятельности, в том числе оплаты услуг)	Занижение стоимости приобретаемых основных средств через списание части стоимости на текущие расходы	Искажение структуры персонала вследствие заключения договоров гражданско-правового характера
Увеличение прочих расходов, в частности процентов к уплате, штрафов, отрицательных курсовых разниц, оценочных резервов, др.	Занижение амортизационных отчислений по основным средствам	Увеличение дифференциации в оплате труда в целях использования регрессивной шкалы налогообложения

**Таблица 5.24. Исходные данные для анализа  
налоговой нагрузки, тыс. руб.**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год [начало года]</i>	<i>Отчетный год [конец года]</i>
<i>Баланс</i>		
Отложенные налоговые активы	10 930	20 066
НДС по приобретенным ценностям	366 456	216 773
Отложенные налоговые обязательства	33 002	63 319
Кредиторская задолженность по налогам и сборам	27 792	29 728
Кредиторская задолженность перед государственными внебюджетными фондами	17 729	21 859
<i>Отчет о прибылях и убытках</i>		
Отложенные налоговые активы	7 774	9 135
Отложенные налоговые обязательства	6 010	30 316
Текущий налог на прибыль	702 036	783 758
Постоянные налоговые обязательства	50 953	71 316
Постоянные налоговые активы	—	—
<i>Отчет о движении денежных средств</i>		
Денежные средства, направленные на расчеты по налогам и сборам	789 705	1 022 279
Денежные средства, направленные на расчеты с внебюджетными фондами	188 553	246 826
<i>Приложение к бухгалтерскому балансу</i>		
Отчисления на социальные нужды	203 134	274 140

**Таблица 5.25. Предварительный расчет показателей  
для оценки налоговой нагрузки**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Суммарные доходы организации, тыс. руб.	14 339 695	19 828 693
Выручка (нетто), тыс. руб.	14 038 098	18 847 138
Добавленная стоимость начисленная (выручка за вычетом материальных затрат), тыс. руб.	4 355 674	5 832 919
Добавленная стоимость оплаченная (поступления от покупателей за вычетом платежей поставщикам), тыс. руб.	3 143 284	4 740 500
Чистая добавленная стоимость (выручка за вычетом материальных затрат, амортизации и прочих затрат), тыс. руб.	4 084 568	5 525 366
Расчетная прибыль (сумма чистой прибыли и налоговых платежей), тыс. руб.	2 879 511	3 412 700
Суммарные платежи по текущей деятельности, тыс. руб.	14 140 702	20 715 041
Валюта баланса, тыс. руб.	6 912 901	11 089 957
Остаточная стоимость основных средств, тыс. руб.	1 361 967	2 539 361
Численность работников, чел.	5 205	5 681
Затраты на оплату труда, тыс. руб.	985 850	1 357 680

Относительные показатели налоговой нагрузки (табл. 5.26), более точно и объективно характеризуют тяжесть налоговой нагрузки на организацию, особенно если есть база для их сравнительного анализа, в частности показатели эталонной («идеальной»), отраслевой налоговой нагрузки. Показатели эталонной налоговой нагрузки рассчитаны для трех основных налогов: НДС, налога на прибыль, отчислений в социальные фонды (табл. 5.26).

Таблица 5.26. Показатели относительной налоговой нагрузки, %

<i>Показатель</i>	<i>Преды- дущий год</i>	<i>От- четный год</i>	<i>Эталонная налоговая нагрузка</i>	<i>Эталонная налоговая нагрузка*</i>
Налоговая нагрузка на суммарные доходы организации	5,93	5,51	—	—
Налоговая нагрузка на выручку (нетто)	6,06	5,80	12,81	9,98
Налоговая нагрузка на поступления от покупателей	5,68	5,42	10,85	8,45
Налоговая нагрузка на начисленную добавленную стоимость	19,52	18,73	—	—
Налоговая нагрузка на оплаченную добавленную стоимость	27,04	23,05	—	—
Налоговая нагрузка на чистую добавленную стоимость	20,81	19,77	40,89	39,53
Налоговая нагрузка на расчетную прибыль	29,52	32,02	52,91	44,76
Налоговая нагрузка на оплату труда	38,63	38,15	44,83	44,83
Налоговая нагрузка на 1 работника, тыс. руб.	163,32	192,33	—	—
Удельный вес налоговых платежей в суммарных платежах по текущей деятельности	6,01	5,27	—	—

\* С учетом фактической структуры выручки.

Расчеты свидетельствуют, что показатели относительной нагрузки предприятия существенно ниже показателей эталонной; если пересчитать эталонную налоговую нагрузку с учетом фактической структуры выручки, то ситуация практически не изменится: фактические

показатели предприятия остаются значительно ниже показателей эталонной нагрузки. Это является следствием того, что организация имеет льготы по налогам (в частности, по НДС) и достаточно эффективно управляет своими налоговыми платежами, доказательством чему служит снижение налоговой нагрузки на финансовые результаты в отчетном году по сравнению с предыдущим.

Для исследования тенденций в изменении налоговой нагрузки рассчитаны показатели динамики налоговых платежей и основных налоговых баз (табл. 5.27).

**Таблица 5.27. Сравнительный анализ динамики показателей деятельности организации и ее налоговых платежей, %**

<i>Показатель</i>	<i>Отчетный год</i>
<i>Темп прироста экономических показателей</i>	
выручки (нетто)	34,3
начисленной добавленной стоимости	33,9
оплаченной добавленной стоимости	50,8
чистой добавленной стоимости	35,3
прибыли от продаж	34,5
прибыли до налогообложения	14,6
чистой прибыли	14,3
валюты баланса	60,4
собственных основных средств	86,4
численности работников	9,1
затрат на оплату труда	37,7
Средний темп прироста, %	37,4
<i>Темп прироста налоговых платежей</i>	
суммарных платежей организации	28,5
платежей по налогам и сборам (без социальных фондов)	27,8
платежей в социальные фонды	30,9
отчислений на социальные нужды	35,0
текущего налога на прибыль	11,6
Средний темп прироста, %	26,8

Как показывают расчеты, налоговые платежи в среднем растут более низкими темпами, чем налоговые базы: наиболее высокие темпы прироста у отчислений на социальные нужды.

Для дальнейшего исследования причин низкого уровня налоговой нагрузки выполнен расчет показателей структуры выручки (табл. 5.28).

Таблица 5.28. Структура выручки, %

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>	<i>Эталонная структура выручки</i>
Прибыль от продаж	20,6	20,7	15,0
Затраты на оплату труда и отчисления на социальные нужды	8,5	8,7	16,3
Материальные затраты	54,9	53,5	68,7
Амортизация	1,9	1,6	
Прочие затраты	14,1	15,6	
Выручка	100,0	100,0	100,0

Как показывают расчеты, структура выручки организации весьма близка к эталонной. Доля неналоговых элементов (материальных, прочих затрат и амортизации) равна 70,7% вместо эталонных 68,7, доля прибыли от продаж даже превосходит эталонную и только доля затрат на оплату труда существенно ниже. Структура выручки достаточно стабильна, что позволяет сделать заключение, что применяемые в организации методы налогового планирования строятся не только на изменении структуры выручки в направлении увеличения неналоговых элементов. Однако относительно высокая маржа существенно снижена убытком от прочих операций, что уменьшает налоговые платежи предприятия. Таким образом, с учетом результата от прочих операций структуру выручки можно считать существенно менее налоговой, чем эталонная.

Переходя к анализу расчетов по налогу на прибыль, целесообразно сформировать систему показателей (табл. 5.29).

Таблица 5.29. Показатели по налогу на прибыль

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Текущий налог на прибыль, тыс. руб.	702 036	783 758
ОНА, тыс. руб.	7 774	9 135
ОНО, тыс. руб.	6 010	30 316
ПНО, тыс. руб.	50 953	71 316
ПНА, тыс. руб.	—	—
Условный расход по налогу на прибыль, тыс. руб.	649 319	733 623
Превышение текущим налогом условного, %	8,1	6,8



Как показывают расчеты, соотношение между текущим и условным налогами несколько улучшилось, поскольку превышение текущим налогом условного уменьшилось с 8,1 до 6,8%. Превышение текущего налога обусловлено наличием постоянных налоговых обязательств; замедленный рост текущего налога относительно условного связан с возникновением отложенных налоговых обязательств.

Будущие налоговые платежи по налогу на прибыль будут возрастать вследствие того, что у организации имеются отложенные налоговые обязательства в сумме 63 319 тыс. руб., которые будут увеличивать платежи по налогу на прибыль, и эти обязательства более чем в 3 раза превышают отложенные налоговые активы, равные 20 066 тыс. руб.

Оценив отложенные налоговые активы и обязательства, необходимо теперь дать оценку всем налоговым активам и обязательствам (табл. 5.30).

Таблица 5.30. **Налоговые активы и налоговые обязательства организации**

<i>Показатель</i>	<i>Начало отчетного года</i>	<i>Конец отчетного года</i>
Налоговые активы, тыс. руб.	377 386	236 839
В том числе		
отложенные налоговые активы	10 930	20 066
НДС по приобретенным ценностям	366 456	216 773
Налоговые обязательства, тыс. руб.	78 523	114 906
В том числе		
отложенные налоговые обязательства	33 002	63 319
кредиторская задолженность по налогам и сборам, тыс. руб.	27 792	29 728
кредиторская задолженность перед государст- венными внебюджетными фондами, тыс. руб.	17 729	21 859
Чистая налоговая позиция (активы — обяза- тельства), тыс. руб.	298 863	121 933
Чистая налоговая позиция по отложенным налогам (активы — обязательства), тыс. руб.	(22 072)	(43 253)
Доля налоговых активов в активе баланса, %	5,46	2,14
Доля налоговых обязательств в пассиве ба- ланса, %	1,14	1,04
Отношение ОНА к текущему налогу на при- быль, %	1,56	2,56
Отношение ОНО к текущему налогу на при- быль, %	4,70	8,08

Как видно из расчетов, налоговые активы выше налоговых обязательств; основным элементом налоговых активов является НДС по приобретенным ценностям, который существенно снизился на конец года. Такую тенденцию можно оценивать положительно, поскольку эта статья представляет собой неликвидный элемент оборотных активов, снижающий их качество, кроме того, возможны ситуации, когда он не будет принят в полном объеме к вычету, что приведет к потерям для организации. Однако в целом величина отложенных налоговых активов незначительна, она составляет 2,14% валюты баланса. Налоговые обязательства в основном сформированы за счет отложенных налоговых обязательств; кредиторская задолженность организации перед бюджетом и внебюджетными фондами незначительна по сравнению с налоговыми платежами, не превышает 10% налоговых платежей отчетного года. В целом снижаются относительно валюты баланса и налоговые активы, и налоговые обязательства, что заслуживает положительной оценки.

Подводя итог, можно отметить следующее:

- организация представляет собой растущий эффективный бизнес, характеризующийся позитивной динамикой не только налоговых баз, но и налоговых платежей;
- уровень налоговой нагрузки достаточно низкий, что связано с наличием льгот по налогам, а также относительно неналогоемкой структурой выручки, в которой занижен по сравнению с эталонным удельный вес затрат на оплату труда, а также прибыли, заниженной за счет убытков от прочих операций;
- в динамике уровень налоговой нагрузки на финансовые результаты снижается, наблюдается только увеличение налоговой нагрузки на одного работника;
- темпы роста налоговых платежей отстают от темпов роста основных налоговых баз;
- соотношение налоговых активов и обязательств в отчетном году складывается не в пользу организации, т.е. активы превышают обязательства; причина этого — в существенном размере статьи «НДС по приобретенным ценностям», однако в динамике это соотношение улучшается.

В целом можно считать, что специалисты организации эффективно управляют налоговыми платежами, поддерживая налоговую нагрузку на относительно низком уровне, поэтому основные принципы и базовые параметры налоговой политики на будущее должны быть сохранены. Таким образом, налоговая политика должна быть направлена на обеспечение эффективного контроля над налоговыми платежами и налоговыми активами и обязательствами, на предотвращение значительного превышения текущим налогом на прибыль условного.

## 5.4. Управление прибылью

**Предварительная оценка прибыли и эффективности деятельности организации.** Схема формирования основных показателей прибыли, используемых при обосновании финансовых решений, приведена на рис. 5.1. При расчете показателей прибыли, не публикуемых в российской отчетности, а также других финансовых показателей приняты следующие допущения:

- прочий финансовый результат, не включающий проценты к уплате, рассматривается как составляющая операционной прибыли;
- налоговые платежи организации и отложенные налоги учитываются при расчете чистой операционной прибыли посредством определения фактической ставки налогообложения прибыли;
- при расчете показателей экономической прибыли, финансового рычага и средневзвешенной стоимости инвестированного капитала учитывается как фактический, так и рыночный уровень стоимости источников финансирования.

*Маржинальная прибыль* рассчитывается по данным управленческого учета:

$$МП = B - P_{\text{пер}},$$

где  $B$  — выручка (нетто) от продажи продукции;

$P_{\text{пер}}$  — переменные расходы, определяемые по данным управленческого учета.

*Прибыль от основной деятельности до вычета процентов, налога и амортизации* (гросс-операционная):

$$П_{\text{да}} = B - MЗ - ЗОТ - ОСН - З_{\text{пр}} + \Phi P_{\text{пр}} = П_{\text{пр}} + A + \Phi P_{\text{пр}},$$

где  $MЗ$  — материальные затраты;

$ЗОТ$  — затраты на оплату труда;

$ОСН$  — отчисления на социальные нужды;

$З_{\text{пр}}$  — прочие затраты;

$\Phi P_{\text{пр}}$  — прочий финансовый результат, не включающий проценты к уплате.

*Прибыль до выплаты процентов и налога* (операционная):

$$П_{\text{о}} = B - MЗ - ЗОТ - A - З_{\text{пр}} + \Phi P_{\text{пр}} = П_{\text{пр}} + \Phi P_{\text{пр}} = П_{\text{да}} - A,$$

где  $П_{\text{пр}}$  — прибыль от продаж;

$A$  — амортизация.

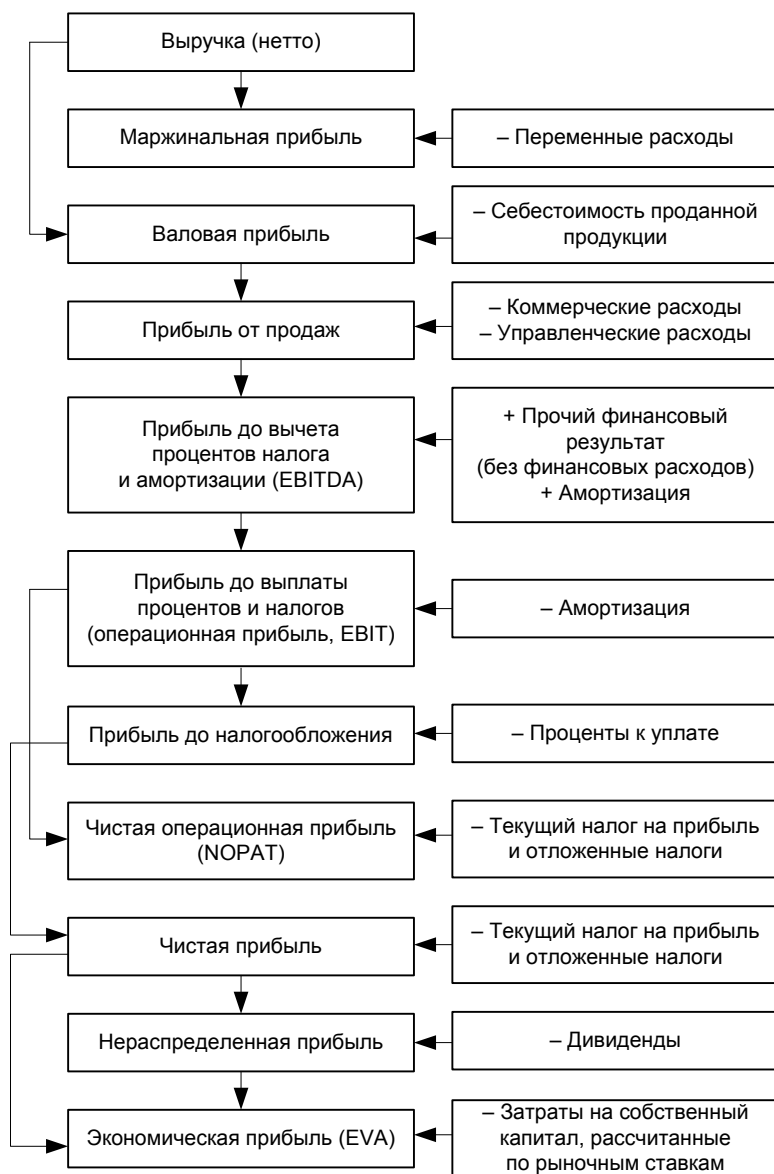


Рис. 5.1. Общая схема формирования прибыли

*Чистая операционная прибыль:*

$$\Pi_{\text{чo}} = \Pi_{\text{o}} \cdot (1 - t_p),$$

где  $t_p$  — расчетная ставка налога на прибыль, определяемая как отношение текущего налога на прибыль и отложенных налогов к прибыли до налогообложения.

*Экономическая прибыль:*

$$\Pi_{\text{э}} = \Pi_{\text{ч}} - c_{\text{к}} \cdot K_{\text{с}},$$

где  $\Pi_{\text{ч}}$  — чистая прибыль;

$c_{\text{к}}$  — рыночная стоимость собственного капитала;

$K_{\text{с}}$  — собственный капитал.

Для определения характера и источников получаемых организацией финансовых результатов, т.е. оценки того, являются ли они результатом основной деятельности и, следовательно, характеризуются относительной устойчивостью или же организация зарабатывает случайными (прочими) операциями, проводится оценка структуры доходов, расходов и прибыли и определяется удельный вес прибыли от продаж и прочего финансового результата в прибыли до налогообложения. Эти расчеты позволяют оценить качество прибыли посредством следующих показателей.

1. Структура прибыли. Значительный удельный вес прочего финансового результата в прибыли до налогообложения свидетельствует о низком качестве прибыли, сформированной за счет случайных источников и поэтому имеющей неустойчивый характер.

2. Устойчивость прибыли. Чем устойчивее прибыль и меньше ее колебания, тем выше ее качество и меньше вероятность того, что в будущем прибыль может существенно уменьшиться. Амплитуда колебаний прибыли зависит от ряда факторов, в частности от операционного и финансового рычага, контролируемости расходов.

3. Учетная политика. Положения учетной политики, уменьшающие прибыль, повышают ее качество.

Для оценки эффективности деятельности организации рассчитываются показатели рентабельности и оборачиваемости.

*Уровень рентабельности* оценивается с помощью следующих показателей:

- рентабельности продаж (маржа), назначение которой — оценивать эффективность управления расходами;
- рентабельности активов, по которой можно судить об эффективности управления активами;
- рентабельности инвестированного капитала, характеризующей потенциальную способность бизнеса создавать стоимость.

Для оценки факторов, влияющих на *рентабельность продаж*, используется зависимость рентабельности продаж от показателей ресурсоемкости продукции:

$$P_{\Pi} = \frac{\Pi_{\text{пр}}}{B} = \frac{B - MЗ - ЗОГ - А - З_{\text{пр}}}{B} = 1 - ME - ZE - AE - PE_{\text{пр}},$$

где  $ME$  — материалоемкость продукции;  
 $ZE$  — зарплатоемкость продукции;  
 $AE$  — амортизациеёмкость продукции;  
 $PE_{\text{пр}}$  — прочая ресурсоемкость.

Другой вариант факторного анализа рентабельности продаж (по функциональному принципу) основан на следующей формуле:

$$P_{\Pi} = 1 - k_{\text{пр}} - k_{\text{ком}} - k_{\text{упр}},$$

где  $k_{\text{пр}}$  — коэффициент производственных расходов (отношение себестоимости проданной продукции к выручке);  
 $k_{\text{ком}}$  — коэффициент коммерческих расходов (отношение коммерческих расходов к выручке);  
 $k_{\text{упр}}$  — коэффициент управленческих расходов (отношение управленческих расходов к выручке).

*Рентабельность активов*, на которую влияет рентабельность продаж и оборачиваемости активов рассчитывается по формуле:

$$P_a = \frac{\Pi_{\text{пр}}}{A} = \frac{\Pi_{\text{пр}}}{B} \cdot \frac{B}{A} = P_{\Pi} \cdot k_a,$$

где  $A$  — суммарные активы;  
 $k_a$  — коэффициент оборачиваемости активов (отношение выручки к суммарным активам).

*Коэффициент оборачиваемости*, или скорость трансформации активов, характеризует не только эффективность управления организацией, но и ликвидность, платежеспособность и кредитоспособность организации, поскольку чем быстрее протекают бизнес-процессы в организации, тем меньше у нее проблем с обслуживанием обязательств и тем выше кредитоспособность. Коэффициенты оборачиваемости рассчитываются по формуле

$$k_a = \frac{B}{A},$$

где  $B$  — выручка;  
 $A$  — стоимость совокупных активов или отдельных видов активов.

Особого внимания заслуживает оценка факторов, влияющих на показатели оборачиваемости. Они могут быть сгруппированы следующим образом:

- отраслевая принадлежность предприятия, от которой зависит структура активов; чем больше удельный вес внеоборотных активов, тем ниже показатели оборачиваемости активов;
- наличие неработающих и неиспользуемых в основной деятельности активов, в частности незавершенного строительства, долгосрочных финансовых вложений, доходных вложений в материальные ценности, отложенных налоговых активов, НДС по приобретенным ценностям, а также основных средств, находящихся на консервации, избыточных запасов, нереальной к взысканию дебиторской задолженности, излишних высоколиквидных активов и т.д.;
- эффективность операционной деятельности, в частности схема закупки сырья и материалов, длительность производственного процесса, кредитная политика, политика управления высоколиквидными активами.

На заключительном этапе предварительной оценки эффективности исследуется *рентабельность инвестированного капитала*:

$$P_{\text{ик}} = \frac{P_{\text{чо}}}{K_{\text{ин}}} = \frac{P_{\text{пр}}}{A} \cdot \frac{A}{K_{\text{ин}}} \cdot \frac{P_{\text{чо}}}{P_{\text{пр}}} = P_a \cdot M_{\text{ин}} \cdot k_3,$$

где  $P_{\text{чо}}$  — чистая операционная прибыль;

$K_{\text{ин}}$  — инвестированный капитал;

$P_{\text{пр}}$  — прибыль от продаж;

$A$  — активы;

$M_{\text{ин}}$  — мультипликатор инвестированного капитала;

$k_3$  — коэффициент эффективности прочих операций (за исключением финансовых расходов).

Таким образом, на этапе предварительной оценки эффективности деятельности рассчитываются основные показатели прибыли, исследуется ее качество и взаимосвязь между тремя основными показателями рентабельности, что позволит в дальнейшем более детально исследовать факторы стоимости бизнеса и сформировать базовые параметры политики управления прибылью.

**Факторный анализ прибыли.** Факторный анализ чистой прибыли предназначен для выявления причин ее изменения и разработки на этой основе стратегии управления прибылью.

Методика, основанная на ресурсном принципе, позволяет определить влияние на прибыль следующих факторов (факторы перечислены в порядке их подстановки в модель чистой прибыли, приведенную ниже):

- объема продаж продукции в реальном исчислении;
- темпа инфляции;
- материалоемкости;
- зарплатоемкости (включая отчисления на социальные нужды);
- амортизационеемкости;
- ресурсоемкости по прочим затратам;
- прочего результата (без учета финансовых расходов);
- заемного капитала;
- процентного бремени;
- налоговой нагрузки на прибыль.

Отдельно в методике, основанной на функциональном принципе, исследуется влияние следующих факторов:

- объема продаж продукции в реальном исчислении;
- уровня инфляции;
- коэффициента производственных расходов;
- коэффициента коммерческих расходов;
- коэффициента управленческих расходов;
- прочего результата (без учета финансовых расходов);
- заемного капитала;
- процентного бремени;
- налоговой нагрузки на прибыль.

Методики анализа чистой прибыли позволяют оценивать рыночную деятельность организации (объем продаж), операционную (показатели ресурсоемкости и коэффициенты расходов, прочий результат), финансовую деятельность (размер заемного капитала, процентное бремя), а также налоговую политику (налоговая нагрузка на прибыль).

Базовая модель *чистой прибыли* представляет собой следующее выражение:

$$П_{ч} = (П_{пр} + \Phi P_{пр} - K_3 \cdot r_{\phi}) \cdot (1 - t_p),$$

где  $П_{пр}$  — прибыль от продаж;

$\Phi P_{пр}$  — прочий финансовый результат, не включающий проценты к уплате;

$K_3$  — заемный капитал, включающий долгосрочные обязательства и краткосрочные кредиты и займы;



- $r_{\phi}$  — фактическая процентная ставка по заемному капиталу (отношение процентов к уплате к заемному капиталу);
- $t_p$  — расчетная ставка налога на прибыль (отношение разности между прибылью до налогообложения и чистой прибылью к прибыли до налогообложения).

Развернутая модель чистой прибыли, в которой расходы представлены по *ресурсному принципу*, имеет вид:

$$\Pi_{\text{ч}} = \left[ B \cdot (1 - ME - ZE - AE - PE_{\text{пр}}) + \Phi P_{\text{пр}} - K_3 \cdot r_{\phi} \right] \cdot (1 - t_p),$$

где  $ME$ ,  $ZE$ ,  $AE$ ,  $PE_{\text{пр}}$  — соответственно материалоемкость, зарплатоемкость, амортизациеёмкости, прочая ресурсоемкость.

Развернутая модель чистой прибыли, в которой расходы представлены по *функциональному принципу*, имеет вид:

$$\Pi_{\text{ч}} = \left[ B \cdot (1 - k_{\text{пр}} - k_{\text{ком}} - k_{\text{упр}}) + \Phi P_{\text{пр}} - K_3 \cdot r_{\phi} \right] \cdot (1 - t_p),$$

где  $k_{\text{пр}}$ ,  $k_{\text{ком}}$ ,  $k_{\text{упр}}$  — соответственно коэффициенты производственных, коммерческих, управленческих расходов.

Два представленных алгоритма анализа чистой прибыли частично повторяют анализ расходов, поэтому ниже будут рассмотрены только те процедуры, которых нет в вышеизложенных методиках.

Расчеты по первой методике осуществляется в следующей последовательности (верхним индексом «пр» обозначены значения показателей предыдущего года, а индексом «отч» значения отчетного года).

**1.** Расчет прироста чистой прибыли от изменения объема продаж:

$$\Delta \Pi_{\text{о}} = \Delta B_{\text{о}} \cdot P_{\text{п}}^{\text{пр}} \cdot (1 - t_p^{\text{пр}}),$$

где  $\Delta \Pi_{\text{о}}$  — прирост чистой прибыли за счет изменения объема продаж;

$\Delta B_{\text{о}}$  — прирост выручки за счет объема;

$P_{\text{п}}^{\text{пр}}$  — рентабельность продаж (маржа прибыли) в предыдущем году;

$t_p^{\text{пр}}$  — расчетная ставка налога на прибыль в предыдущем году;

**2.** Расчет прироста прибыли от изменения цен:

$$\Delta \Pi_{\text{ц}} = \Delta B_{\text{ц}} \cdot P_{\text{п}}^{\text{пр}} \cdot (1 - t_p^{\text{пр}}),$$

где  $\Delta \Pi_{\text{ц}}$  — прирост прибыли за счет изменения цен;

$\Delta B_{\text{ц}}$  — прирост выручки за счет изменения цен.

3. Расчет прироста прибыли от изменения  $i$ -го показателя ресурсоемкости (1-й —  $ME$ ; 2-й —  $ZE$ ; 3-й —  $AE$ ; 4-й —  $PE_{\text{пр}}$ ):

$$\Delta\Pi_i = -\Delta PE_i \cdot B^{\text{отч}} \cdot (1 - t_p^{\text{пп}}),$$

где  $\Delta\Pi_i$  — прирост прибыли за счет изменения  $i$ -го показателя ресурсоемкости.

4. Расчет прироста чистой прибыли за счет изменения прочего финансового результата:

$$\Delta\Pi_{\text{фр}} = \Delta\Phi P_{\text{пр}} \cdot (1 - t_p^{\text{пп}}).$$

5. Расчет прироста прибыли за счет изменения заемного капитала:

$$\Delta\Pi_K = -\Delta K_3 \cdot r_{\text{ф}}^{\text{пп}} \cdot (1 - t_p^{\text{пп}}),$$

где  $r_{\text{ф}}^{\text{пп}}$  — процентная ставка по заемному капиталу в предыдущем году.

6. Расчет прироста прибыли за счет изменения средней процентной ставки по заемному капиталу:

$$\Delta\Pi_r = -\Delta r_{\text{ф}} \cdot K_3^{\text{отч}} \cdot (1 - t_p^{\text{пп}}).$$

7. Расчет изменения чистой прибыли, вызванного изменением расчетной ставки налога на прибыль:

$$\Delta\Pi_{\text{ч}} = -\Delta t_p \cdot (B^{\text{отч}} \cdot (1 - PE_i^{\text{отч}}) + \Phi P_{\text{пр}}^{\text{отч}} - K_3^{\text{отч}} \cdot r_{\text{ф}}^{\text{отч}}).$$

8. Расчет общего изменения прибыли путем суммирования частных приростов:

$$\begin{aligned} \Delta\Pi = & \Delta\Pi_{\text{о}} + \Delta\Pi_{\text{ц}} + \Delta\Pi_{ME} + \Delta\Pi_{ZE} + \Delta\Pi_{AE} + \\ & + \Delta\Pi_{PE_{\text{пр}}} + \Delta\Pi_{\text{фр}} + \Delta\Pi_K + \Delta\Pi_r + \Delta\Pi_t, \end{aligned}$$

где  $\Delta\Pi$  — общий прирост прибыли;

$\Delta\Pi_{ME}$  — прирост прибыли за счет изменения материалоемкости,

$\Delta\Pi_{ZE}$  — за счет зарплатоемкости,  $\Delta\Pi_{AE}$  — амортизацион-

емкости и  $\Delta\Pi_{PE_{\text{пр}}}$  — прочей ресурсоемкости.

9. Проверка правильности расчетов путем сравнения общего прироста прибыли, рассчитанного в п. 8 с приростом чистой прибыли, рассчитанным по формуле

$$\Delta\Pi = \Pi_{\text{ч}}^{\text{отч}} - \Pi_{\text{ч}}^{\text{пп}}.$$

Факторный анализ чистой прибыли выполняется и по *функциональному принципу*. В этом случае вместо факторов ресурсоемкости исследуются коэффициенты производственных, коммерческих и управленческих расходов.

Расчет прироста прибыли от изменения  $j$ -го коэффициента расходов проводится по формуле:

$$\Delta\Pi_j = -\Delta k_j \cdot B^{\text{отч}} \cdot (1 - t_p^{\text{пр}}).$$

Остальные расчеты аналогичны рассмотренным выше. Общее изменение прибыли:

$$\begin{aligned} \Delta\Pi &= \Delta\Pi_{\text{об}} + \Delta\Pi_{\text{ц}} + \Delta\Pi_{\text{пр}} + \Delta\Pi_{\text{ком}} + \\ &+ \Delta\Pi_{\text{упр}} + \Delta\Pi_{\text{фр}} + \Delta\Pi_{\text{К}} + \Delta\Pi_{\text{r}} + \Delta\Pi_{\text{t}}, \end{aligned}$$

где  $\Delta\Pi_{\text{пр}}$ ,  $\Delta\Pi_{\text{ком}}$ ,  $\Delta\Pi_{\text{упр}}$  — прирост прибыли за счет изменения коэффициента соответственно производственных, коммерческих и управленческих расходов.

Назначение этих расчетов заключается в том, чтобы выявить зоны в основной и прочей деятельности, снижающие эффективность организации, и обосновать меры, направленные на:

- увеличение объема продаж;
- повышение цен на продукцию;
- наращивание производственных мощностей;
- усиление контроля и снижение показателей ресурсоемкости и коэффициентов расходов.

**Анализ ситуации.** Результаты расчетов показателей прибыли ОАО «XYZ» представлены в табл. 5.31.

Таблица 5.31. Основные показатели прибыли, тыс. руб.

Показатель	Предыдущий год	Отчетный год	Темп прироста, %
Выручка (нетто) от продаж	14 038 098	18 847 138	34,3
Валовая прибыль	6 455 928	8 931 847	38,4
Прибыль от продаж	2 895 584	3 893 546	34,5
Прибыль до вычета процентов, налога и амортизации	3 010 598	3 486 921	15,8
Прибыль до вычета процентов, налога	2 739 492	3 179 368	16,1
Прибыль до налогообложения	2 727 244	3 124 842	14,6
Чистая операционная прибыль	2 038 527	2 360 576	15,8
Чистая прибыль	2 029 413	2 320 093	14,3
Нераспределенная прибыль	2 029 413	920 082	(54,7)
Экономическая прибыль	966 220	776 619	(19,6)

Предварительный анализ прибыли организации показывает, что соотношение темпов прироста ключевых показателей прибыли не

оптимально. Так, рост валовой прибыли выше роста выручки, что является индикатором относительного снижения производственных расходов, однако расходы в сфере реализации и управления организацией росли слишком высокими темпами, что привело к замедленному росту прибыли от продаж относительно валовой прибыли. Еще существеннее замедление роста операционной прибыли; причиной этого стал значительный рост отрицательного прочего финансового результата. В результате темп роста чистой прибыли более чем в 2 раза отстает от темпа прироста выручки; основной причиной снижения эффективности деятельности стали убытки от прочей деятельности. Причиной снижения нераспределенной прибыли стало резкое изменение дивидендной политики в отчетном году и выплата значительной части прибыли акционерам в отличие от предыдущего года, когда прибыль целиком была капитализирована.

Качество прибыли организации достаточно высокое. Об этом, в частности, свидетельствует структура прибыли до налогообложения (табл. 5.32), которая сформирована исключительно за счет прибыли от основной деятельности, доля которой составила 124,6%. Кроме того, стабильный рост всех показателей прибыли также является индикатором ее высокого качества. Необходимо отметить негативную тенденцию, а именно существенное, почти четырехкратное увеличение прочих расходов, рост которых снижает темп прироста прибыли.

Таблица 5.32. Структура доходов, расходов и прибыли

Показатель	Предыдущий год		Отчетный год	
	Сумма, тыс. руб.	удельный вес, %	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %
Доходы от обычных видов деятельности (выручка)	14 038 098	97,9	18 847 138	95,0
Прочие доходы	301 597	2,1	981 555	5,0
Итого доходов	14 339 695	100,0	19 828 693	100,0
Расходы от обычных видов деятельности	11 142 514	96,0	14 953 592	89,5
Прочие расходы	469 937	4,0	1 750 259	10,5
Итого расходов	11 612 451	100	16 703 851	100,0
Прибыль от продаж	2 895 584	106,2	3 893 546	124,6
Прочий финансовый результат	(168 340)	(6,2)	(768 704)	(24,6)
Прибыль до налогообложения	2 727 244	100	3 124 842	100,0

Поскольку качество прибыли зависит от уровня операционного и финансового рычага, необходимо дать оценку и этим аспектам деятельности организации. Уровень операционного рычага увеличивается с 2,10 до 2,50, уровень финансового рычага также увеличивается с 1,00 до 1,02. Уровень обоих показателей низок, и несмотря на их некоторое увеличение, они не снижают качества прибыли, но свидетельствуют о чрезмерном консерватизме руководства организации как в операционной, так и в финансовой деятельности. Влияние операционного и финансового рычагов должно проследиваться в динамике основных показателей прибыли (см. табл. 5.31). Поскольку изменения первых показателей прибыли (в табл. до двойной линии) существенно больше, чем изменения последующих, можно сделать вывод о низком уровне операционного и финансового рычагов и о том, что эффект рычагов гасится снижением эффективности деятельности. При высоком значении рычагов незначительные изменения выручки и валовой прибыли приводят к значительному изменению операционной и чистой прибыли. Таким образом, в условиях благоприятной конъюнктуры рынка и достаточно сильной рыночной позиции организации уровень операционного и финансового рычагов можно считать недостаточным и неадекватным сложившимся условиям, но при этом качество прибыли, оцениваемое по этому критерию, достаточно высоким.

Следующий фактор, влияющий на качество прибыли, — степень контролируемости расходов. Как показали расчеты, выполненные в процессе факторного анализа расходов, расходы организации достаточно эффективно контролируются менеджментом. В частности, колебания коэффициентов основных элементов расходов — материалоемкости и зарплатоемкости — не превышают 3%, потому с этой позиции качество прибыли можно признать высоким.

Анализ показателей рентабельности (табл. 5.33) дает основания для следующих выводов. Рентабельность в целом стабильно высокая, но в динамике отдельных показателей проявляются негативные тенденции, например одновременно с ростом валовой маржи с 45,99 до 47,39%, что свидетельствует о повышении эффективности основной деятельности, чистая маржа снижается с 14,46 до 12,31%, что можно объяснить почти четырехкратным увеличением расходов по прочим операциям. Особенно ярко тенденции к снижению рентабельности проявились в динамике показателей рентабельности активов, которая снизилась с 39,63 до 28,67%, что связано со значительными реальными и финансовыми инвестициями во внеоборотные активы, а также непропорциональным увеличению выручки увеличением стоимости оборотных активов. Рентабельность собст-

венного капитала характеризуется большей стабильностью, хотя снижение показателя заметно и здесь.

Таблица 5.33. Показатели рентабельности, %

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Валовая маржа	45,99	47,39
Рентабельность продаж	20,63	20,66
Чистая маржа	14,46	12,31
Рентабельность основной деятельности	38,19	39,27
Рентабельность активов (брутто)	39,63	28,67
Рентабельность внеоборотных активов	106,17	63,87
Рентабельность оборотных активов	66,83	63,70
Рентабельность собственного капитала	38,21	37,24
Рентабельность инвестированного капитала	35,94	24,89

Выводы по показателям оборачиваемости (табл. 5.34) во многом повторяют ранее сделанные выводы по динамике показателей рентабельности. Здесь также отмечается достаточно высокий уровень показателей деловой активности и явно выраженная тенденция к их снижению, что объясняется вложениями во внеоборотные активы и некоторым снижением эффективности управления оборотными активами.

Таблица 5.34. Показатели оборачиваемости

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Коэффициент оборачиваемости активов	2,03	1,70
Продолжительность оборота, дней	180	215
Коэффициент оборачиваемости инвестированного капитала	2,47	1,99
Продолжительность оборота, дней	147	184
Коэффициент оборачиваемости внеоборотных активов	5,44	3,79
Продолжительность оборота внеоборотных активов, дней	67	96
Коэффициент оборачиваемости оборотных средств	3,24	3,08
Продолжительность оборота оборотных активов, дней	113	118

Общий вывод по результатам предварительного анализа эффективности заключается в том, что качество прибыли практически по всем критериям можно оценивать как высокое, рентабельность и оборачиваемость можно признать также высокими, но имеющими негативную динамику.

Для разработки политики управления прибылью необходимо выявить факторы, определившие ее изменение в отчетном периоде.

По данным финансовой отчетности определяются показатели факторного анализа чистой прибыли (табл. 5.35).

Таблица 5.35. **Факторы, влияющие на чистую прибыль организации**

<i>Фактор</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>	<i>Темп прироста, %</i>
Показатели ресурсоемкости			
В том числе:			
материалоемкость	0,549	0,535	(2,566)
зарплатоемкость	0,085	0,087	2,225
амортизациеёмкость	0,019	0,016	(15,503)
прочая ресурсоемкость	0,141	0,156	10,534
Коэффициенты расходов			
В том числе:			
производственных расходов	0,540	0,526	(2,596)
коммерческих расходов	0,181	0,205	13,169
управленческих расходов	0,073	0,062	(13,972)
Прочий финансовый результат (без процентов к уплате), тыс. руб.	(156 092)	(714 178)	357,537
Заемный капитал, тыс. руб.	361 412	3 254 245	800,425
Средняя процентная ставка по заемному капиталу, %	3,389	1,676	(50,559)
Расчетная ставка налога на прибыль, %	25,587	25,753	0,648

Как следует из расчетов, динамика факторов, влияющих на чистую прибыль, весьма противоречива. Существенно увеличились прочая ресурсоемкость — на 10,5% — и коэффициент коммерческих расходов — на 13,2%. Очень значительно, на 357,6%, увеличился убыток от прочих операций, также вырос объем заемного капитала — на 800,4%. Результаты факторного анализа прибыли представлены в табл. 5.36, 5.37.

Расчеты показывают, что основными факторами, обусловившими рост чистой прибыли в отчетном году, были рост объема продаж (ранг 1), рост цен (ранг 3), а также снижение материалоемкости

(ранг 5). Отрицательное влияние на прибыль связано с увеличением убытков по прочим операциям (ранг 2), повышением прочей ресурсоемкости (ранг 4). Финансовая политика должна быть в первую очередь направлена на контроль над прочими операциями и расходами на услуги, которые включает элемент «прочие затраты».

**Таблица 5.36. Результаты факторного анализа чистой прибыли (ресурсный принцип)**

<i>Фактор</i>	<i>Значение, тыс. руб.</i>	<i>Ранг фактора</i>
Объем продаж	499 274	1
Темп инфляции	238 856	3
Материалоемкость	197 449	5
Зарплатоемкость	(26 435)	9
Амортизациеёмкость	41 988	7
Прочая ресурсоемкость	(208 522)	4
Прочий финансовый результат (без процентов к уплате)	(415 286)	2
Заемный капитал	(72 951)	6
Средняя процентная ставка по заемному капиталу	41 491	8
Расчетная ставка налога на прибыль	(5 183)	10
Прирост чистой прибыли	290 680	

Результаты факторного анализа чистой прибыли, выполненного по функциональному принципу, представлены в табл. 5.37.

**Таблица 5.37. Результаты факторного анализа чистой прибыли (функциональный принцип)**

<i>Фактор</i>	<i>Значение, тыс. руб.</i>	<i>Ранг фактора</i>
Объем продаж	499 274	1
Темп инфляции	238 856	4
Коэффициент производственных расходов	196 678	5
Коэффициент коммерческих расходов	(334 394)	3
Коэффициент управленческих расходов	142 195	6
Прочий финансовый результат (без процентов к уплате)	(415 286)	2
Заемный капитал	(72 951)	7
Средняя процентная ставка по заемному капиталу	41 491	8
Расчетная ставка налога на прибыль	(5 183)	9
Прирост чистой прибыли	290 680	



Основные факторы, обусловившие рост чистой прибыли по этой версии анализа, — увеличение объема продаж (ранг 1), рост цен (ранг 4), а также экономия на производственных расходах (ранг 5). Отрицательное влияние оказали убытки от прочих операций (ранг 2) и коммерческие расходы (ранг 3). Сопоставление результатов расчетов по двум методикам показывает, что основной негативный фактор, повлиявший на чистую прибыль, — рост прочих затрат в сфере реализации продукции.

Базовые параметры политики управления прибылью:

1) стимулирование объема продаж в рыночных сегментах с высокой маржей прибыли, т.е. средних и высоких ценовых сегментах для повышения выручки от продаж продукции, а также маржи. Стимулирование сбыта продукции посредством маркетинговых усилий в части ценовой политики, системы распределения продукции;

2) повышение эффективности расходов в сфере продаж, затрат на оплату труда и прочих затрат.

3) ужесточение контроля над прочими, не относящимися к основной деятельности, операциями для уменьшения убытков.

## **ДОЛГОСРОЧНАЯ ФИНАНСОВАЯ ПОЛИТИКА**

- Глава 6    Управление финансовой деятельностью
- Глава 7    Управление инвестиционной деятельностью
- Глава 8    Управление риском и эффективностью  
              деятельности организации
- Глава 9    Разработка и оценка стратегии развития бизнеса

## Управление финансовой деятельностью

Одна из ключевых проблем финансового менеджмента — источники финансирования, их стоимость, структура, влияние на стоимость бизнеса. Существуют различные методы привлечения средств инвесторов и кредиторов для организации или расширения деятельности предприятия. В условиях рыночной экономики основные среди них — эмиссия долговых и долевых ценных бумаг, банковское кредитование, заимствование у аффилированных лиц, лизинг (рис. 6.1).



Рис. 6.1. Источники финансирования организации

Для оценки структуры финансирования организации, разработки базовых параметров стратегии финансирования используются следующие аналитические процедуры:

- 1) оценка эффекта финансового рычага;
- 2) определение оптимальной структуры финансирования;
- 3) расчет и анализ важнейших показателей финансового менеджмента, связанных со структурой финансирования (показателей фи-

нансового рычага, средневзвешенной стоимости капитала, а также базовой прибыли на одну акцию);

4) расчет и анализ абсолютных и относительных показателей балансовой и операционной финансовой устойчивости.

### 6.1. Эффект финансового рычага

**Оценка эффекта финансового рычага.** Важнейшим фактором, влияющим на решение о структуре капитала, является эффект финансового рычага, который выражается в изменении рентабельности собственного капитала из-за привлечения заемного. Рентабельность собственного капитала будет увеличиваться, если привлеченные под фиксированный процент заемные средства используются на финансирование деятельности, которая дает более высокую отдачу, чем процент по заемному капиталу. Эта разница будет формировать прибыль собственников, увеличивая таким образом рентабельность собственного капитала, следовательно, в этом случае привлечение заемного капитала целесообразно. Если рентабельность активов будет ниже процентов по заемному капиталу, за счет которого созданы эти активы, рентабельность собственного капитала будет снижаться; следовательно, привлечение заемного капитала в этом случае будет ухудшать финансовое состояние организации.

При привлечении заемного капитала появляются постоянные расходы на уплату процентов, что увеличивает рискованность компании. Чем больше заемный капитал и чем выше процентные ставки, тем выше финансовый риск, потому что в случае снижения объема продаж организация вынуждена будет из уменьшившейся прибыли оплачивать постоянные процентные платежи. Суть финансового риска заключается в том, что регулярные платежи, в частности проценты, являются обязательными, поэтому в случае недостаточности источника — прибыли до вычета процентов и налога — может возникнуть необходимость ликвидации части активов. Как правило, это сопровождается прямыми и косвенными потерями, а в крайнем случае — банкротством. Таким образом, чем выше проценты и меньше прибыль, тем выше финансовый риск. Существуют две основные меры финансового риска:

- плечо финансового рычага, т.е. отношение заемного капитала к собственному;
- уровень финансового рычага, т.е. отношение темпа прироста чистой прибыли к темпу прироста операционной прибыли.

Для расчета показателей финансового рычага необходимы вспомогательные расчеты, в частности, рентабельности скорректированных

активов (активов за вычетом кредиторской задолженности), рентабельности собственного капитала, средней фактической стоимости заемного капитала.

*Рентабельность скорректированных активов:*

$$P_a = \frac{\Pi_o}{A_{\text{корр}}},$$

где  $\Pi_o$  — операционная прибыль, т.е. прибыль до вычета процентов и налога;

$A_{\text{корр}}$  — скорректированные активы, суммарные активы за вычетом кредиторской задолженности, по пассиву они равны инвестированному капиталу.

*Рентабельность собственного капитала:*

$$P_k = \frac{\Pi_{\text{ч}}}{K_c},$$

где  $\Pi_{\text{ч}}$  — чистая прибыль;

$K_c$  — собственный капитал.

*Рентабельность собственного капитала при отсутствии заемного:*

$$P_k = \frac{(1-t) \cdot \Pi_o}{K_c}.$$

*Фактическая процентная ставка:*

$$r_{\text{ф}} = \frac{P_{\text{ф}}}{K_3},$$

где  $P_{\text{ф}}$  — финансовые расходы (проценты к уплате);

$K_3$  — заемный капитал.

Фактическая процентная ставка зачастую бывает ниже среднерыночной за счет внутригруппового перемещения капитала и предоставления займов аффилированными лицами по пониженной процентной ставке.

*Плечо финансового рычага* показывает, сколько заемного капитала привлечено на рубль собственного:

$$\text{ПФР} = \frac{K_3}{K_c}.$$

*Дифференциал финансового рычага* является индикатором того, выгодно ли организации привлекать заемный капитал по фактической процентной ставке:

$$\text{ДФР} = P_a - r_{\text{ф}}.$$

Дифференциал финансового рычага может быть рассчитан с учетом рыночной процентной ставки, тогда его значение будет показывать, насколько выгодно организации привлекать капитал по рыночной процентной ставке.

*Эффект финансового рычага:*

$$\Delta\Phi P = (1 - t_p) \cdot \frac{K_3}{K_c} \cdot (P_a - r_\phi) = (1 - t_p) \cdot ПФР \cdot ДФР.$$

Эффект финансового рычага показывает, на сколько процентных пунктов изменится рентабельность собственного капитала при привлечении заемного относительно бездолгового варианта финансирования:

$$P_k = P_a \cdot (1 - t_p) + \Delta\Phi P.$$

При увеличении плеча финансового рычага его дифференциал снижается вследствие увеличения уровня рискованности и повышения процентной ставки по заемному капиталу.

*Уровень финансового рычага* показывает, на сколько процентов изменится чистая прибыль при изменении операционной прибыли на один процент:

$$УФР = \frac{\text{Изменение чистой прибыли}}{\text{Изменение прибыли до уплаты процентов и налогов}} = \frac{П_0}{П_0 - P_\phi},$$

где  $П_0$  — операционная прибыль.

*Индекс финансового рычага* показывает, во сколько раз рентабельность собственного капитала с учетом заимствований превышает бездолговую рентабельность собственного капитала:

$$ИФР = \frac{P_k}{P_a \cdot (1 - t_p)}.$$

Индекс финансового рычага можно рассчитать следующим образом:

$$ИФР = 1 + ПФР \cdot \frac{ДФР}{P_a}.$$

Таким образом, привлечение заемного капитала выгодно в том случае, если выполняются неравенства

$$ДФР > 0; \quad \Delta\Phi P > 0; \quad ИФР > 1.$$

**Анализ ситуации.** Расчетные показатели финансового рычага для ОАО «XYZ» представлены в табл. 6.1. Уровень фактической процентной ставки по привлекаемому организацией заемному капиталу равен 1,68%, что существенно ниже рыночного процента. Расчетная ставка налогообложения прибыли (25,75%) несколько выше дейст-

вующей. Значение плеча финансового рычага на начало года чрезвычайно низкое (0,07), что характеризует организацию как финансово неактивную, однако к концу года плечо резко увеличивается до 0,52.

Таблица 6.1. Показатели финансового рычага

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>	<i>Темп прироста, %</i>
<i>Предварительный расчет</i>			
Расчетная ставка налога на прибыль, %	25,59	25,75	0,6
Фактическая процентная ставка по заемному капиталу, %	3,39	1,68	(50,6)
Рыночная ставка по заемному капиталу, %	13,00	12,00*	(7,7)
Рентабельность активов, %	48,30	33,52	(30,6)
Плечо финансового рычага	0,07	0,52	667,5
<i>Расчет по фактической цене заемного капитала</i>			
Рентабельность собственного капитала (фактическая), %	38,21	37,24	(2,6)
Дифференциал финансового рычага, %	44,91	31,84	(29,1)
Эффект финансового рычага, %	2,27	12,35	443,0
Уровень финансового рычага	1,00	1,02	1,3
Индекс финансового рычага	1,0633	1,4962	40,7
<i>Расчет по рыночной цене заемного капитала</i>			
Условные проценты к уплате (по рыночным ставкам), тыс. руб.	46 984	390 509	731,2
Условная чистая прибыль, тыс. руб.	2 003 565	2 070 636	3,3
Рентабельность собственного капитала, %	37,73	33,23	(11,9)
Дифференциал финансового рычага, %	35,30	21,52	(39,0)
Эффект финансового рычага, %	1,79	8,35	366,8
Уровень финансового рычага	1,02	1,14	12,0
Индекс финансового рычага	1,050	1,335	27,2

\* Процентные ставки взяты на уровне средних региональных в регионах, где предприятие осуществляет заимствования.

Рентабельность активов превышает как рыночный уровень процентных ставок, так и их фактический уровень, хотя при этом достаточно заметно снижается с 48,3 до 33,5%. Высокий уровень рентабельности активов позволяет сделать вывод: привлечение заемного капитала выгодно организации; благодаря эффекту финансового рычага оно будет приводить к повышению рентабельности собственного капитала. Кроме того, еще одним аргументом в пользу активного использования эффекта финансового рычага является то, что на начало года организация использовала крайне консервативную и дорогую стратегию финансирования, а также имела невысокий уровень операционного рычага, что позволяет ей увеличить уровень финансового рычага.

Показатель дифференциала финансового рычага, рассчитанный через рыночные и фактические процентные ставки, высок, что обеспечивает предприятию значительный запас прочности как на случай повышения процентных ставок, так и на случай снижения рентабельности. Значение дифференциала снизилось вследствие снижения рентабельности активов предприятия.

Эффект и индекс финансового рычага растут исключительно вследствие роста плеча финансового рычага; в отчетном году в результате привлечения заемного капитала рентабельность собственного капитала увеличилась на 8,35 процентных пункта, что можно расценивать как признак эффективной финансовой политики. Как показывают расчеты, фактически рентабельность активов снизилась на 30,6%, а рентабельность собственного капитала всего на 2,6%, что является следствием действия финансового рычага.

Общий вывод по результатам расчета показателей финансового рычага заключается в том, что с учетом результатов деятельности предприятия и сложившихся рыночных условий привлечение заемного капитала выгодно. Решение об изменении финансовой политики было целесообразным, дальнейшее увеличение доли заемного капитала в структуре финансирования возможно, поскольку предельное значение плеча финансового рычага не достигнуто, дифференциал велик, а уровень операционного рычага низок.

## 6.2. Разработка стратегии финансирования

При разработке стратегии финансирования организации учитывают следующие основные факторы.

**1. Отраслевые особенности организации: структура активов.** Организации с тяжелой структурой активов и высоким уровнем операционного рычага обычно имеют более низкий кредитный рейтинг



и вынуждены ориентироваться в своей деятельности на использование собственного капитала, поскольку именно собственный капитал должен служить основным источником финансирования внеоборотных активов.

**2. Отраслевые особенности организации: продолжительность операционного цикла.** Чем короче операционный цикл, тем в большей степени организация может использовать заемный капитал.

**3. Вид принадлежащих организации активов.** Если компания располагает материальными активами, характеризующимися высоким качеством и ликвидностью, то заемный капитал для нее доступнее, чем в том случае, когда значительную долю в ее активах занимают нематериальные активы, стоимость которых подвержена колебаниям, или же если материальные активы организации имеют невысокое качество.

**4. Устойчивость рыночного положения организации.** Чем более устойчиво положение организации на рынке сбыта и закупок, тем в большей степени она может использовать деньги своих контрагентов, как покупателей, так и поставщиков, и тем в меньшей степени нуждается в заемном капитале. С другой стороны, устойчивое рыночное положение организации повышает ее кредитоспособность и делает заемный капитал более доступным.

**5. Устойчивость денежного потока.** Чем устойчивее денежный поток, тем больше заемного капитала может привлечь организация, поскольку устойчивый денежный поток обеспечивает своевременное обслуживание внешнего заемного капитала.

**6. Уровень рентабельности активов.** При высоком значении этого показателя кредитный рейтинг организации возрастает, и она расширяет потенциал возможного использования заемного капитала. С другой стороны, этот потенциал может остаться невостребованным в связи с тем, что при высоком уровне рентабельности предприятие имеет возможность удовлетворять дополнительную потребность в капитале за счет более высокого уровня капитализации полученной прибыли.

**7. Стоимость источников финансирования.** Чем дороже источник, тем при прочих равных условиях он менее выгоден организации. Следует учитывать не только прямые затраты в виде процентных платежей или выплат дивидендов, но и косвенные расходы, например затраты на эмиссию, на дополнительные услуги лизингодателя при использовании лизинга.

**8. Уровень налогообложения прибыли.** Поскольку процентные платежи по заемным источникам уменьшают налоговую нагрузку на организацию, при высокой налоговой нагрузке на прибыль организации выгодно активно привлекать заемные источники.

**9. Стадия жизненного цикла организации.** Растущие предприятия, находящиеся на ранних стадиях жизненного цикла, могут привлекать

для своего развития значительную долю заемного капитала. Предприятия, находящиеся в стадии зрелости, в большей мере используют собственный капитал, тем более что собственный капитал у них к этому времени уже значителен.

**10. Размер предприятия.** Чем крупнее организация, тем она кредитоспособнее; кроме того, некоторые источники финансирования, например эмиссия облигаций и публичное размещение акций, доступны только крупному бизнесу.

**11. Конъюнктура финансового рынка.** При существенном возрастании стоимости заемного капитала дифференциал финансового рычага организации может достичь отрицательного значения, что делает неэффективным и опасным использование заемного капитала.

**12. Уровень риска, связанный с источниками финансирования.** Источники выплат, увеличивают уровень риска организации.

**13. Контроль собственников.** Привлечение некоторых источников финансирования, например вкладов участников, меняет структуру контроля над бизнесом, что снижает привлекательность источника для собственников организации.

**14. Отношение кредиторов и инвесторов к предприятию.** При оценке кредитного рейтинга предприятия кредиторы руководствуется разными критериями, например качеством кредитной истории, надежностью руководителей и собственников организации, качеством управления. В ряде случаев, несмотря на высокую финансовую устойчивость предприятия, у кредиторов может сформироваться его негативный имидж; такому предприятию будет присвоен низкий кредитный рейтинг, что уменьшит его возможности в привлечении внешнего капитала.

**15. Финансовый менталитет собственников и руководителей организации.** При консервативном подходе собственников и руководителей организации, неприятии риска и нежелании делить контрольный пакет с другими участниками организация будет ориентирована на собственные источники развития — на нераспределенную прибыль. И наоборот, стремление получить высокую прибыль на собственный капитал, невзирая на высокий уровень рисков, формирует агрессивный подход к структуре финансирования предприятия, при котором заемный капитал используется в максимально возможном размере.

Краткая характеристика источников инвестированного капитала организации приведена в табл. 6.2. К основным характеристикам источников относятся их стоимость с учетом налоговой экономии, финансовый риск, связанный с привлечением источников, влияние источников на структуру баланса, кредитоспособность и внешнюю инвестиционную привлекательность, сложность бюрократических процедур, сопровождающих привлечение источника.

Таблица 6.2. Сравнительная характеристика источников инвестированного капитала

<i>Нераспределенная прибыль</i>	<i>Средства участников (эмиссия акций, первичное размещение, вклады участников)</i>	<i>Банковский кредит</i>	<i>Займы учредителей и партнеров</i>	<i>Эмиссия облигаций</i>	<i>Лизинг</i>
<i>Преимущества</i>					
<p>Уменьшение финансового риска за счет увеличения собственного капитала Сохранение контроля над организацией (нет угрозы потери контроля вследствие роста задолженности или появления новых участников) Улучшение структуры баланса и повышение кредитоспособности организации Свидетельство прибыльности деятельности в прошлом и долгосрочности целей владельцев Повышение внутреннего и устойчивого темпа роста бизнеса</p>	<p>Крупное разовое поступление капитала Уменьшение финансового риска Отсутствие фиксированных выплат Отсутствие необходимости возвращать привлеченные средства участников Отсутствие необходимости обеспечения возвратности средств Улучшение структуры баланса и повышение кредитоспособности организации Увеличение вероятности получения кредитов Свидетельство инвестиционной привлекательности Обеспечение публичности компании первичным размещением, что повышает кредитоспособность и инвестиционную привлекательность</p>	<p>Возможность роста рентабельности собственного капитала за счет эффекта финансового рычага Сохранение контроля над организацией при выполнении условий кредитного договора Включение расходов в виде процентов в расходы до налогообложения (расходы ограничены НК) Свидетельство кредитоспособности организации</p>	<p>Простота процедуры привлечения капитала Сохранение контроля над организацией со стороны владельцев Включение расходов в виде процентов по займам в расходы до налогообложения (расходы ограничены НК); Большой срок заимствования Более низкий процент по займам Рациональность управления денежными потоками в группе Свидетельство поддержки организации со стороны участников группы или партнеров</p>	<p>Возможность роста рентабельности собственного капитала за счет эффекта финансового рычага Включение расходов в виде процентов в расходы до налогообложения (расходы ограничены НК) Возможность более низкого процента, чем по кредиту, возможность плавающего процента Большой срок заимствования, средний 3—5 лет Более удобная и гибкая схема возврата привлеченных средств, эмитент может регулировать объем долга (возможен досрочный выкуп) Обеспечение публичности компании, что повышает кредитоспособность и инвестиционную привлекательность Возможность выпуска конвертируемых облигаций</p>	<p>Возможность роста рентабельности собственного капитала за счет эффекта финансового рычага Включение лизингового платежа в расходы до налогообложения без ограничений Возможность применения ускоренной амортизации (коэффициент до 3) в учете и налогообложении, что приводит к налоговой экономии</p>

Окончание табл. 6.2

<i>Нераспределенная прибыль</i>	<i>Средства участников (эмиссия акций, первичное размещение, вклады участников)</i>	<i>Банковский кредит</i>	<i>Займы учредителей и партнеров</i>	<i>Эмиссия облигаций</i>	<i>Лизинг</i>
<i>Недостатки</i>					
<p>Неиспользование эффекта финансового рычага</p> <p>Высокая стоимость источника, оплачиваемого из чистой прибыли</p> <p>Неполучение доходов участниками в виде части прибыли; угроза продажи акций</p> <p>Ограничение роста организации использованием только этого источника</p>	<p>Сложность процедуры выпуска акций</p> <p>Необходимость регистрации выпуска в ФССФ</p> <p>Угроза для существующих владельцев потерять контроль над организацией</p> <p>Высокая стоимость источника, оплачиваемого из чистой прибыли</p> <p>Высокие сопутствующие первичному размещению затраты (5—10% объема эмиссии); необходимость реструктуризации и обеспечения прозрачности компании</p> <p>Вероятность снижения курса акций</p>	<p>Рост финансового риска</p> <p>Краткосрочность кредита (как правило)</p> <p>Возможность ограничений в кредитном договоре</p> <p>Необходимость обеспечения</p> <p>Угроза потери контроля над организацией в случае нарушения условий кредитного договора</p>	<p>Ухудшение структуры баланса</p> <p>Снижение кредитоспособности организации</p> <p>Сложности с вычетом НДС, если налог был уплачен из заемных средств</p>	<p>Недоступность источника для малых и средних организаций</p> <p>Необходимость регистрации выпуска в ФССФ</p> <p>Необходимость обеспечения досрочного выкупа через 1—1,5 года (оферта)</p> <p>Сложность в поиске инвесторов</p> <p>Необходимость оплаты услуг андеррайтера (1—3,5% объема эмиссии)</p>	<p>Необходимость авансового платежа</p> <p>Необходимость залога (как правило)</p> <p>Оплата дополнительных услуг лизингодателя</p> <p>Ограничения по видам имущества, приобретаемого по лизингу</p> <p>Вероятность дополнительного платежа в конце срока лизингового договора в счет выкупа имущества</p> <p>Неурегулированность порядка включения лизингового платежа в себестоимость (в части выкупной цены)</p>

При разработке стратегии финансирования целесообразно сбалансированное использование как внешних, так и внутренних источников, обеспечивающее высокую эффективность бизнеса при приемлемом уровне риска. Важно, чтобы у организации сохранялся резервный заемный капитал, т.е. сохранялась возможность дополнительного заимствования под рыночный процент.

Степень использования заемного капитала оценивается двумя основными параметрами: долей заемного капитала в инвестированном капитале и долей операционной прибыли, идущей на процентные платежи. Каждый из этих показателей не должен превышать 50%.

Принципиально важный фактор, определяющий решения о структуре капитала, — его стоимость. Стоимость капитала представляет собой относительную величину затрат на привлечение капитала и одновременно уровень доходов поставщиков капитала. Для расчета стоимости источников капитала необходимо сумму платежей за использование капитала соотнести с размером капитала.

При расчете стоимости отдельных источников финансирования учитываются:

- уровень реальной безрисковой ставки;
- уровень инфляции;
- премия за риск;
- налоговая экономия;
- затраты на размещение отдельных финансовых инструментов (акции, облигации);
- оплата дополнительных услуг кредитора (лизинг, кредит, заем).

*Стоимость заемных источников финансирования* в общем виде рассчитывается как внутренняя норма доходности денежного потока, включающего заемный капитал и поток платежей по его обслуживанию и погашению:

$$K_3 - z = \sum_{n=1}^N \frac{CF_n}{(1 + k_3)^n},$$

где  $K_3$  — заемный капитал;

$z$  — затраты, связанные с получением заемного капитала;

$N$  — количество платежей в счет уплаты процентов и погашения основной суммы задолженности;

$CF_n$  — платежи в счет процентов, погашения основной суммы долга и прочих платежей по обслуживанию источника в  $n$ -м периоде;

$k_3$  — стоимость заемного капитала.

С учетом налоговой экономии стоимость источника заемного капитала определяется по формуле

$$k_3^t = k_3 \cdot (1 - t_p),$$

где  $t_p$  — ставка налогообложения прибыли.

Эта формула используется, если ставка по заемному капиталу меньше, чем увеличенная на 50% ставка рефинансирования, или если платежи по этому источнику не ограничиваются налоговым законодательством, как, например, платежи по лизингу. Если ставка больше, чем увеличенная на 50% ставка рефинансирования, то формула имеет вид

$$k_3^t = k_3 - 1,5 \cdot r_{\text{реф}} \cdot t_p,$$

где  $r_{\text{реф}}$  — ставка рефинансирования,

1,5 — коэффициент предельного включения процентов по заемным средствам в расходы периода для целей налогообложения (устанавливается гл. 25 НК РФ, до 01.01.10 равен 1,5).

Расчет стоимости отдельных источников заемного капитала имеет определенные особенности. Так, по кредиту и займу процент известен, поэтому необходимо только скорректировать этот процент на налоговую экономию. Стоимость облигаций рассчитывается с учетом их номинала, затрат на размещение, процентных выплат.

*Стоимость источника «облигации»* ( $k_D$ ) — это ставка дисконтирования, которая приводит денежные потоки по облигации к ее номиналу за вычетом затрат на размещение:

$$P_N - z = \sum_{n=1}^N \frac{P_N \cdot r_D}{(1 + k_D)^n} + \frac{P_N}{(1 + k_D)^N},$$

где  $P_N$  — номинал облигации;

$z$  — затраты на размещение облигации, выраженные в денежных единицах;

$r_D$  — купонная ставка по облигации;

$N$  — число купонных периодов.

Упрощенная формула для расчета стоимости облигаций:

$$k_D = \frac{P_N \cdot r_D + z / N}{(P_N + P_N - z) / 2}.$$

Стоимость источника «облигации» с учетом налоговой экономии:

$$k_D^t = k_D \cdot (1 - t_p).$$

При расчете стоимости источника «лизинг» учитываются платежи по договору лизинга, в том числе аванс, выкупная стоимость, платежи в счет погашения стоимости имущества, лизингового процента и оплата дополнительных услуг. *Стоимость лизинга* ( $k_L$ ) определяется как ставка дисконта, которая приводит платежи по договору лизинга

к стоимости имущества за вычетом аванса и других платежей, связанных с заключением договора:

$$C_{и} - A = \sum_{n=1}^N \frac{П_n}{(1+k_{л})^n} + \frac{B}{(1+k_{л})^N},$$

где  $C_{и}$  — стоимость приобретаемого по лизингу имущества;

$A$  — аванс по договору лизинга;

$П_n$  — платежи, включая плату за дополнительные услуги;

$B$  — выкупная стоимость имущества.

Стоимость источника с учетом налоговой экономии рассчитывается исходя из того, что в налоговом законодательстве нет ограничений по включению лизинговых платежей в расходы:

$$k_{л}^t = (1-t_p) \cdot k_{л}.$$

*Стоимость источника «собственный капитал»* — это норма доходности, которую требуют инвесторы от обыкновенных акций, сумма дивидендной и капитальной доходности. При расчете стоимости источника не учитывается налоговая экономия, поскольку платежи осуществляются из чистой прибыли.

Стоимость источника «привилегированные акции» рассчитывается по формуле:

$$k_p = \frac{D}{P_N - z},$$

где  $D$  — дивиденды по привилегированным акциям;

$z$  — затраты на размещение привилегированных акций.

*Стоимость источника «собственный капитал»* в виде нераспределенной прибыли и обыкновенных акций рассчитывается аналогично, только в последнем случае дополнительно учитываются эмиссионные расходы. Стоимость собственного капитала по компаниям США варьируется от 10 (входящие в рейтинг Standard and Poor's 500) до 40% (частные компании с большими специфическими рисками).

Для оценки стоимости источника «собственный капитал» используются три метода:

1) модель оценки капитальных активов (capital asset pricing model, CAPM) — самый популярный метод оценки стоимости собственного капитала;

2) метод дисконтированного денежного потока (метод Гордона);

3) метод «доходность облигаций + премия за риск».

**1. Модель оценки капитальных активов (CAPM)** описывает зависимость между показателями доходности и риска индивидуального финансового актива и рынка в целом. В соответствии с этой моделью

стоимость собственного капитала равна безрисковой доходности плюс премия за риск, которая рассчитывается с использованием коэффициента  $\beta$  (см. ниже):

$$k_S = k_f + \beta \cdot (k_m - k_f),$$

где  $k_f$  — безрисковая доходность;

$k_m$  — среднерыночная доходность.

Согласно модели CAPM совокупный риск имеет две составляющие:

- несистематический риск — вариация доходности, возникающая в связи с факторами, связанными с конкретной фирмой. Факторы риска: научно-технические достижения, проблемы с оборудованием, персоналом. Этот риск можно исключить, включая в портфель разные типы ценных бумаг, отобранных случайным образом;
- систематический риск — вариация доходности всех ценных бумаг, обращающихся на рынке. Факторы риска: инфляция, процентные ставки, валютные курсы, налоги.

При расчете стоимости источника «собственный капитал» возникают три проблемы: оценка доходности безрисковых инвестиций, оценка доходности инвестиций со средним уровнем риска и оценка рискованности инвестиций по сравнению со средним рыночным уровнем риска.

*Безрисковым* называется актив, фактическая доходность которого совпадает с ожидаемой, а дисперсия доходности равна нулю, т.е. отсутствует волатильность. Безрисковая доходность может определяться следующими показателями:

- доходностью российских государственных безкупонных облигаций;
- доходностью американских государственных облигаций;
- ставкой заимствований крупнейших корпоративных заемщиков; ставкой по валютным депозитам крупнейших банков;
- темпом прироста экономики.

Доходность инвестиций со средним уровнем риска оценивается как доходность рыночного портфеля, т.е. акций, включенных в рыночный портфель, используемый для расчета индекса. Разность среднерыночной и безрисковой доходности в развитых странах оценивается приблизительно на уровне 5—7%.

Оценка рискованности акций относительно среднего рыночного уровня риска определяется коэффициентом  $\beta$ , который показывает, в какой степени изменится доходность акции при изменении доход-



ности фондового рынка в целом (значения  $\beta$ , как правило, находятся в интервале от 0,8 до 1,2, однако могут быть и отрицательными). Коэффициент  $\beta$ , характеризующий рискованность предприятия, зависит от трех факторов:

- вида деятельности. Отрасли с высокой степенью цикличности имеют более высокие значения  $\beta$ , поскольку являются более рискованными;
- уровня операционного рычага. Чем больше постоянных издержек и больше уровень операционного рычага, тем менее стабильна прибыль и больше коэффициент  $\beta$ ;
- уровня финансового рычага. Чем больше финансовые издержки, тем выше уровень финансового рычага и тем выше коэффициент  $\beta$ .

Коэффициент  $\beta$  рассчитывается как отношение ковариации между доходностью акции и доходностью рынка к вариации среднерыночной доходности:

$$\beta = \frac{\text{cov}(k_i, k_m)}{\text{var}(k_m)} = \frac{\frac{1}{n} \sum_{j=1}^n (k_{ij} - \bar{k}_i) \cdot (k_{mj} - \bar{k}_m)}{\frac{1}{n} \sum_{j=1}^n (k_{mj} - \bar{k}_m)^2},$$

где  $k_{ij}$  — доходность  $i$ -й ценной бумаги в  $j$ -м периоде;

$\bar{k}_i$  — средняя доходность  $i$ -й ценной бумаги;

$k_{mj}$  — среднерыночная доходность в  $j$ -м периоде;

$\bar{k}_m$  — среднерыночная доходность.

Показатель оценивается на основе прошлых данных (обычно за 5 лет), однако общепризнанного алгоритма расчета коэффициента нет.

Упрощенная формула коэффициента  $\beta$  показывает, на сколько изменится доходность ценной бумаги при изменении среднерыночной доходности на 1%, т.е. это коэффициент эластичности доходности акции:

$$\beta = \frac{\Delta k_i}{\Delta k_m}.$$

*Модель CAPM*, адаптированная к российским условиям, выглядит следующим образом:

$$k_S = k_f + \beta \cdot (k_m - k_f) + r_1 + r_2 + r_3,$$

где  $r_1$ ,  $r_2$ ,  $r_3$  — премии за специфические виды рисков, в частности страновой, валютный, риск вложений в малый бизнес.

Реальная безрисковая доходность для оценки стоимости источника «обыкновенные акции российских компаний» составляла 6,3%, а ретроспективная премия российского рынка за риск — 5%<sup>1</sup>.

В практике российских компаний  $\beta$  рассчитывается методом «восходящего  $\beta$ » — на основе  $\beta$  по отраслям для американской экономики и корректируется на операционный и финансовый риск российской компании. Алгоритм расчета состоит в корректировке отраслевого значения  $\beta$  на значение отраслевого финансового и операционного риска.

Расчет *среднего отраслевого бездолгового коэффициента*  $\beta$  осуществляется по формуле

$$\beta_U = \frac{\beta_{\text{отр}}}{\left(1 + (1-t) \cdot \frac{K_3}{K_c}\right)},$$

где  $\beta_{\text{отр}}$  — среднее отраслевое значение по отраслям американской экономики;

$\frac{K_3}{K_c}$  — соотношение между заемным и собственным капиталом для отрасли;

$t$  — ставка налогообложения прибыли.

Расчет *отраслевого значения  $\beta$ , очищенного и от финансового, и от операционного риска*:

$$\beta_O = \frac{\beta_U}{\left(1 + \frac{P_{\text{пост}}}{P_{\text{пер}}}\right)},$$

где  $\frac{P_{\text{пост}}}{P_{\text{пер}}}$  — соотношение между постоянными и переменными расходами отрасли.

Далее рассчитывается коэффициент  $\beta$  для  $i$ -й компании.

Расчет *бездолгового коэффициента по компании* путем корректировки отраслевого коэффициента  $\beta$  на показатель операционного риска:

$$\beta_{Ui} = \beta_o \cdot \left(1 + \frac{P_{\text{пост}i}}{P_{\text{пер}i}}\right).$$

<sup>1</sup> Лукасевич И.Я. Финансовый менеджмент: Учебник. М.: Эксмо, 2008.

*Расчет долгового коэффициента  $\beta$  компании на основе бездолгового:*

$$\beta_i = \beta_{Ui} \left( 1 + (1 - t_p) \cdot \frac{K_{zi}}{K_{ci}} \right),$$

где  $K_{zi}, K_{ci}$  — соответственно заемный и собственный капитал компании.

Таким образом, стоимость собственного капитала методом «восходящего  $\beta$ » рассчитывается по формуле

$$k_E = k_f + \beta_{отр} \left( 1 + \frac{P_{пост}}{P_{пер}} \right) \cdot \left( 1 + (1 - t_p) \cdot \frac{K_3}{K_c} \right) \cdot (k_m - k_f),$$

где  $k_f$  — безрисковая доходность;

$\beta_{отр}$  — бета вида деятельности;

$P_{пост}$  — постоянные расходы;

$P_{пер}$  — переменные расходы;

$t_p$  — расчетная ставка налога на прибыль;

$K_3$  — заемный капитал;

$K_c$  — собственный капитал;

$k_m$  — среднерыночная доходность;

$(k_m - k_f)$  — среднерыночная премия за риск.

**2. Метод дисконтированного денежного потока** основан на формуле

$$P_S - z = \frac{D_1}{(1 + k_S)^1} + \frac{D_2}{(1 + k_S)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1 + k_S)^\infty},$$

где  $P_S$  — рыночная стоимость акции;

$z$  — затраты на размещение;

$D_1, D_2 \dots D_\infty$  — размер дивидендов в каждом периоде.

Если темп прироста дивидендов постоянен, то используется формула Гордона:

$$k_S = \frac{D_1}{P_S - z} + g,$$

где  $g$  — темп прироста дивидендов.

По этой формуле рассчитывается доходность вложения в акции, состоящая из двух элементов: дивидендной и капитальной доходности.

**3. Метод «доходность облигаций + премия за риск»** достаточно прост. Для его использования необходима информация о премии за риск, которая может варьироваться от 3,5% для стабильных эконо-

мик до 8,5% для экономик развивающихся стран. По многим российским компаниям обоснование барьерной ставки при принятии инвестиционных решений базируется на требуемой доходности по заемному капиталу. Тем самым менеджеры перекалдывают работу оценки затрат на капитал на кредиторов, увеличивая ставку заимствований на премию в размере 4—5% за риск собственника.

Поскольку стоимость источников инвестированного капитала разная, необходимо рассчитать средневзвешенную стоимость капитала. Она характеризует общую доходность, которую должна обеспечить компания, чтобы выполнить требования всех инвесторов и кредиторов, и одновременно относительный уровень общей суммы расходов на поддержание сложившейся структуры капитала, авансированного в деятельность компании. Соотношение стоимости различных источников капитала следующее:

*Заем < Лизинг < Банковский кредит < Облигации < Привилегированные акции < Нераспределенная прибыль < Обыкновенные акции.*

Однако приоритеты компаний в использовании источников капитала не в полной мере соответствуют их рангу по стоимости. Сначала используются собственные средства, затем внешние заимствования и только потом осуществляется выпуск дополнительных акций.

*Средневзвешенная стоимость капитала* рассчитывается по формуле:

$$WACC = \sum_{i=1}^I (k_i \cdot d_i),$$

где  $k_i$  — стоимость  $i$ -го источника капитала с учетом налоговой экономии;

$d_i$  — удельный вес  $i$ -го источника капитала в инвестированном капитале.

При расчете средневзвешенной стоимости капитала можно брать рыночные, а не балансовые значения весов источников.

Средневзвешенная стоимость рассчитывается не только по инвестированному, но и по оборотному капиталу. В этом случае в качестве собственного капитала берется собственный оборотный капитал. Средневзвешенную стоимость оборотного капитала следует сравнивать со стоимостью кредиторской задолженности. Кредиторская задолженность, которая рассматривается как бесплатный источник финансирования, зачастую им не является, поскольку поставщики, предоставляя возможность платить позже, реализуют в этом случае продукцию по более высокой цене, а также не предоставляют ряд услуг, которые оказывают организациям при более ранней оплате.

Стоимость основного элемента кредиторской задолженности, а именно задолженности перед поставщиками и подрядчиками, определяется следующим образом:

$$k_{кз} = \frac{p_1 - p_0 + C_y}{KЗ} \cdot \frac{365}{T_k},$$

где  $p_1$  — цена поставок сырья и материалов при предоставлении отсрочки платежа поставщиком;

$p_0$  — цена поставок сырья и материалов при отсутствии отсрочки платежа;

$C_y$  — стоимость услуг, оказываемых поставщиком при отсутствии отсрочки платежей;

$KЗ$  — кредиторская задолженность;

$T_k$  — срок погашения кредиторской задолженности.

Если стоимость кредиторской задолженности выше средневзвешенной стоимости оборотного капитала, то задолженность следует уменьшать, поскольку при относительно более высоком уровне риска, связанном с кредиторской задолженностью, она имеет более высокую стоимость, что делает этот источник финансирования оборотных активов непривлекательным для организации.

*Предельная стоимость капитала* — это стоимость привлечения дополнительной единицы капитала, т.е. капитала для наращивания объема инвестиций. Предельная стоимость капитала может быть постоянной в определенных пределах, когда организация привлекает капитал по той же цене, однако при существенном привлечении капитала стоимость капитала значительно увеличивается, таким образом, на графике образуются точки разрыва (рис. 6.2).

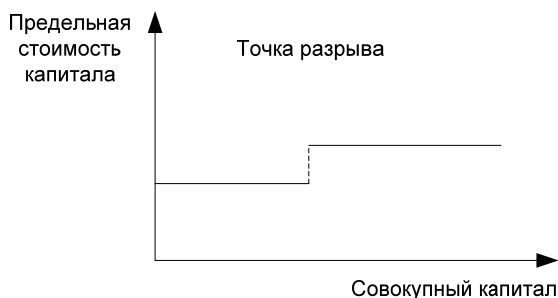


Рис. 6.2. Зависимость предельной стоимости капитала от совокупного капитала

Разрывы связаны с тем, что, пока компания медленно увеличивает инвестированный капитал, она может делать это пропорционально росту нераспределенной прибыли, не увеличивая финансовый риск, но когда нужны крупные вложения, то приходится привлекать внешний заемный капитал, и тогда увеличивается финансовый риск и растет стоимость капитала.

Важнейшая задача финансового менеджмента — определение оптимальной структуры финансирования организации. Концепция оптимальной структуры капитала включает оценку оптимального соотношения между собственным и заемным капиталом, которое позволяет максимизировать стоимость компании.

Существуют различные взгляды на проблему структуры капитала:

- традиционная теория;
- современная теория;
- компромиссная теория.

**Традиционная теория.** Основные положения традиционной теории структуры капитала таковы.

1. Средневзвешенная стоимость капитала зависит от его структуры. Привлечение заемного капитала позволяет снизить средневзвешенную стоимость капитала, поскольку заемный капитал дешевле собственного. Однако его увеличение приводит к росту финансового риска и повышению стоимости как собственного, так и заемного капитала.

2. Существует оптимальная структура, минимизирующая средневзвешенную стоимость капитала и максимизирующая стоимость компании (рис. 6.3). Недостаток традиционной теории заключается в том, что количественно определить оптимальную структуру капитала невозможно.

3. Умеренный рост задолженности не вызывает немедленного удорожания собственного капитала. Но с определенного момента акционеры начинают требовать более высокой доходности вложенных средств.

4. Стоимость заемного капитала, сначала оставаясь неизменной, с определенного момента повышается вследствие увеличения финансового риска.

5. Использование заемного капитала позволяет снизить средневзвешенную стоимость капитала, но только если значение финансового рычага невысоко.

6. Основной задачей фирмы является поиск и реализация прибыльных проектов; решения о структуре капитала и выплате дивидендов вторичны. Влияние структуры капитала на самом деле имеет не столь большое значение, за исключением того случая, когда проект без заемных средств может не осуществиться.

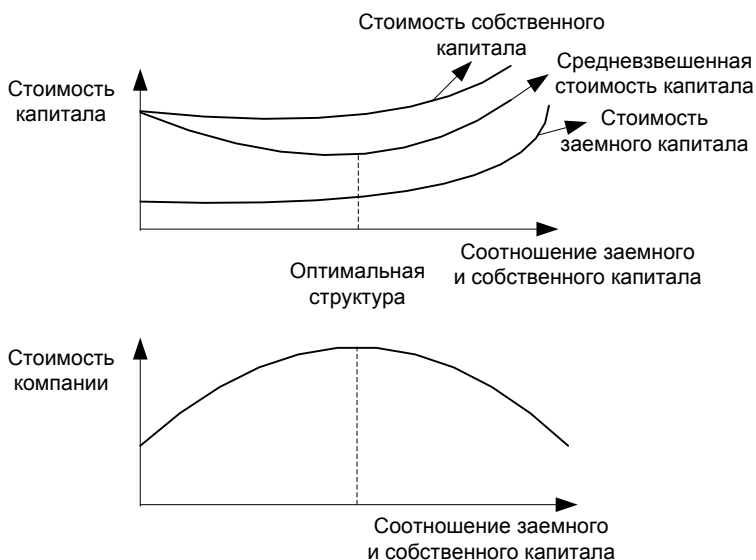


Рис. 6.3. Влияние структуры капитала на его средневзвешенную стоимость и стоимость компании (традиционная теория)

**Современная теория (теория Модильяни — Миллера).** Авторы теории Франко Модильяни и Мертон Миллер в 1958 г. опубликовали статью, в которой было доказано, что стоимость любой фирмы определяется только ее будущими доходами и не зависит от структуры финансирования. Эта работа оказала влияние на практику управления финансами большее влияние, чем все ранее опубликованные работы.

Основные положения современной теории структуры капитала следующие.

1. Теория построена на допущении существования идеальной экономической среды:

- отсутствия транзакционных затрат (брокерских комиссионных), издержек банкротства, налогов;
- равенства участников — ни один субъект не может влиять на рыночную цену, все участники (компании и частные лица) могут заимствовать под одинаковый процент.

2. Стоимость компании в условиях совершенного рынка зависит от ее дохода, полученного от основной деятельности, и от степени связанного с ней предпринимательского риска и не зависит от струк-

туры капитала. При этом возможны временные различия в стоимости, которые исчезают вследствие арбитража.

3. С ростом доли заемных источников растет требуемая доходность собственного капитала. Ожидаемая доходность собственного капитала равна средневзвешенной стоимости капитала (weighted average cost of capital, WACC) для бездолгового варианта финансирования, увеличенной на премию за финансовый риск.

Стоимость собственного капитала рассчитывается по формуле

$$k_S = WACC^{\text{б}} + \text{Премия за риск} = WACC^{\text{б}} + (WACC^{\text{б}} - r) \cdot \frac{B}{S},$$

где  $WACC^{\text{б}}$  — средневзвешенная стоимость капитала для бездолгового варианта финансирования компании;

$r$  — процент по заемному капиталу;

$B, S$  — соответственно заемный и собственный капитал.

С учетом наличия налогов формула принимает вид:

$$k_S = WACC^{\text{б}} + \text{Премия за риск} = WACC^{\text{б}} + (WACC^{\text{б}} - r) \cdot (1 - t) \cdot \frac{B}{S}.$$

4. Привлечение более дешевых заемных средств воспринимается акционерами как фактор увеличения риска, поэтому они требуют более высокой отдачи от собственного капитала; вследствие этого средневзвешенная стоимость капитала не снижается, а остается постоянной.

5. Стоимость заемного капитала остается постоянной вследствие отсутствия издержек банкротства, т.е. при увеличении финансового риска кредиторы не увеличивают процент по заемному капиталу.

6. Средневзвешенная стоимость капитала остается постоянной, так как включение в структуру финансирования более дешевых источников уравнивается ростом рискованности и стоимости собственного капитала (рис. 6.4). Оптимальной структуры финансирования не существует.

Суть различий между традиционной и современной теориями капитала заключается прежде всего в том, что в соответствии с традиционной теорией акционеры некоторое время никак не реагируют на увеличение заемных средств, а в соответствии с современной теорией акционеры сразу же реагируют на привлечение заемного капитала, требуя увеличения доходности.

**Компромиссная теория.** Основные положения компромиссной теории структуры капитала (компромисс между экономией от снижения налоговых выплат и финансовыми издержками банкротства) таковы.



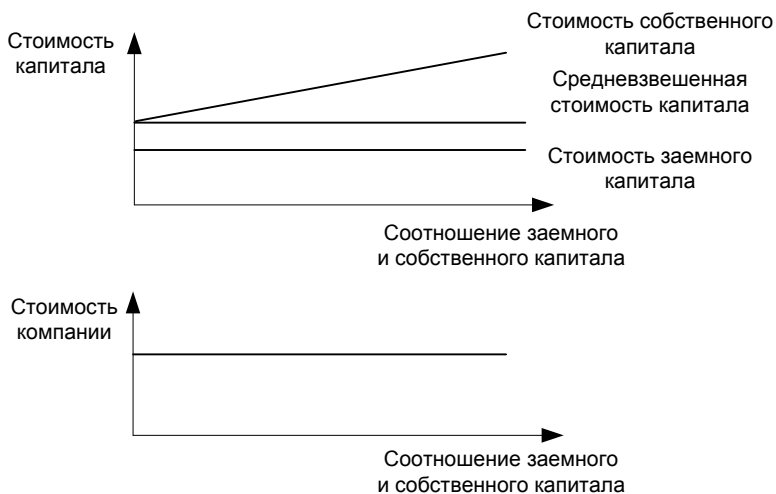


Рис. 6.4. Влияние структуры капитала на его средневзвешенную стоимость и стоимость компании (современная теория)

1. При принятии решений относительно структуры капитала необходимо учитывать два фактора, связанных с привлечением заемного капитала: издержки банкротства и налоговую экономию.

2. Издержки банкротства бывают двух видов: прямые и косвенные. Прямые издержки банкротства (затраты на судебные разбирательства, оплату юридических услуг) могут достигать 5—20% стоимости компании. Косвенные издержки банкротства — это потери от снижения объема производства, увольнения наиболее квалифицированных сотрудников, удорожания финансовых ресурсов, снижения цен на активы и др.

3. Компромисс между налоговой экономией, которая стимулирует привлечение заемного капитала, и издержками банкротства, которые ему препятствуют, позволяет определить оптимальную структуру капитала.

4. Наличие определенной доли заемного капитала выгодно компании, поскольку позволяет снизить средневзвешенную стоимость капитала за счет налоговой экономии, однако чрезмерное его использование вредит, поскольку приводит к издержкам банкротства.

5. Для каждой компании существует своя оптимальная структура капитала (рис. 6.5).

Краткая характеристика основных теоретических подходов к решению проблемы структуры капитала представлена в табл. 6.3.



Таблица 6.3. Сравнительная характеристика теорий структуры капитала

Показатель	Характеристика		
	Традиционная теория	Современная теория	Компромиссная теория
Рынки капитала	Несовершенны	Совершенны	Несовершенны, на них влияют налоги и издержки банкротства
Средневзвешенная цена капитала	Зависит от структуры капитала	Не зависит от структуры капитала	Зависит от структуры капитала
Оптимальная структура капитала	Существует и определяется минимальным уровнем средневзвешенной цены капитала и максимальной стоимостью акции. Алгоритма расчета не существует	Не существует, поскольку структура капитала не влияет на средневзвешенную стоимость капитала и стоимость компании	Существует — когда приведенная стоимость экономии на налогах уравновешивается приведенной стоимостью издержек банкротства
Стоимость собственного капитала	Остается продолжительное время постоянной при изменении структуры капитала	Сразу при привлечении заемного капитала начинает повышаться как реакция на финансовый риск	При привлечении заемного капитала повышается, но не так существенно, вследствие наличия налоговой экономии
Стоимость заемного капитала	Реагирует на изменение структуры финансирования, но не сразу	Остается постоянной при изменении структуры финансирования	Реагирует на изменение структуры финансирования вследствие издержек банкротства
Стоимость бизнеса	Зависит от структуры финансирования	Не зависит от структуры финансирования, поскольку определяется рентабельностью и рискованностью основной деятельности	Зависит от структуры финансирования
Решения о структуре капитала	Основная задача — поиск и реализация прибыльных проектов, структура финансирования не так важна	Структура финансирования не имеет значения	Основная задача — поиск и реализация прибыльных проектов, структура финансирования не так важна



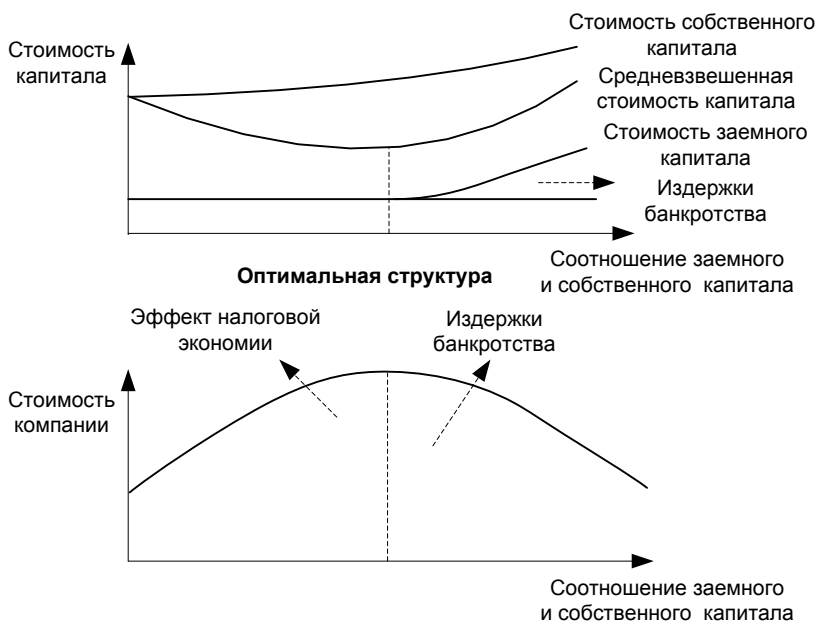


Рис. 6.5. Влияние структуры капитала на его средневзвешенную стоимость и стоимость компании (компромиссная теория)

Для обоснования структуры капитала используются различные подходы, в том числе минимизация средневзвешенной стоимости капитала, максимизация стоимости акции, максимизация показателя прибыли на одну акцию, а также достижение заданных показателей финансовой устойчивости.

**Определение оптимальной структуры капитала на основе максимизации прибыли на одну акцию.** Базовая прибыль на одну акцию (earnings per share, EPS) рассчитывается по формуле

$$EPS = \frac{(\Pi_0 - K_3 \cdot r) \cdot (1 - t) - D_{пр}}{K_a},$$

где  $\Pi_0$  — операционная прибыль;

$D_{пр}$  — дивиденды по привилегированным акциям;

$K_a$  — количество обыкновенных акций.

Привлечение дополнительного капитала приводит к увеличению операционной прибыли, но в то же время:

- заемный капитал увеличивает финансовые расходы и уменьшает базовую прибыль;

- привилегированные акции приводят к увеличению дивидендных выплат и уменьшают базовую прибыль;
- дополнительная эмиссия обыкновенных акций приводит к увеличению количества акций и уменьшению базовой прибыли.

На основе этой формулы определяется наиболее выгодный источник капитала при заданной операционной прибыли. Так, при минимальном значении операционной прибыли организация не может позволить себе привлечение заемных и гибридных (привилегированные акции) источников, поскольку постоянные процентные и дивидендные выплаты, сопровождающие привлечение этих источников, уменьшают прибыль. В этом случае единственным возможным источником капитала является выпуск обыкновенных акций. При увеличении операционной прибыли для организации становятся доступными такие источники финансирования, как долговое и гибридное финансирование. Для определения границ использования альтернативных источников финансирования, в частности долгового, гибридного и долевого, используется формула, которая уравнивает прибыль на одну акцию при использовании в качестве источника финансирования долевого финансирования (левая часть уравнения) и долгового или гибридного финансирования (правая часть):

$$\frac{P_0 \cdot (1-t)}{K_{a1}} = \frac{(P_0 - P_{\phi}) \cdot (1-t) - D_{\text{пр}}}{K_{a0}},$$

- где  $P_0$  — операционная прибыль (прибыль до уплаты процентов и налога) при дополнительном финансировании;
- $K_{a0}$ ,  $K_{a1}$  — количество обыкновенных акций соответственно до дополнительной эмиссии и после нее;
- $P_{\phi}$  — финансовые расходы (проценты к уплате);
- $D_{\text{пр}}$  — дивиденды по привилегированным акциям.

Для определения прибыли, отражающей равновыгодность (безразличие) альтернатив финансирования с позиции прибыли на одну акцию, используется формула

$$P_0 = \frac{K_{a1} \left( P_{\phi} + \frac{D_{\text{пр}}}{1-t} \right)}{K_{a1} - K_{a0}}.$$

Зависимость прибыли на одну акцию от операционной прибыли представлена на рис. 6.6.

Точки пересечения прямых с осью абсцисс определяются размером постоянных расходов, связанных с привлечением источника капитала. Так, при долевым финансировании постоянных расходов

нет, поэтому прямая проходит через ноль. При долговом финансировании сумма постоянных расходов равна процентам к уплате, а при гибридном финансировании — размеру дивидендов по привилегированным акциям, увеличенному на налог на прибыль.

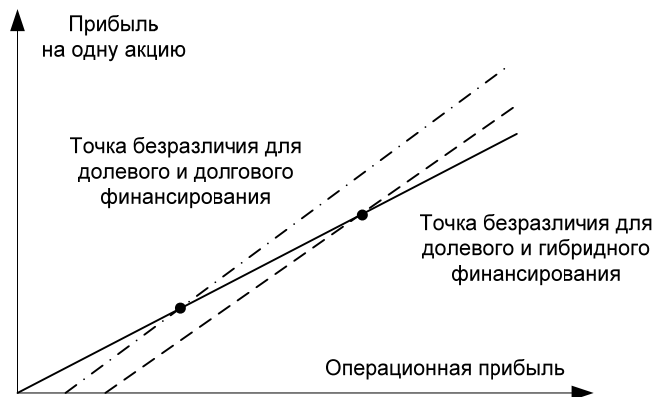


Рис. 6.6. Зависимость прибыли на одну акцию от величины операционной прибыли при долевым (—), долговом (-----) и гибридном (- · - · -) финансировании

Кроме прибыли на акцию при выборе источника капитала должен оцениваться риск: чем он выше, тем предпочтительнее финансирование за счет обыкновенных акций. Поскольку финансирование за счет обыкновенных акций не имеет постоянных издержек, это самый безопасный источник финансирования, который можно использовать при нестабильной прибыли; если ожидается стабильная прибыль, заемный капитал и привилегированные акции предпочтительнее.

**Определение оптимальной структуры финансирования на основе целевых показателей финансовой устойчивости.** Одна из самых популярных аналитических процедур обоснования структуры финансирования организации — определение структуры источников на основе заданных абсолютных и относительных показателей финансовой устойчивости.

1. *Абсолютные показатели* финансовой устойчивости, а именно заданные параметры ликвидности баланса и целевой тип финансовой устойчивости, позволяют определить потребность в источниках финансирования организации. Ликвидность баланса оценивается с использованием функционального подхода, суть которого заключается в достижении сбалансированности активов и пассивов по их функциям. Эта методика иллюстрирует функциональное равновесие

между активами и источниками их финансирования в основных циклах хозяйственной деятельности (инвестиционный, операционный и денежный циклы).

Суть концепции ликвидности функционального баланса можно представить как ряд соотношений активов, сгруппированных по их функциям, с пассивами, сгруппированными по признаку функционального соответствия активам, (табл. 6.4). Логика этих соотношений такова.

1. Бессрочные источники (собственный капитал) и долгосрочные обязательства функционально связаны с внеоборотными активами, поскольку служат источником их финансирования. Кроме того, устойчивые источники, являясь основой стабильности организации, частично должны финансировать и оборотные активы. Именно поэтому необходимо, чтобы бессрочные источники и долгосрочные обязательства были больше внеоборотных активов.

Таблица 6.4. Оценка ликвидности баланса  
(функциональный подход)

<i>Актив баланса</i>	<i>Соотно- шение</i>	<i>Пассив баланса</i>	<i>Излишек / дефицит</i>
A4 (внеоборотные активы)	<	П4 (капитал и резервы) + П3 (долгосрочные пассивы)	$P4 + P3 - A4$
A3 (запасы и НДС по приобретенным ценностям)	>	П1 (кредиторская задолженность)	$A3 - P1$
A2 (дебиторская задолженность и прочие оборотные активы) + + A1 (денежные средства и краткосрочные финансовые вложения)	>	П2 (краткосрочные кредиты и займы)	$A2 + A1 - P2$

2. Кредиторская задолженность функционально связана с запасами, поскольку, в соответствии с логикой этой методики, служит источником их финансирования. При этом объем запасов должен превышать задолженность, чтобы по мере естественного преобразования запасов в денежные средства организация могла гарантированно погашать свою кредиторскую задолженность.

3. Краткосрочные кредиты и займы являются источниками финансирования дебиторской задолженности и наиболее ликвидных активов (денежных средств и краткосрочных финансовых вложе-



ний). Для признания баланса ликвидным необходимо, чтобы стоимость этих активов превышала краткосрочные кредиты и займы.

Размер источников определяется таким образом, чтобы по всем трем соотношениям был достигнут излишек, который, однако, не должен быть существенным.

Для определения потребности в источниках капитала на основе модели ликвидности баланса используются соотношения, приведенные в табл. 6.5.

**Таблица 6.5. Определение потребностей в источниках финансирования с использованием модели ликвидности баланса (функциональный подход)**

<i>Соотношения при наличии дефицитов</i>	<i>Соотношения при наличии излишков</i>
$\Delta П4 + \Delta П3 > \Delta А4$	$\Delta П4 + \Delta П3 < \Delta А4$
$\Delta П1 < \Delta А3$	$\Delta П1 > \Delta А3$
$\Delta П2 < \Delta А2 + \Delta А1$	$\Delta П2 > \Delta А2 + \Delta А1$

Структура финансирования организации определяет степень (тип) ее финансовой устойчивости, которая зависит от того, какими источниками она финансирует свой операционный цикл. Если эти источники устойчивы, то нет угрозы срыва производственного процесса из-за дефицита источников финансирования и, следовательно, нет угрозы финансовой устойчивости. Теоретической предпосылкой расчетов является то, что основным источником финансирования производственного цикла (запасов) должны быть устойчивые источники: в этом случае минимизируется риск нарушения производственного процесса из-за недостаточности источников финансирования. Различают четыре типа финансовой устойчивости организации, которые характеризуются разной степенью риска и разными затратами на финансирование (табл. 6.6).

Для установления потребностей в разных источниках капитала с учетом заданного типа финансовой устойчивости используется следующие неравенства.

Абсолютная финансовая устойчивость:

$$COC > 3,$$

где 3 — запасы и НДС по приобретенным ценностям;

$COC$  — собственные оборотные средства.

Нормальная финансовая устойчивость:

$$COC + ДО > 3,$$

где  $ДО$  — долгосрочные обязательства.

Таблица 6.6. Характеристика типов финансовой устойчивости

<i>Тип устойчивости</i>	<i>Источники финансирования запасов в сумме с НДС</i>	<i>Оценка риска и затрат на финансирование</i>
Абсолютный	Собственные оборотные средства	Минимальный риск, самые высокие затраты на финансирование (собственный капитал — самый дорогой источник, к тому же оплачиваемый из чистой прибыли)
Нормальный	Собственные оборотные средства и долгосрочные обязательства	Низкий риск, достаточно высокие затраты на финансирование
Неустойчивый	Собственные оборотные средства, долгосрочные обязательства и краткосрочные кредиты и займы	Риск высокий, если организация недостаточно кредитоспособна и возможны проблемы с возобновлением краткосрочных кредитов и займов, затраты на финансирование достаточно низкие
Предкризисный	Собственные оборотные средства, долгосрочные обязательства, краткосрочные кредиты и займы, кредиторская задолженность	Риск самый высокий, если есть проблемы с возобновлением кредитов и займов и если кредиторская задолженность сформирована перед недружественными организациями; затраты минимальны

Неустойчивое финансовое состояние:

$$COC + ДО + КК > 3,$$

где *КК* — краткосрочные кредиты и займы.

Предкризисное финансовое состояние, на грани банкротства:

$$COC + ДО + КК < 3.$$

Обосновывая необходимость того или иного типа финансовой устойчивости следует учитывать особенности организации:

- некредитоспособной организации со слабой рыночной позицией (невозможность использовать средства контрагентов в виде полученных авансов и кредиторской задолженности) лучше придерживаться соотношений, характерных для абсолютной финансовой устойчивости;
- кредитоспособной организации со слабой рыночной позицией целесообразно ориентироваться на соотношения нормального типа финансовой устойчивости;

- кредитоспособной организации с сильной рыночной позицией можно ориентироваться на соотношения неустойчивого или даже предкризисного типа финансовой устойчивости.

2. Для определения оптимальной структуры финансирования на основе *относительных показателей* финансовой устойчивости используются показатели двух видов финансовой устойчивости: балансовой и операционной.

Под балансовой понимается финансовая устойчивость, обеспечиваемая балансовыми показателями, т.е. наличием ликвидных активов и устойчивых источников финансирования. Для оценки балансовой финансовой устойчивости используются коэффициенты — ликвидности (табл. 6.7) и структуры финансирования (табл. 6.8).

Таблица 6.7. Коэффициенты ликвидности

Коэффициент ликвидности	Формула расчета	Предел значений	Характеристика
Абсолютной	$\frac{A1}{П1 + П2}$	$> 0,05 \div 0,1$	Показывает, какую часть краткосрочных обязательств организация может погасить немедленно
Промежуточной	$\frac{A1 + A2}{П1 + П2}$	$> 0,7 \div 1$	Показывает, какую часть краткосрочных обязательств организация может погасить по мере погашения дебиторской задолженности
Текущей	$\frac{A1 + A2 + A3}{П1 + П2}$	$> 1 \div 2$	Показывает, какую часть краткосрочных обязательств организация может погасить в течение операционного цикла

Под операционной понимается финансовая устойчивость, обеспечиваемая выручкой, прибылью и денежным потоком по текущей деятельности. Для оценки операционной финансовой устойчивости используются показатели достаточности денежного потока для обслуживания обязательств (табл. 6.9). Для обоснования оптимальной стратегии финансирования необходимо сначала определить критерийные значения показателей, а затем — структуру финансирования, удовлетворяющую заданным критериям.

Таблица 6.8. Коэффициенты структуры финансирования

<i>Показатель</i>	<i>Формула расчета</i>	<i>Предел значений</i>	<i>Характеристика</i>
Коэффициент автономии	$\frac{П4}{П1 + П2 + П3 + П4}$	> 0,5	Показывает, какова доля бессрочных источников финансирования в пассиве баланса. Показатель зависит от вида деятельности организации и от структуры ее активов
Коэффициент финансовой устойчивости	$\frac{П3 + П4}{П1 + П2 + П3 + П4}$	> 0,75	Показывает, какова доля устойчивых источников финансирования в пассиве баланса
Коэффициент финансовой активности (плечо финансового рычага)	$\frac{П3 + П2 + П1}{П4}$	< 1	Показывает, сколько заемного капитала организация смогла привлечь на 1 рубль собственного капитала
Обеспеченность оборотных активов собственными оборотными средствами	$\frac{П4 - А4}{А1 + А2 + А3}$	> 0,1	Показывает, какую часть оборотных активов организация финансирует за счет собственных средств
Маневренность собственного капитала	$\frac{П4 - А4}{П4}$	> 0,1	Показывает, какая часть собственного капитала находится в маневренной или ликвидной форме (в виде оборотных активов) и, следовательно, может быть выведена из организации за достаточно короткий срок

Таблица 6.9. Показатели достаточности денежного потока для обслуживания обязательств

Показатель	Формула расчета	Предел значений	Характеристика
Степень платежеспособности общая	$\frac{ПЗ + П2 + П1}{B_6 / 12}$	< 12	Показывает, сколько месяцев потребуется организации для погашения своих обязательств, если на эти цели она будет направлять всю выручку от продажи продукции
Степень платежеспособности по кредитам и займам	$\frac{ПЗ + П2}{B_6 / 12}$	< 9	Показывает, сколько месяцев потребуется организации для погашения кредитов и займов
Степень платежеспособности по кредиторской задолженности	$\frac{П1}{B_6 / 12}$	< 1,5	Показывает, сколько месяцев потребуется организации для погашения кредиторской задолженности
Коэффициент покрытия процентов прибылью	$\frac{П_0}{P_\phi}$	> 2	Показывает, во сколько раз операционная прибыль превышает финансовые расходы
Коэффициент покрытия процентов и основной суммы долга прибылью	$\frac{П_0}{P_\phi + \frac{ПЗ + П2}{1-t}}$	> 0,5	Показывает, во сколько раз операционная прибыль превышает финансовые расходы и основную сумму задолженности
Коэффициент покрытия процентов и основной суммы долга прибылью и амортизацией	$\frac{П_0 + A_T}{P_\phi + \frac{ПЗ + П2}{1-t}}$	> 1	Показывает, во сколько раз операционная прибыль в сумме с амортизацией превышает финансовые расходы и основную сумму задолженности
Отношение долга (кредиты и займы) к сумме прибыли и амортизации	$\frac{ПЗ + П2}{П_ч + A_T}$	< 1	Показывает соотношение задолженности организации по кредитам и займам с ее годовым денежным потоком от текущей деятельности (сумма прибыли и амортизации)

$B_6$  — выручка (брутто) от продажи продукции за год;  $П_0$  — операционная прибыль (прибыль до уплаты процентов и налога на прибыль);  $A_T$  — амортизация за рассматриваемый период;  $P_\phi$  — финансовые расходы организации, т.е. проценты к уплате.

Размер источников финансирования рассчитывается с использованием представленных неравенств следующим образом:

$$\begin{aligned} \Pi 1 &< \frac{B_6}{8}; & \Pi 2 &< \frac{A1 + A2}{0,7} - \Pi 1; \\ \Pi 3 &< \Pi_ч + A - \Pi 2; & \Pi 4 &> 0,1 \cdot (A1 + A2 + A3) + A4. \end{aligned}$$

Рассчитанная таким образом структура финансирования будет обеспечивать заданные нормативы операционной и балансовой финансовой устойчивости организации.

**Анализ ситуации.** Как следует из расчетов, выполненных для ОАО «XYZ», в течение года финансовая политика организации существенно изменилась, (табл. 6.10): если на начало года в источниках финансирования доминировал собственный накопленный капитал (75,3%), то к концу года существенный удельный вес имели банковские кредиты (28,8%), которые и обеспечили 68,5% прироста источников финансирования.

В качестве источника финансирования организация использует лизинг (табл. 6.11), который на конец года составлял 11,8% стоимости балансовых источников финансирования организации. Структура инвестированного капитала (табл. 6.12) на конец года стала более сбалансированной и характерной для успешного и растущего бизнеса. Так, хотя в структуре и продолжает доминировать собственный капитал, но заемный начинает играть заметную роль, составляя на конец года 34,3% суммарного инвестированного капитала. Таким образом, в структуре капитала присутствуют четыре источника: три долгосрочных и относительно устойчивых — собственный накопленный капитал, долгосрочные кредиты и лизинг, и один краткосрочный — банковские кредиты. Такую финансовую политику можно характеризовать как излишне консервативную и относительно дорогую, но меняющуюся в нужном для организации направлении.

Более подробное рассмотрение отдельных источников позволяет отметить нетипичность структуры собственного капитала (табл. 6.13), в котором доля нераспределенной прибыли составляет 98,4%. Такая структура свидетельствует о стратегии собственников, направленной на долгосрочное развитие бизнеса и поэтому предполагающей использование прибыли в качестве основного источника финансирования. Доля нераспределенной прибыли в источниках финансирования составляла 75,3% на начало года и 55,3% на конец (см. табл. 6.10), что свидетельствует о большой роли прибыли в финансировании развития бизнеса.

Собственный капитал к концу отчетного периода увеличился на 17,3%; этот рост был обеспечен исключительно нераспределенной прибылью, однако он значительно меньше, чем рост валюты баланса (60,4%), что привело к снижению финансовой устойчивости организации.

Таблица 6.10. Состав и структура источников финансирования организации

Показатель	Начало года		Конец года		Изменение за год			Доля в изменении, %
	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Абсолютное тыс. руб.	Темп прироста, %	Доли в структуре, %	
Инвестированный собственный капитал	103 694	1,50	99 210	0,89	(4 484)	(4,3)	(0,605)	(0,1)
Накопленный собственный капитал	5 206 889	75,32	6 131 455	55,29	924 566	17,8	(20,033)	22,1
Прочие приравняемые к долгосрочным источникам источники (ОНО)	33 002	0,48	63 319	0,57	30 317	91,9	0,094	0,7
Долгосрочные и краткосрочные кредиты	328 410	4,75	3 190 926	28,77	2 862 516	871,6	24,022	68,5
Долгосрочные и краткосрочные займы	—	—	—	—	—	—	—	—
Кредиторская задолженность и приравненные к ней обязательства	1 240 906	17,95	1 605 047	14,47	364 141	29,3	(3,478)	8,7
Итого	6 912 901	100	11 089 957	100	4 177 056	60,4	—	100

Таблица 6.11. **Арендованные активы**

<i>Показатель</i>	<i>Начало года</i>	<i>Конец года</i>
Арендованные основные средства, тыс. руб.	897 411	1 307 784
в том числе по лизингу	897 411	1 307 784
Отношение арендованных основных средств к первоначальной стоимости собственных основных средств, %	44,39	37,36
Отношение арендованных основных средств к валюте баланса, %	12,98	11,79

Таблица 6.12. **Состав и структура инвестированного капитала**

<i>Показатель</i>	<i>Начало года</i>		<i>Конец года</i>	
	<i>Сумма, тыс. руб.</i>	<i>удельный вес, %</i>	<i>Сумма, тыс. руб.</i>	<i>Удельный вес, %</i>
Собственный капитал	5 310 583	93,63	6 230 665	65,69
Долгосрочный заемный капитал	361 412	6,37	1 596 559	16,83
Краткосрочный заемный капитал	—	—	1 657 686	17,48
Итого	5 671 995	100	9 484 910	100

Незначительность уставного капитала (0,003% собственного капитала на конец года) свидетельствует о существенном занижении номинальной стоимости акций относительно рыночной стоимости и о том, что переход контроля над этим бизнесом может быть осуществлен без значительных затрат. Незначительность добавочного капитала (1,6% собственного капитала на конец года) показывает, что основные средства достаточно новые, их не затронули переоценки начала 1990-х годов.

Качество собственного капитала высокое, поскольку активы организации характеризуются высоким качеством и поэтому, вероятно, недооценены. Кроме того, структура собственного капитала, в которой преобладает накопленный собственный капитал, также свидетельствует о его высоком качестве.

Изучение стоимости чистых активов показывает, что рост этого показателя со стороны пассива баланса связан с одним фактором — нераспределенной прибылью (доля влияния 100,5%), влияние остальных факторов незначительно. Стоимость чистых активов значительно (на 6 231 546 тыс. руб.) превышает уставный капитал; это свидетельствует о высокой устойчивости организации, обеспечен-



ности уставного капитала реальным имуществом, а также о том, что организация имеет значительную степень свободы в принятии решений, которые связаны с ее обеспеченностью бессрочными источниками финансирования. Уровень рентабельности чистых активов 37,23% (табл. 6.14) можно оценивать как высокий. Доля чистых активов в имуществе организации (коэффициент автономии) достаточно высока — 56,18%; динамика показателя негативна, что связано с активным привлечением организацией внешних источников финансирования, а именно банковских кредитов. Коэффициент маневренности чистых активов снижается до 20,12% и свидетельствует о том, что имущественное наполнение чистых активов — это внеоборотные активы, поэтому чистые активы относительно немобильны. Динамику балансовой стоимости акции, рассчитанной на основе стоимости чистых активов, также можно характеризовать положительно, поскольку рост составил 17,3%, что является признаком того, что благосостояние собственников бизнеса увеличилось.

Таблица 6.13. Состав и структура собственного капитала

Показатель	Начало года		Конец года	
	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %
Уставный капитал (за вычетом собственных акций)	204	0,004	204	0,003
Добавочный капитал	103 490	1,9	99 006	1,6
Резервный капитал	31	0,001	31	0,0005
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	5 206 858	98,0	6 131 424	98,4
Итого	5 310 583	100,0	6 230 665	100,0

Таблица 6.14. Анализ стоимости чистых активов с помощью соотношений и коэффициентов

Показатель	Начало отчетного года	Конец отчетного года
Превышение (стоимостью чистых активов) уставного капитала, тыс. руб.	5 311 952	6 231 546
Превышение (стоимостью чистых активов) уставного капитала и резервного фонда, тыс. руб.	5 311 717	6 231 311
Балансовая стоимость акции, руб.	260	305
Коэффициент автономии, %	76,82	56,18
Коэффициент маневренности чистых активов, %	51,42	20,12
Коэффициент рентабельности чистых активов, %	38,20	37,23

В структуре обязательств организации (табл. 6.15) преобладают краткосрочные источники — краткосрочные банковские кредиты и кредиторская задолженность (их доля на конец года 67,1%), однако доля долгосрочных обязательств увеличивается до 32,9%, что обеспечивает достаточно надежное финансирование инвестиционной программы, реализуемой на предприятии. Поскольку организация имеет существенные забалансовые обязательства — по аренде, выводы должны быть сформулированы относительно всех суммарных обязательств с учетом забалансовых и балансовых обязательств. Расчеты позволяют сделать вывод об ускоренном росте суммарных обязательств и, следовательно, об увеличении степени обремененности организации долгами. Так, прирост обязательств организации с учетом обязательств по аренде составил 146,7%, прирост балансовых обязательств составил 203,3%, при темпе прироста валюты баланса 60,4% и темпе прироста выручки 34,3%. То есть рост обязательств можно признать существенным, опережающим и темп прироста имущества, и темп прироста выручки, что свидетельствует о значительном снижении уровня финансовой устойчивости организации.

Структура обязательств по экономическому содержанию вполне типична и постепенно изменяется в направлении увеличения банковских кредитов — с 20,5 до 65,7%, что делает обязательства более дорогими и устойчивыми. Таким образом, чрезмерный рост обязательств организации отчасти компенсируется увеличением доли устойчивых источников. Средний процент по заемным средствам значительно ниже рыночного процента, он составил в отчетном году 1,7%, а рентабельность активов достаточно высока, 33,5%, что свидетельствует о том, что обслуживание привлеченных кредитов не является обременительным для организации.

Состав и структура кредиторской задолженности, вес которой в финансировании организации резко снизился — с 77,3 до 33,0%, достаточно стабильны и типичны. Так, в ней преобладает задолженность перед поставщиками и подрядчиками — 74,9% кредиторской задолженности на конец года. Внутренняя и фискальная задолженности небольшие, в сумме не превышают 10%; задолженности стабильно увеличиваются вследствие увеличения масштаба операций, при этом темп их прироста не превышает темпа прироста выручки, что положительно характеризует организацию. Совсем несущественные полученные авансы свидетельствуют о том, что, хотя предприятие и занимает доминирующую позицию на рынке сбыта, оно не может диктовать свои условия контрагентам и требовать предоплаты отгружаемой продукции.

Таблица 6.15. Состав и структура обязательств

Показатель	Начало года		Конец года	
	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %
Долгосрочные кредиты банков	328 410	20,5	1 533 240	31,6
Долгосрочные займы	—	—	—	—
Прочие долгосрочные обязательства	33 002	2,1	63 319	1,3
Краткосрочные кредиты банков	—	—	1 657 686	34,1
Краткосрочные займы	—	—	—	—
Кредиторская задолженность	1 239 333	77,3	1 603 962	33,0
в том числе: задолженность перед поставщиками и подрядчиками	948 601	59,2	1 201 041	24,7
задолженность перед персоналом организации	77 111	4,8	102 107	2,1
задолженность перед бюджетом и государственными внебюджетными фондами	45 521	2,8	51 587	1,1
авансы полученные	20 650	1,3	30 221	0,6
прочие кредиторы	147 450	9,2	219 006	4,5
Прочие краткосрочные обязательства	1 573	0,1	1085	0,0
Итого	1 602 318	100,0	4 859 292	100,0

Для более полной оценки кредиторской задолженности ее целесообразно сравнить с дебиторской, рассчитав сроки погашения задолженностей по их видам (табл. 6.16). Сроки погашения задолженности достаточно короткие, не превышают двух месяцев, при этом срок дебиторской задолженности несколько увеличился, а кредиторской уменьшился, что приводит к росту потребности организации в финансировании операционного цикла.

Сравнение дебиторской и кредиторской задолженности показывает, что дебиторская задолженность превышает кредиторскую, причем это превышение увеличивается к концу года вследствие опережающего роста дебиторской задолженности, который можно признать даже чрезмерным: при росте выручки на 34,3% дебиторская задолженность возросла на 47,4%.

Это невыгодно организации с позиции финансовых расходов и прибыли, но рационально с позиции обеспечения финансовой устой-

чивости, поскольку по мере погашения дебиторской задолженности у организации будет накапливаться достаточно средств для погашения кредиторской.

Результаты сравнения дебиторской и кредиторской задолженности показывают, что в целом задолженность характеризуется высокой оборачиваемостью, а следовательно, высоким качеством, однако соотношение задолженностей складывается не в пользу организации. Поэтому политика организации в отношении задолженности должна быть направлена на уменьшение срока погашения дебиторской задолженности и увеличение срока кредиторской.

**Таблица 6.16. Сравнительный анализ кредиторской и дебиторской задолженности**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Выручка (нетто) от продажи, тыс. руб.	14 038 098	18 847 138
Срок погашения дебиторской задолженности, дней	54	59
Дебиторская задолженность, тыс. руб.	2 081 281	3068 413
Срок погашения кредиторской задолженности, дней	41	39
Кредиторская задолженность и прочие краткосрочные обязательства, тыс. руб.	1 240 906	1 605 047
Потери организации от дебиторской задолженности (рассчитано с учетом фактической инфляции), тыс. руб.	228 941	276 157
Выигрыш организации от кредиторской задолженности и прочих краткосрочных обязательств (с учетом фактической инфляции), тыс. руб.	136 500	144 454
Чистая кредитная позиция, тыс. руб.	840 375	1 463 366
Итоговый выигрыш (потери) от чистой кредитной позиции, тыс. руб.	(92 441)	(131 703)

Общий вывод: при значительном росте обязательств относительно валюты баланса и выручки их нельзя признать представляющими угрозу для финансовой устойчивости организации, поскольку, во-первых, обязательства характеризуются благоприятной структурой для организации по срокам, во-вторых, относительно дешевы, в-третьих, их сумма не критична по отношению к собственному капиталу и выручке. Кроме того, такой объем обязательств показывает, что организация имеет свободный доступ к финансовым ресурсам и, следовательно, кредитоспособна и финансово устойчива.

На следующем этапе изучения структуры финансирования организации необходимо определить средневзвешенную стоимость капитала. Для этого целесообразно рассчитать стоимость капитала исходя из рыночных и фактических ставок процента. Результаты расчета рыночной стоимости собственного капитала методом «восходящего  $\beta$ » представлены в табл. 6.17. Как показывают расчеты, отрасли присущ достаточно низкий уровень риска, поскольку она не циклична, потребление продукции стабильно. Однако коэффициент  $\beta$  предприятия, скорректированный на операционный и финансовый риск, в отчетном году относительно высок; это связано с увеличением риска, как операционного, так и финансового.

Таблица 6.17. Расчет рыночной стоимости собственного капитала

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Коэффициент $\beta$ вида деятельности	0,70	0,70
Безрисковая доходность в сумме с премиями за специфические риски, %	14,01	16,39
Рыночная премия за риск, %	6,00	6,00
Соотношение постоянных и переменных расходов	0,36	0,44
Соотношение заемного и собственного капитала	0,07	0,52
Коэффициент $\beta$ для организации	1,00	1,40
Стоимость собственного капитала, %	20,02	24,77

Расчет средневзвешенной стоимости капитала представлен в табл. 6.18. Как отмечалось ранее, в инвестированном капитале преобладает собственный капитал, доля которого в отчетном году составила 65,7%. Структура капитала становится более рискованной и дешевой, именно поэтому средневзвешенная стоимость капитала, рассчитанная по рыночным и фактическим ставкам, снижается. Снижение рыночной стоимости капитала не существенно, поскольку при уменьшении удельного веса наиболее дорогого источника капитала — собственного капитала он становится дороже вследствие увеличения операционного и финансового риска. Фактическая стоимость капитала значительно выше рыночной вследствие очень высокой фактической стоимости собственного капитала, измеряемой его рентабельностью.

Для того чтобы дать оценку средневзвешенной стоимости капитала, а также сделать вывод относительно того, создает организация

стоимость или разрушает ее, необходимо рассчитать рентабельность инвестированного капитала. По полученным значениям можно сделать вывод о том, что организация создает стоимость, поскольку рентабельность инвестированного капитала превышает средневзвешенную стоимость капитала, рассчитанную по рыночным ставкам. Однако спред снизился почти в 3 раза — с 16,58 до 5,56%, что связано со снижением рентабельности инвестированного капитала с 35,9 до 24,9%.

**Таблица 6.18. Расчет средневзвешенной стоимости инвестированного капитала**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Инвестированный капитал, %	5 671 995	9 484 910
в том числе		
Удельный вес собственного капитала в инвестированном капитале, %	93,63	65,69
Удельный вес долгосрочных обязательств, %	6,37	16,83
Удельный вес краткосрочных кредитов и займов, %	—	17,48
Фактическая стоимость собственного капитала, %	38,21	37,24
Средняя рыночная стоимость собственного капитала, %	20,02	24,77
Средняя фактическая стоимость привлеченных кредитов и займов, %	3,39	1,68
Средний процент по заемному капиталу, %	13,00	12,00
Средневзвешенная стоимость инвестированного капитала, %		
по фактическим ставкам	35,94	24,89
по рыночным ставкам,	19,36	19,33
Чистая операционная прибыль, тыс. руб.	2 038 527	2 360 577
Рентабельность инвестированного капитала, %	35,94	24,89
Спред, %	16,58	5,56

Далее была рассчитана базовая прибыль, на размер которой структура финансирования также оказывает существенное влияние (табл. 6.19). Как показали расчеты, базовая прибыль увеличилась на 14,24 руб. на акцию, или на 14,32%.

Таблица 6.19. Расчет базовой прибыли

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>	<i>Темп прироста</i>
Операционная прибыль, тыс. руб.	2 739 492	3 179 368	16,06
Заемный капитал, тыс. руб.	361 412	3 254 245	800,43
Средняя ставка по заемному капиталу, %	3,39	1,68	(50,56)
Расчетная ставка налогообложения прибыли, %	25,6	25,8	0,65
Количество акций	20 411 300	20 411 300	—
Чистая прибыль, тыс. руб.	2 029 413	2 320 093	14,32
Базовая прибыль, руб./ акция	99,43	113,67	14,32

Результаты факторного анализа базовой прибыли приведены в табл. 6.20.

Таблица 6.20. Факторный анализ базовой прибыли

<i>Фактор</i>	<i>Влияние</i>		<i>Ранг фактора</i>
	<i>Пункты</i>	<i>%</i>	
Операционная прибыль	16,04	112,6	1
Заемный капитал	(3,57)	(25,1)	2
Средняя ставка по заемному капиталу	2,03	14,3	3
Расчетная ставка налогообложения прибыли	(0,25)	(1,8)	4
Количество акций	—	—	5
Базовая прибыль	14,24	100,00	

Расчеты позволяют сделать следующие выводы. Основной фактор увеличения базовой прибыли — рост операционной прибыли (доля влияния 112,6%), также положительно на базовую прибыль повлияло снижение процентной ставки по заемному капиталу. Отрицательное влияние оказало увеличение заемного капитала, а также незначительное увеличение расчетной ставки по налогу на прибыль. Количество акций не изменилось — этот фактор влияния на базовую прибыль не оказал. Увеличение операционной прибыли на 16,06% было явно недостаточным при таком существенном увеличении заемного капитала (на 800,43%). Результаты анализа позволяют сделать заключение о несущественности влияния структуры финансирования на величину базовой прибыли, определяющее влияние на которую оказывает операционная эффективность бизнеса.

Исследование стратегии финансирования организации необходимо завершить оценкой балансовой и операционной финансовой устойчивости. Наиболее приемлемыми алгоритмами анализа балансовой финансовой устойчивости представляются исследование ликвидности баланса (функциональная модель, табл. 6.21, 6.22), установление типа финансовой устойчивости организации (табл. 6.23) и расчет относительных показателей (табл. 6.24, 6.25).

Таблица 6.21. Оценка ликвидности баланса  
(функциональный подход)

<i>Показатель</i>	<i>Алгоритм расчета</i>	<i>Начало отчетного года</i>	<i>Конец отчетного года</i>
Капитал собственный и долгосрочные пассивы — внеоборотные активы	$P4 + P3 - A4$	3 091 591	2 849 314
Запасы и НДС — кредиторская задолженность	$A3 - П1$	693 165	1 102 751
Дебиторская задолженность, краткосрочные финансовые вложения и денежные средства — Краткосрочные кредиты и займы	$A2 + A1 - П2$	2 398 426	1 746 563

Таблица 6.22. Предельный анализ ликвидности баланса

<i>Показатель</i>	<i>Значение</i>
Прирост $P4 + P3 - P4$	(242 277)
Прирост $A3 - П1$	409 586
Прирост $A2 + A1 - П2$	(651 863)

Результаты оценки ликвидности баланса организации показывают наличие излишков на начало и на конец года, что свидетельствует о высокой степени финансовой устойчивости организации, несмотря на значительные заимствования в отчетном году. Балансовые излишки снижаются, что можно оценить положительно, поскольку излишняя финансовая устойчивость снижает эффективность бизнеса. Снижение первого излишка связано с тем, что приобретаемые внеоборотные активы организация финансирует не только собственным капиталом и долгосрочными обязательствами, но также и краткосрочными кредитами. Уменьшение третьего излишка связано с тем, что увеличение ликвидных активов было меньше, чем увели-



чение функционально связанных с этими активами обязательств, а именно краткосрочных кредитов.

Таблица 6.23. Установление типа финансовой устойчивости

<i>Показатель</i>	<i>Начало отчетного года</i>	<i>Конец отчетного года</i>
Собственные оборотные средства	2 730 179	1 252 755
Норматив собственных оборотных средств (10% оборотных средств)	433 250	611 205
Дефицит/излишек	2 296 929	641 550
<i>1-й этап анализа</i>		
Собственные оборотные средства	2 730 179	1 252 755
Запасы	1 934 071	2 707 798
Дефицит/излишек источников финансирования запасов	796 108	(1 455 043)
Обеспеченность запасов собственными оборотными средствами, %	141	46
<i>2-й этап анализа</i>		
Собственные оборотные средства и долгосрочные пассивы	3 091 591	2 849 314
Запасы	1 934 071	2 707 798
Дефицит/излишек источников финансирования запасов	1 157 520	141 516
Обеспеченность запасов собственными оборотными средствами и долгосрочными пассивами, %	160	105
<i>3-й этап анализа</i>		
Собственные оборотные средства, долгосрочные пассивы и краткосрочные кредиты и займы («нормальные» источники финансирования)	3 091 591	4 507 000
Запасы	1 934 071	2 707 798
Дефицит/излишек источников финансирования запасов	1 157 520	1 799 202
Обеспеченность запасов собственными оборотными средствами, долгосрочными пассивами и краткосрочными кредитами и займами, %	160	166

Таким образом, несмотря на то что в отчетном году организация придерживаясь весьма агрессивной стратегии финансирования, тем не менее бизнес остался в высокой степени финансово устойчивым.

Оценка типа финансовой устойчивости организации (табл. 6.23) показала, что организация имеет достаточно «нормальных» источников для финансирования операционного цикла. Так, при наличии запасов в сумме со статьей «НДС по приобретенным ценностям» стоимостью 2 707 798 тыс. руб. на конец года организация имеет «нормальных» источников финансирования на сумму 4 507 000 тыс. руб., что обеспечивает ей значительную финансовую устойчивость. Таким образом, на начало года тип финансовой устойчивости можно признать абсолютным, что характеризует организацию как избыточно финансово устойчивую, использующую самую дорогую стратегию финансирования. К концу года тип финансовой устойчивости можно характеризовать как нормальный, обеспечивающий бизнесу вполне приемлемую степень финансовой устойчивости.

Еще один вывод позволяют сделать эти расчеты — вывод о снижении собственных оборотных средств с 2 730 179 тыс. руб. до 1 252 755 тыс. руб., что вызвано активной инвестиционной деятельностью, финансируемой собственным и заемным капиталом.

Оценка балансовой финансовой устойчивости рассматриваемой организации через систему коэффициентов (табл. 6.24—6.26) показала, что коэффициенты ликвидности и структуры капитала находятся на достаточно высоком уровне, в основном выше общепринятых нормативов, хотя их динамика отрицательна. Например, коэффициент текущей ликвидности равен 1,87 при нормативе 1,5. Это объясняется тем, что в структуре финансирования организации краткосрочные источники имеют незначительный удельный вес — 29,4% валюты баланса. Доля этих источников несколько увеличилась к концу года. В этом заключается специфика стратегии финансирования организации: акцент на бессрочные и долгосрочные источники финансирования, наиболее дорогие и устойчивые, что и приводит к высоким относительным показателям финансовой устойчивости. Удельный вес высоколиквидных активов — денежных средств и краткосрочных финансовых вложений — высок, что также увеличивает устойчивость организации и повышает относительные показатели ликвидности.

Таблица 6.24. Коэффициенты ликвидности

<i>Показатель</i>	<i>Начало отчетного года</i>	<i>Конец отчетного года</i>
Общая ликвидность	1,44	0,92
Абсолютная ликвидность	0,256	0,103
Промежуточная ликвидность	1,93	1,04
Текущая ликвидность	3,49	1,87

Таблица 6.25. Коэффициенты структуры финансирования

<i>Показатель</i>	<i>Начало отчетного года</i>	<i>Конец отчетного года</i>
Коэффициент автономии	0,77	0,56
Коэффициент финансовой устойчивости	0,82	0,71
Обеспеченность оборотных активов собственными оборотными средствами	0,63	0,20
Маневренность собственного капитала (отношение собственных оборотных средств к собственному капиталу)	0,51	0,20

Таблица 6.26. Коэффициенты достаточности денежного потока для обслуживания обязательств

<i>Показатель</i>	<i>Начало отчетного года</i>	<i>Конец отчетного года</i>
Степень платежеспособности общая, мес.	1,37	3,09
Степень платежеспособности по кредитам и займам, мес.	0,28	2,03
Степень платежеспособности по кредиторской задолженности, мес.	1,06	1,02
Коэффициент покрытия процентов прибылью	223,67	58,31
Коэффициент покрытия процентов и основной суммы долга прибылью	5,62	0,73
Коэффициент покрытия процентов и основной суммы долга прибылью и амортизацией	6,17	0,80
Отношение долга (кредитов и займов) к сумме прибыли и амортизации	0,11	0,92

Для оценки операционной финансовой устойчивости выполнен расчет показателей, представленных в табл. 6.26. Расчеты показывают, что проблем в обслуживании обязательств у организации, скорее всего, не будет; так, все обязательства организация может погасить приблизительно за три месяца, несмотря на то что в их структуре заметный удельный вес занимают долгосрочные обязательства. Анализ коэффициентов покрытия также позволяет сделать оптимистические выводы относительно финансовой устойчивости организации: уровень коэффициентов достаточно высок, хотя динамика их отрицательна. Коэффициент покрытия процентов равен 58,31 при минимально допустимом значении 2. Это позволяет сделать вывод

о том, что обязательства не чрезмерны ни по отношению к собственному капиталу, ни по отношению к денежным потокам, что является гарантией их своевременного обслуживания. Как показали предыдущие расчеты, рентабельность активов настолько высока, что позволяет организации безболезненно обслуживать привлеченные источники финансирования. Следовательно, организация является финансово устойчивой как по балансовой, так и операционной финансовой устойчивости.

Далее на основе нормативных показателей балансовой и операционной финансовой устойчивости рассчитаны значения источников финансирования организации (табл. 6.27).

**Таблица 6.27. Отклонения фактических размеров источников финансирования от нормативных**

<i>Источник финансирования</i>	<i>Фактическое значение, предыдущий год, тыс. руб.</i>	<i>Нормативное значение, предыдущий год, тыс. руб.</i>	<i>Отклонение, %</i>	<i>Фактическое значение, отчетный год, тыс. руб.</i>	<i>Нормативное значение, отчетный год, тыс. руб.</i>	<i>Отклонение, %</i>
Собственный капитал	5 310 583	3 013 654	(76,2)	6 230 665	5 589 115	(11,5)
Долгосрочные обязательства	361 412	944 816	(61,7)	1 596 559	1 094 406	(45,9)
Краткосрочные кредиты и займы	—	1 355 703	100,0	1 657 686	2 083 260	20,4
Кредиторская задолженность	1 240 906	2 070 619	40,1	1 605 047	2 779 953	42,3
Итого	6 912 901	7 384 792	6,4	11 089 957	11 546 734	4,0

Расчеты показывают, что если на начало года имели место значительные отклонения фактических показателей от нормативных, то к концу года отклонения существенно уменьшились, однако устойчивых источников и на конец года осталось существенно больше, чем могло бы быть.

Таким образом, резко изменившейся структуре баланса организации может быть признана финансово устойчивой благодаря своим значительным и устойчивым денежным потокам, поэтому финансовую политику организации можно оценивать положительно. Оценивая стратегию финансирования как консервативную, но рациональную в данных условиях, можно дать следующие характеристики организации с точки зрения использования ею перечисленных источников финансирования.

1. Нераспределенная прибыль:

- организация имеет долгосрочные цели в бизнесе, поскольку значительная часть прибыли используется на его развитие;
- структура собственного капитала улучшается, поскольку увеличивается доля накопленного капитала, что повышает кредитоспособность организации и ее привлекательность для внешних кредиторов и инвесторов;
- снижается финансовый риск за счет использования бессрочного источника — нераспределенной прибыли.

2. Лизинг:

- организация имеет выигрыш от эффекта финансового рычага — рост рентабельности собственного капитала, поскольку лизинговый процент ниже рентабельности активов;
- организация имеет возможность эксплуатировать активы, не осуществляя значительных платежей в счет их приобретения;
- организация использует легальные методы налоговой оптимизации, в частности имеет экономию по налогу на имущество. Кроме того, достигается определенная экономия по налогу на прибыль, поскольку арендные платежи включаются в расходы организации.

3. Долгосрочные и краткосрочные банковские кредиты:

- организация имеет выигрыш от эффекта финансового рычага, поскольку процент по кредитам и займам ниже рентабельности активов;
- организация имеет возможность проводить активную инвестиционную политику и тратить значительные суммы на приобретение внеоборотных активов, что было бы невозможно, если бы она ориентировалась только на собственные источники;
- снижается налоговая нагрузка, поскольку процентные платежи, включаемые в расходы до налогообложения, уменьшают платежи по налогу на прибыль.

Базовые направления финансовой политики следующие.

1. Поскольку организация имеет избыточный запас финансовой прочности, ей целесообразно увеличивать долговую нагрузку, используя при этом заемные средства для осуществления инвестиционной программы. Привлечение долгосрочных источников для финансирования инвестиций целесообразно в объеме, равном приросту внеоборотных активов и запасов за вычетом нераспределенной прибыли.

2. Привлечение краткосрочных источников целесообразно в объеме, равном приросту дебиторской задолженности и высоколиквидных активов за вычетом прироста кредиторской задолженности.

3. Целесообразно дальнейшее использование лизинга как способа осуществления инвестиционной деятельности.

### 6.3. Разработка дивидендной политики

Дивиденды — часть чистой прибыли акционерного общества (прибыли отчетного года и прошлых лет), изымаемая его акционерами пропорционально их долям в уставном капитале. Начисление и выплата дивидендов могут осуществляться по итогам квартала, полугодия, девяти месяцев или финансового года в целом. В западных странах выплаты осуществляют обычно два раза в год (по результатам полугодия и окончательные — по результатам года). Решение о выплате дивидендов принимается общим собранием, но размер дивидендов не может быть больше рекомендованного советом директоров.

Дивидендная политика затрагивает три основных вопроса:

- какая часть прибыли должна быть выплачена;
- какую сумму дивидендов на одну акцию надо выплачивать;
- должна ли организация поддерживать стабильный рост дивидендов.

В процессе разработки рациональной дивидендной политики необходимо учитывать следующее:

**1. Предпочтения участников.** Частные мелкие инвесторы, как правило, предпочитают дивиденды, в то время как стратегические инвесторы — капитализацию прибыли и получение дохода за счет роста курса.

**2. Наличие высокорентабельных проектов.** При наличии проектов значительная часть прибыли должна оставаться в организации. Для оценки целесообразности инвестиций используется рентабельность собственного капитала: если уровень рентабельности выше рентабельности альтернативных вложений, дивидендные выплаты должны быть минимальны.

**3. Целевая структура капитала.** Если организация характеризуется низкой финансовой устойчивостью, а в целевой структуре капитала удельный вес собственного капитала более высок, чем фактический, то значительная часть прибыли должна оставаться в организации. Для оценки используются показатели финансовой устойчивости, а именно показатели структуры капитала — при их низком значении дивиденды не выплачиваются.

**4. Доступность и стоимость внешнего капитала.** Если такие источники доступны, то организация может более гибко подходить к вопросу о выплате дивидендов. Для оценки используется уровень фактической процентной ставки по привлекаемому заемному капиталу. Если она находится на достаточно низком уровне, то дивиденды выплачивают при условии устойчивости структуры финансирования.

5. *Наличие у организации ликвидных ресурсов.* Чем их больше, тем больше возможность организации выплачивать дивиденды. При этом надо учитывать, что наличие чистой прибыли не гарантирует наличия большого остатка денежных средств. Для оценки используются показатели ликвидности.

6. *Стабильность прибыли.* Если прибыль нестабильна, то дивидендные выплаты должны быть ниже. Для оценки стабильности прибыли используются такие показатели, как среднее квадратическое отклонение прибыли, коэффициент вариации прибыли.

7. *Фаза жизненного цикла предприятия.* На фазе роста большие дивидендные выплаты не осуществляются; на фазе зрелости и ухода с рынка выплаты дивидендов максимальны.

8. *Законодательные ограничения* на принятие решения о выплате дивидендов и выплату дивидендов. В частности, такие решения не могут быть приняты, если организация отвечает признакам несостоятельности (банкротства) или если признаки появятся в результате выплаты дивидендов; если стоимость чистых активов организации меньше ее уставного капитала, резервного фонда и превышения номинальной стоимости, определенной уставом, ликвидационной стоимостью размещенных привилегированных акций либо станет меньше их размера в результате принятия такого решения.

В основе разработки дивидендной политики лежит понимание того, что предпочитают акционеры: текущий доход — дивиденды или капитальный доход — рост стоимости акций. Влияние дивидендной политики на стоимость акции показывают формулы Уолтера и Гордона. Одна из первых дивидендных моделей — формула Уолтера имеет вид

$$p_a = \frac{D + \frac{P_k}{k_s} \cdot (P_q - D)}{k_s},$$

где  $p_a$  — стоимость обыкновенной акции;

$D$  — размер дивидендов;

$P_k$  — рентабельность собственного капитала;

$k_s$  — стоимость собственного капитала;

$P_q$  — чистая прибыль.

Из формулы следует, что если рентабельность собственного капитала превышает его стоимость (соотношение рентабельности и стоимости превышает единицу), то выгодно дивиденды не выплачивать; в этом случае числитель формулы и, следовательно, стоимость обыкновенной акции будут увеличиваться.

Формула Гордона имеет вид

$$P_a = \frac{D}{k_s - g} = \frac{D}{k_s - k_k \cdot P_k},$$

где  $g$  — темп устойчивого роста;

$k_k$  — коэффициент капитализации прибыли.

Из формулы Гордона следует, что чем больше коэффициент капитализации прибыли, тем выше устойчивый темп роста и больше стоимость акции.

Существует несколько теоретических подходов к обоснованию дивидендной политики.

**1. Теория иррелевантности дивидендов.** Эта теория обосновывает пассивную роль дивидендов, поскольку предполагается, что для компании, действующей в интересах своих акционеров, выплата дивидендов — второстепенный элемент финансовой политики. Теория иррелевантности дивидендов основывается на следующих допущениях:

- доходы физических и юридических лиц налогом не облагаются;
- отсутствуют транзакционные затраты (в частности, на выпуск акций);
- инвесторам безразличен выбор между дивидендами и доходом в виде роста курса (самый уязвимый пункт);
- инвестиционная политика организации независима от дивидендной;
- инвесторы и менеджеры имеют одинаковую информацию о будущих возможностях инвестирования.

Основной постулат этой теории заключается в том, что политика выплаты дивидендов, как и структура капитала, не влияет на стоимость компании при условии, что политика не влияет на бюджет капиталовложений и поведение всех инвесторов рационально. Так происходит потому, что каждый рубль, выплаченный в виде дивидендов, уменьшает нераспределенную прибыль и снижает возможности выплат дивидендов в следующих периодах. Таким образом, рубль, выплаченный сегодня в виде дивидендов, эквивалентен дивидендам, полученным в будущем, которые, будучи дисконтированными, будут равны той же величине. Таким образом, стоимость компании определяется ее способностью приносить прибыль и степенью риска, поэтому дивидендная политика должна строиться по остаточному принципу, а дивиденды должны выплачиваться, если профинансированы все эффективные инвестиционные проекты.

**2. Теория «синицы в руках».** Эта теория обосновывает активную роль дивидендов и утверждает, что допущения теории иррелевантности дивидендов слишком далеки от действительности, а акционерам не безразлично, в какой форме они получают доход: в виде текущего



или капитального дохода. В соответствии с этой теорией текущий доход в виде дивидендов для акционеров предпочтительнее, поскольку дивиденды характеризуются меньшей степенью риска, чем капитальный доход. Инвесторы в большей степени заинтересованы в дивидендах, поэтому невыплаты увеличивают рискованность их вложений и повышают стоимость собственного капитала, поскольку текущая доходность акций обладает меньшей степенью риска, чем капитальная доходность. При оценке стоимости акций акционеры учитывают долю прибыли, выплачиваемую в виде дивидендов. Кроме того, в пользу выплат дивидендов говорит то, что выплата дивидендов свидетельствует об эффективности менеджмента.

**3. Теория налоговой дифференциации.** Эта теория утверждает, что на дивидендную политику влияет система налогообложения. Если ставки налогообложения капитального дохода ниже, чем текущего, и при этом платежи по налогу на капитальный доход отсрочены, акционерам предпочтительнее капитальный доход. Поскольку в западных странах дивиденды облагаются по более высоким ставкам, чем прирост капитала, и налог на прирост капитала отсрочен до тех пор, пока эти акции не будут проданы, то акционеры будут предпочитать реинвестирование прибыли. В России дивиденды облагаются по ставке 9%, а прирост капитала — по ставке 20%, поэтому единственный фактор в пользу этой теории — отсрочка по налогу на прирост курса, поскольку заплачен он будет только в момент продажи акций.

Для реализации дивидендной политики используются различные методики дивидендных выплат.

**1. Методика постоянного процентного распределения прибыли.** Эта методика предполагает стабильность соотношения между капитализируемой и распределяемой прибылью. При этом размер выплачиваемых дивидендов будет нестабилен, его колебания будут зависеть от динамики прибыли — именно в этом заключается основной недостаток этой методики. Индикаторами методики будут стабильность коэффициента дивидендных выплат и реинвестирования прибыли и нестабильность дивидендов, приходящихся на одну акцию. Эта методика приемлема при относительной стабильности прибыли организации.

**2. Методика фиксированных дивидендных выплат.** В соответствии с этой методикой организация обеспечивает стабильность дивидендных выплат, повышая их по мере увеличения прибыли. Стабильность выплат при возможном снижении прибыли обеспечивается за счет прибыли прошлых лет или специально формируемых фондов. Эта политика в большей степени, чем предыдущая, учитывает интересы акционеров. Индикатором политики служит стабильность дивидендов, приходящихся на одну акцию.

**3. Методика выплат гарантированного минимума и экстрадивидендов.** Эту методику целесообразно применять организациям, у которых прибыль имеет крайне нестабильный характер. В этом случае целесообразно гарантировать минимальный уровень дивидендов, а затем в периоды высокой конъюнктуры и существенно увеличившейся прибыли выплачивать экстрадивиденды. Недостатком методики является нестабильность дивидендных выплат, что приводит к росту рискованности организации в глазах ее акционеров. Индикатором такой политики служит относительная стабильность дивидендов, приходящихся на одну акцию, и их невысокий уровень; в отдельные периоды будет происходить значительное увеличение дивидендных выплат.

**4. Методика выплат по остаточному принципу.** В этом случае потребности организации в финансировании инвестиционных программ ставятся выше интересов акционеров, поскольку при принятии решения о выплате дивидендов предварительно рассматривается бюджет капитальных вложений и возможности его финансирования за счет прибыли, и только в случае превышения чистой прибылью потребностей в финансировании капитальных вложений принимается решение о выплате дивидендов. Индикатором такой политики служит существенный уровень реинвестирования прибыли и несущественные нестабильные дивиденды, приходящиеся на одну акцию.

**5. Методика выплат дивидендов акциями.** В рамках методики предполагается увеличение уставного капитала и дополнительный выпуск акций за счет имущества — за счет нераспределенной прибыли. В этом случае вся прибыль остается в организации, а акционеры получают дополнительные акции пропорционально имеющимся. Выплата дивидендов акциями используется, если компания заинтересована в снижении курса акции. Индикатором такой политики служит отсутствие дивидендных выплат, с одной стороны, и увеличение уставного капитала за счет дополнительного выпуска акций, размещаемых по закрытой подписке, — с другой.

Сравнительная характеристика методик дивидендных выплат представлена в табл. 6.28.

Фактически реализуемая компаниями дивидендная политика, как правило, характеризуется следующими свойствами:

- 1) организации предпочитают финансироваться за счет внутренних источников, т.е. за счет прибыли и амортизации;
- 2) организации устанавливают целевое значение коэффициента дивидендных выплат, который учитывает инвестиционные потребности и ожидаемые денежные потоки;
- 3) дивиденды стабильны в краткосрочной перспективе. Организации формируют специальный резервный фонд;

Таблица 6.28. Сравнительная характеристика методик дивидендных выплат

<i>Показатель</i>	<i>Постоянное процентное распределение прибыли</i>	<i>Фиксированные дивидендные выплаты</i>	<i>Выплата гарантированного минимума и экстрадивидендов</i>	<i>Выплата по остаточному принципу</i>	<i>Выплата дивидендов акциями</i>
Коэффициент дивидендных выплат	Постоянный	Непостоянный, достаточно существенный, никогда не равен нулю	Непостоянный, незначительный, не равен нулю, повышается в период высоких прибылей	Непостоянный, в период повышенной инвестиционной активности — нулевой или минимальный	Всегда равен нулю
Потребность во внешнем финансировании	Существенная	Максимальная	Средняя	Минимальная	Минимальная
Дивиденды на одну акцию	Нестабильные	Стабильные, растут	Минимальные, в отдельные периоды резко возрастают	Небольшие, могут быть равными нулю	Отсутствуют
Вид доходности (текущая, капитальная)	Текущая и капитальная	В основном текущая	В основном капитальная	В основном капитальная	Только капитальная
Темп роста компании (капитализация)	Средний	Минимальный	Существенный	Максимальный	Максимальный

4) если денежный поток организации превышает ее инвестиционные возможности, она инвестирует их в ценные бумаги или погашает задолженность;

5) если организации не хватает собственных источников, она заимствует, если они избыточны — погашает ранее привлеченный заемный капитал. Организации предпочитают сохранять заемный потенциал, чтобы иметь возможность привлекать заемный капитал, а не выпускать акции. Выпуск акций воспринимается следующим образом: поскольку менеджеры действуют в интересах существующих акционеров, а не потенциальных, то при хороших перспективах они будут воздерживаться от выпуска акций, при плохих — будут выпускать акции. Поэтому цена размещения, как правило, занижена, а дополнительная эмиссия вызывает снижение курса акций.

Для оценки дивидендной политики используются следующие аналитические показатели.

*Коэффициент дивидендных выплат* — показывает, какая часть прибыли направляется на выплату дивидендов:

$$k_{\text{дв}} = \frac{D}{\Pi_{\text{ч}}},$$

где  $\Pi_{\text{ч}}$  — чистая прибыль.

*Коэффициент капитализации (реинвестирования) прибыли* — показывает, какая часть прибыли остается в качестве нераспределенной:

$$k_{\text{к}} = \frac{\Pi_{\text{н}}}{\Pi_{\text{ч}}},$$

где  $\Pi_{\text{н}}$  — нераспределенная прибыль.

*Дивидендный выход* — один из показателей рыночной привлекательности обыкновенных акций, рассчитывается как отношение дивиденда, приходящегося на одну акцию, к прибыли, приходящейся на одну акцию. Этот показатель равен коэффициенту дивидендных выплат. Чем больше полученное значение, тем большая часть прибыли направляется на выплату дивидендов.

*Базовая прибыль (убыток) на акцию* определяется как отношение базовой прибыли (убытка) отчетного периода к средневзвешенному количеству обыкновенных акций, находящихся в обращении в течение отчетного периода. Базовая прибыль рассчитывается как чистая прибыль, уменьшенная на размер дивидендов по привилегированным акциям, начисленным за отчетный год. Для оценки базовой прибыли, приходящейся на одну акцию, необходимо соотнести этот показатель с рыночной стоимостью акции. Полученное соотношение будет характеризовать потенциальную доходность вложений в акцию, которая не должна быть ниже альтернативной доходности с сопоставимым уровнем риска.

*Разводненная прибыль на акцию* показывает максимально возможную степень уменьшения прибыли, приходящейся на одну обыкновенную акцию акционерного общества, в случаях:

- конвертации всех конвертируемых ценных бумаг акционерного общества в обыкновенные акции;
- исполнения всех договоров купли-продажи обыкновенных акций по цене ниже их рыночной стоимости.

Показатель «разводненная прибыль» характеризует потенциальное снижение базовой прибыли на одну акцию, которое может произойти в результате возможного выпуска в будущем акций без увеличения активов организации. Таким образом, чем ниже разводненная прибыль относительно базовой, тем более рискованны вложения в акции, поскольку в будущем вероятно снижение базовой прибыли, приходящейся на одну акцию. Разводненная прибыль может быть равна базовой; это означает, что структура капитала предприятия «простая», т.е. у него нет ни конвертируемых ценных бумаг, ни опционов и warrants, которые допускали бы возможность продажи акций по цене, ниже их рыночной стоимости.

*Показатель «дивиденды, приходящиеся на одну акцию»* рассчитывается как отношение прибыли, направляемой на выплату дивидендов по обыкновенным акциям, к количеству обыкновенных акций.

*Показатель «дивидендная доходность» (ставка дивиденда)* характеризует текущую доходность вложений в акции:

$$C_d = \frac{D}{K} \cdot 100,$$

где  $D$  — размер дивидендов приходящихся на акцию;

$K$  — балансовая или рыночная цена акции.

Оценивая ставку дивидендов, рассчитанную с использованием балансовой стоимости акции, необходимо учитывать, что результат расчетов искажен настолько, насколько стоимость чистых активов отличается от рыночной стоимости собственного капитала. Уровень ставки дивиденда в общем случае должен быть выше уровня депозитных процентных ставок, однако поскольку доход акционера включает и капитальный доход, то ставка дивиденда может быть и низкой при наличии роста рыночной цены акций. То есть общая доходность вложений в акции, рассчитываемая как сумма дивидендной доходности и темпа прироста курса акций, должна превышать альтернативную доходность вложений акционеров. Для оценки темпа роста курса акции используется показатель «темпа прироста чистых активов организации», который характеризует темп роста балансовой стоимости акции.

Политику предприятия в прошлые периоды его деятельности в части использования прибыли характеризует размер нераспределенной прибыли, который показывает всю накопленную за период деятельности организации прибыль (при этом надо учитывать, что часть нераспределенной прибыли может быть использована на увеличение уставного капитала). Чем больше накопленная нераспределенная прибыль, тем большая часть прибыли оставалась в организации, обеспечивая ее развитие. При разработке дивидендной политики надо учитывать, что при наличии аргументов как в пользу распределения прибыли, так и в пользу ее использования в качестве источника для развития более эффективна политика использования большей части прибыли как источника развития организации. Такая политика обеспечивает устойчивый рост бизнеса, повышает его кредитоспособность и инвестиционную привлекательность.

**Анализ ситуации.** Показатели, необходимые для оценки дивидендной политики ОАО «XYZ», представлены в табл. 6.29. Позиция организации неоднозначна: в предыдущем году дивиденды не выплачивались вообще, а в отчетном году значительная часть прибыли (60%), была выплачена акционерам. В прошлом организация придерживалась политики капитализации значительной части прибыли, поскольку за счет накопленной прибыли сформировано 55,3% стоимости всего имущества организации общей стоимостью 11 089 957 тыс. руб.

Таблица 6.29. Показатели дивидендной политики организации

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Чистая прибыль	2 029 413	2 320 093
В том числе направлено		
на увеличение резервного капитала	21	—
на выплату дивидендов	—	1 400 011
на увеличение нераспределенной прибыли	2 029 392	920 082
Коэффициент дивидендных выплат, %	—	60,34
Коэффициент реинвестирования чистой прибыли, %	100,00	39,66

Методику дивидендных выплат идентифицировать достаточно сложно (табл. 6.30), поскольку в отчетном году она существенно изменилась. Это не методика постоянного процентного распределения прибыли, поскольку распределение прибыли в отчетном году кардинально отличается от ее распределения в предыдущем; это

также не методика фиксированных дивидендных выплат и не методика гарантированного минимума, поскольку в предыдущем году дивиденды не выплачивались вообще; это не методика выплат по остаточному принципу, потому что в отчетном году, когда осуществлялись значительные инвестиции, были выплачены большие дивиденды, при этом были привлечены банковские кредиты. И это не методика выплат дивидендов акциями, поскольку уставный капитал не увеличивался и, следовательно, акции не эмитировались. Анализируя эту противоречивую информацию, можно сделать заключение, что организация придерживалась в предыдущих периодах методики выплат по остаточному принципу, а в отчетном году перешла к методике фиксированных выплат. Такое изменение методики дивидендных выплат вызвано изменением интересов собственников и их стратегии финансирования развития бизнеса.

Таблица 6.30. **Идентификация методики дивидендных выплат**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Чистая прибыль, тыс. руб.	2 029 413	2 320 093
Дивиденды, тыс. руб.	—	1 400 011
Коэффициент дивидендных выплат, %	—	60,34
Дивиденды на 1 акцию, руб./акция	—	68,59
Прибыль на 1 акцию, руб./акция	99,43	113,67
Платежи по инвестиционной деятельности, тыс. руб.	1 269 630	3 042 129
Поступления по финансовой деятельности, тыс. руб.	888 220	4252 071

Оценка эффективности вложений в акции (табл. 6.31), показывает их достаточно высокую инвестиционную привлекательность; в частности, об этом свидетельствуют такие показатели, как базовая прибыль на обыкновенную акцию, дивиденды на акцию, балансовая стоимость акции, доходность вложений в акции. Так, доходность вложений в акции составила в отчетном году 37,24%, из которых 22,47% — текущая доходность. Уровень доходности вложений в акции достаточно высок, он превышает средний уровень альтернативной доходности — 25% годовых. Разводненная прибыль совпадает с базовой, равной 113,7 руб. на акцию. Это означает, что структура капитала простая и нет вероятности снижения базовой прибыли по причине увеличения количества акций без адекватного увеличения

стоимости активов. Оценка темпа прироста балансовой стоимости одной обыкновенной акции показала, что темп прироста достаточно высок и свидетельствует о высокой инвестиционной привлекательности акций для инвесторов. Такой уровень показателей связан с высокой операционной эффективностью бизнеса.

Таблица 6.31. Показатели доходности акций

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Количество акций, шт.	20 411 300	20 411 300
Стоимость чистых активов, тыс. руб.	5 312 156	6 231 750
Чистая прибыль, тыс. руб.	2 029 413	2 320 093
Дивиденды начисленные (форма № 3), тыс. руб.	—	1 400 011
Задолженность участникам по выплате доходов, тыс. руб.	—	—
Дивиденды и проценты выплаченные (форма № 4), тыс. руб.	12 762	1 353 338
Проценты начисленные (форма № 2), тыс. руб.	12 248	54 526
Базовая прибыль (убыток) на акцию, тыс. руб.	99,4	113,7
Разводненная прибыль (убыток) на акцию, тыс. руб.	99,4	113,7
Дивиденды на акцию, тыс. руб.	—	68,6
Балансовая стоимость обыкновенной акции, руб.	260,3	305,3
Текущая доходность (отношение дивидендных выплат к балансовой стоимости акции), %	—	22,47
Капитальная доходность (темпы прироста собственного капитала), %	38,2	14,8
Общая доходность вложений (фактическая стоимость собственного капитала), %	38,21	37,24

Оценка адекватности дивидендной политики показала, что предприятию следует придерживаться методики постоянного процентного распределения прибыли, поскольку прибыль в этом бизнесе достаточно стабильна и может обеспечить достойный текущий доход акционерам. Значительная часть прибыли должна оставаться в качестве нераспределенной для финансирования развития бизнеса и обеспечения его устойчивого роста. В пользу такой политики говорят почти все показатели, приведенные в табл. 6.32. В частности, о возможности дивидендных выплат свидетельствует наличие доста-



точного объема ликвидных ресурсов, доля которых в составе оборотных, как это было выяснено ранее, явно избыточна; финансовая устойчивость организации, обеспечиваемая накопленным собственным капиталом; значительная стоимость чистых активов, обеспечивающая возможность принятия решения о выплате дивидендов. Однако высокая рентабельность собственного капитала и реализуемая на предприятии масштабная инвестиционная программа являются аргументами в пользу капитализации прибыли.

С учетом всех этих обстоятельств в прогнозном периоде принят коэффициент дивидендных выплат 40%.

Таблица 6.32. **Обоснование дивидендной политики**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Наличие высоколиквидных активов в процентах относительно норматива (3% оборотных активов)	244	183
Коэффициент автономии, %	77	56
Обеспеченность оборотных активов собственными оборотными средствами	0,630	0,205
Плечо финансового рычага	0,07	0,52
Превышение стоимостью чистых активов уставного капитала и резервного фонда, тыс. руб.	5 311 921	6 231 515
Рентабельность собственного капитала, %	38,21	37,24

## Управление инвестиционной деятельностью

### 7.1. Оценка инвестиционной привлекательности организации

Одной из важнейших задач финансового менеджмента является управление инвестициями и разработка инвестиционной политики. Решение об инвестировании ресурсов — одно из важнейших финансовых решений и ведущий фактор развития бизнеса как системы. Под *инвестиционной привлекательностью организации* понимается совокупность характеристик, позволяющая инвестору определить, насколько тот или иной объект инвестирования привлекательнее других. В частности, к таким характеристикам относятся: рентабельность собственного и инвестированного капитала, коэффициенты ликвидности и платежеспособности, показатели эффективности использования собственного и заемного капитала, показатели динамики развития бизнеса, характеристики его конкурентной позиции на рынке. Таким образом, оценка инвестиционной привлекательности организации включает оценку ее доходности и рискованности.

Современные подходы к оценке инвестиционной привлекательности компании предусматривают учет нефинансовых факторов, например скорость выхода на рынок, стратегические цели компании, опыт управленческой команды, прозрачность бизнеса, условия конкуренции. Кроме того, при оценке инвестиционной привлекательности необходимо идентифицировать фазу жизненного цикла предприятия, учитывая при этом, что наиболее инвестиционно привлекательны предприятия, находящиеся на первых двух стадиях жизненного цикла.

Анализ инвестиционной привлекательности организации, проводимый в интересах ее собственников и потенциальных инвесторов, направлен в первую очередь на оценку изменения стоимости бизнеса, поскольку именно потенциальная возможность увеличения капитализации бизнеса — самое важное свидетельство инвестиционной привлекательности организации. Эта возможность определяется эффективностью деятельности организации, т.е. соотношением рентабельности инвестированного капитала и средневзвешенной

стоимости капитала, от которого зависит, способна ли организация наращивать собственный капитал, увеличивая свою стоимость, а следовательно, повышать благосостояние своих собственников.

Оценка инвестиционной привлекательности организации заключается в расчете показателей инвестиционного анализа: чистой приведенной стоимости (net present value, NPV), которая показывает возможный прирост стоимости бизнеса в результате инвестирования в нее капитала; внутренней нормы доходности (internal rate of return, IRR), которая характеризует рентабельность инвестированного в организацию капитала; срока окупаемости (payback period, PP) инвестированного капитала, который показывает период, в течение которого инвестированный капитал вернется инвестору, обеспечив ему при этом требуемую доходность, и индекса прибыльности (profitability index, PI), который характеризует, какую отдачу получит инвестор на один рубль инвестированного капитала. Кроме того, для оценки инвестиционной привлекательности действующей организации рассчитывается доходность инвестиций по денежному потоку (cash flow return on investment, CFROI), определяемая через денежные потоки за средний период жизни активов. Этот показатель более точно характеризует инвестиционную привлекательность организации в условиях когда:

- организация имеет долгосрочные внеоборотные активы;
- внеоборотные активы преобладают в активах организации;
- амортизируемое имущество характеризуется значительным уровнем износа;
- инвестиции во внеоборотные активы осуществляются нерегулярно.

Расчеты показателей инвестиционного анализа проводятся двумя способами. В первом предполагается, что размер инвестиций равен инвестированному капиталу, который генерирует денежный поток, равный сумме чистой операционной прибыли и амортизации. В течение расчетного периода, равного остаточному сроку полезного использования амортизируемого имущества, осуществляются инвестиции в размере амортизации, поэтому в итоге денежный поток равен чистой операционной прибыли. Такой денежный поток инвестор получает в течение остаточного срока полезного использования, по завершении которого он, кроме того, получает ликвидационную стоимость. Ликвидационная стоимость включает оборотный капитал, остаточную стоимость внеоборотных активов, а также осуществленные инвестиции, но поскольку инвестиции равны амортизации, то ликвидационная стоимость на конец расчетного периода равна инвестированному капиталу на начало расчетного периода.

Во втором способе предполагается, что размер инвестиций равен инвестированному капиталу и накопленной амортизации, т.е. инвестированный капитал рассчитывается как сумма первоначальной стоимости внеоборотных активов и оборотного капитала. Инвестированный капитал генерирует денежный поток, равный сумме чистой операционной прибыли и амортизации; текущие инвестиции при этом не осуществляются. Такой денежный поток инвестор получает в течение нормативного срока полезного использования амортизируемого имущества, по завершении которого он дополнительно получает ликвидационную стоимость инвестиций, равную сумме оборотного капитала и неамортизируемых внеоборотных активов. В этом варианте расчетов ликвидационная стоимость существенно меньше инвестированного капитала на начало расчетного периода.

Первый способ предполагает расчет внутренней нормы доходности, второй — доходности инвестиций по денежному потоку.

Краткая характеристика двух способов оценки инвестиционной привлекательности действующей организации представлена в табл. 7.1.

Оценка инвестиционной привлекательности действующей организации с помощью показателей инвестиционного анализа используется для оценки перспективности не всех, а только первого из перечисленных возможных направлений инвестиционных вложений:

- поддержания и расширения деятельности (простое и расширенное воспроизводство);
- изменения вида деятельности (прекращения одного и начала другого);
- модернизации производства в рамках осуществляемой деятельности;
- начала нового вида деятельности (выпуска новой продукции) в рамках расширения бизнеса;
- приобретения новых бизнесов через получение контроля над дочерними и зависимыми обществами.

Таким образом, оценка инвестиционной привлекательности может быть выполнена только для инвестиций в рамках осуществляемой деятельности, поскольку в этом случае возможно использование сложившихся показателей эффективности деятельности организации для оценки инвестиционной привлекательности и целесообразности будущих инвестиций.

При этом предполагается, что основные показатели эффективности деятельности останутся на сложившемся в отчетном периоде уровне. Преимуществом такого рода расчетов является то, что они строятся на основе показателей отчетности, поэтому доступны потенциальным пользователям информации; с другой стороны, расче-

ты основываются на общепринятых показателях инвестиционного анализа, поэтому их можно сравнивать с показателями альтернативных направлений вложения средств.

**Таблица 7.1. Сравнительная характеристика способов оценки инвестиционной привлекательности**

<i>Показатели инвестиционного анализа</i>	<i>Первый способ</i>	<i>Второй способ</i>
Инвестированный капитал	Сумма остаточной стоимости внеоборотных активов и оборотного капитала	Сумма первоначальной стоимости внеоборотных активов и оборотного капитала
Денежный поток	Чистая операционная прибыль	Сумма чистой операционной прибыли и амортизации
Ликвидационная стоимость	Сумма остаточной стоимости внеоборотных активов на конец расчетного периода, амортизации и оборотного капитала	Сумма неамортизируемых внеоборотных активов и оборотного капитала
Период расчета	Остаточный срок полезного использования амортизируемого имущества	Нормативный срок полезного использования амортизируемого имущества
Дисконт	Средневзвешенная стоимость инвестированного капитала	Средневзвешенная стоимость инвестированного капитала
Рассчитываемые показатели	Чистая приведенная стоимость, индекс прибыльности, внутренняя норма доходности, модифицированная внутренняя норма доходности, срок окупаемости, эквивалентный аннуитет, приведенная стоимость эквивалентного аннуитета	Чистая приведенная стоимость, индекс прибыльности, доходность инвестиций по денежному потоку, модифицированная доходность инвестиций по денежному потоку, срок окупаемости, эквивалентный аннуитет, приведенная стоимость эквивалентного аннуитета

Расчеты основаны на допущении того, что получаемые доходы стабильны в течение расчетного периода, поэтому расчетные формулы представляют собой формулы ренты постнумерандо.

*Последовательность расчетов первым способом такова.*

*Чистая приведенная стоимость (NPV), которая является основным показателем инвестиционного анализа и в данном случае показывает, создает ли организация стоимость и каким образом изменится размер инвестированного капитала за остаточный срок полезного использования амортизируемого имущества, определяется по формуле, первое слагаемое в которой представляет собой настоящую стоимость ренты, т.е. настоящую стоимость чистой операционной прибыли, получаемой в течение остаточного срока полезного использования, второе слагаемое — дисконтированная ликвидационная стоимость:*

$$NPV^I = \Pi_{\text{чо}} \cdot \frac{1 - (1 + WACC)^{-N_o}}{WACC} + \frac{K_{N_o}^I}{(1 + WACC)^{N_o}} - K_0^I,$$

где  $\Pi_{\text{чо}}$  — чистая операционная прибыль отчетного года;

$K_0^I$  — инвестированный капитал;

$N_o$  — остаточный срок полезного использования;

$WACC$  — средневзвешенная стоимость капитала;

$K_{N_o}^I$  — ликвидационная стоимость.

*Индекс прибыльности (PI) рассчитывается по формуле*

$$PI^I = \frac{NPV^I + K_0^I}{K_0^I}.$$

Индекс прибыльности показывает, какой доход получит инвестор за остаточный срок полезного использования на 1 рубль вложенных в организацию средств.

*Срок окупаемости* определяется на основе формулы ренты. Срок окупаемости инвестиций в рассматриваемую организацию должен быть меньше, чем расчетный период, т.е. остаточный срок полезного использования амортизируемого имущества:

$$PB^I = - \frac{\ln \left( 1 - \frac{K_0^I \cdot WACC}{\Pi_{\text{чо}}} \right)}{\ln(1 + WACC)}.$$

*Внутренняя норма доходности инвестиций (IRR) характеризует относительный уровень доходности проекта в расчете на один период:*

$$K_0^I = \Pi_{\text{чо}} \cdot \frac{1 - (1 + IRR)^{-N_o}}{IRR} + \frac{K_{N_o}^I}{(1 + IRR)^{N_o}}.$$

Внутренняя норма доходности характеризует уровень средневзвешенной стоимости капитала организации, при которой она не создает и не разрушает стоимость. Показатель IRR равен рентабельности инвестированного капитала (ROIC), рассчитанной как отношение чистой операционной прибыли к инвестированному капиталу.

*Модифицированная внутренняя норма доходности* рассчитывается по формуле, учитывающей реинвестирование доходов, получаемых от проекта по ставке доходности, равной рентабельности инвестированного капитала:

$$MIRR^I = \left[ \frac{P_{\text{чо}} \cdot \frac{(1 + ROIC)^{N_0} - 1}{ROIC} + K_{N_0}}{K_0^I} \right]^{\frac{1}{N_0}} - 1.$$

Поскольку внутренняя норма доходности равна рентабельности инвестированного капитала, т.е. ставке, под которую реинвестируются генерируемые организацией доходы, то модифицированная норма доходности будет равна внутренней норме доходности.

*Последовательность расчетов вторым способом такова.*

*Чистая приведенная стоимость (NPV)* в этом случае показывает, какой прирост стоимости бизнеса будет получен за весь срок полезного использования амортизируемого имущества при условии инвестирования полной суммы капитала (внеоборотные активы по первоначальной стоимости в сумме с оборотным капиталом):

$$NPV^{II} = (P_{\text{чо}} + A) \cdot \frac{1 - (1 + WACC)^{-N}}{WACC} + \frac{K_N^{II}}{(1 + WACC)^N} - K_0^{II},$$

где  $P_{\text{чо}}$  — чистая операционная прибыль отчетного года;

$A$  — амортизация отчетного года;

$N$  — нормативный срок полезного использования амортизируемого имущества;

$K_0^{II}$  — среднегодовой инвестированный капитал отчетного года, рассчитанный как сумма первоначальной стоимости внеоборотных активов и оборотного капитала;

$K_N^{II}$  — ликвидационная стоимость.

*Индекс прибыльности (PI):*

$$PI^{II} = \frac{NPV^{II} + K_0^{II}}{K_0^{II}}.$$

*Дисконтированный срок окупаемости:*

$$PB^II = - \frac{\ln \left( 1 - \frac{K_0^{II} \cdot WACC}{\Pi_{\text{чо}} + A} \right)}{\ln(1 + WACC)}.$$

*Доходность инвестиций по денежному потоку (CFROI)* характеризует относительный уровень доходности проекта в расчете на один период:

$$K_0^{II} = (\Pi_{\text{чо}} + A) \cdot \frac{1 - (1 + CFROI)^{-N}}{CFROI} + \frac{K_N^{II}}{(1 + CFROI)^N}.$$

*Модифицированная доходность инвестиций по денежному потоку:*

$$MCFROI = \left[ \frac{(\Pi_{\text{чо}} + A) \cdot \frac{(1 + ROIC)^N - 1}{ROIC} + K_N^{II}}{K_0^{II}} \right]^{\frac{1}{N}} - 1.$$

Поскольку чистая дисконтированная стоимость, рассчитанная двумя способами, является несопоставимым показателем, в обоих способах расчета определяется значение эквивалентного аннуитета, а также его стоимость. Расчетные формулы одинаковы для обоих способов.

*Эквивалентный аннуитет*

$$EA = NPV \cdot \frac{WACC}{1 + (1 - WACC)^{-N}}.$$

*Стоимость эквивалентного аннуитета* определяется по формуле вечной ренты:

$$P_{EA} = \frac{EA}{WACC}.$$

Стоимость эквивалентного аннуитета показывает созданную бизнесом стоимость при условии сохранения в будущем достигнутого уровня эффективности. Для того чтобы на основе стоимости эквивалентного аннуитета определить стоимость бизнеса, необходимо к полученному значению прибавить собственный капитал.

При интерпретации рассчитанных показателей инвестиционного анализа необходимо учитывать следующее. Если показатели инвестиционного анализа имеют значения, которые характеризуют инвестиции как эффективные, т.е. чистая приведенная стоимость и эквивалентный



аннуитет положительны, индекс прибыльности больше единицы, срок окупаемости меньше расчетного срока, а внутренняя норма доходности/доходность инвестиций по денежному потоку превышает заложенную в расчеты средневзвешенную стоимость капитала, то все это свидетельствует об инвестиционной привлекательности бизнеса — о том, что бизнес создает стоимость. Это индикатор того, что если вложенные деньги будут использованы для замены основных средств и/или расширения производственной мощности, то инвестиции окупятся и в определенной степени приумножатся, что и подтверждает инвестиционную привлекательность организации и ее эффективность. Чистая приведенная стоимость показывает приращение стоимости бизнеса.

Оценка инвестиционной привлекательности включает расчеты показателей, позволяющих идентифицировать фазу жизненного цикла организации. С этой целью используются показатели, характеризующие рыночную, инвестиционную, операционную и финансовую деятельность организации. В табл. 7.2 представлены показатели для идентификации жизненного цикла бизнеса.

**Анализ ситуации.** Предварительная оценка ОАО «XYZ» с помощью классических финансовых показателей показала ее высокую эффективность и инвестиционную привлекательность. Так, рентабельность собственного капитала равна 37,2%, темп прироста выручки составил 34,3%, коэффициент текущей ликвидности равен 1,87, коэффициент автономии — 56,2%.

Переходя к расчетам по методике оценки инвестиционной привлекательности, необходимо в первую очередь определить исходные данные для расчетов. Информация для расчетов показателей инвестиционного анализа первым способом приведена в табл. 7.3.

Как следует из табл. 7.4, организация характеризуется высокими показателями инвестиционной привлекательности.

Так, внутренняя норма доходности равна 31,15%, что совпадает с рентабельностью инвестированного капитала; индекс прибыльности равен 2,0; чистая приведенная стоимость, пересчитанная на один год (эквивалентный аннуитет), превышает 1,6 млрд руб.; вложения в организацию окупаются в течение 4 лет.

Как показали расчеты вторым способом, организация является инвестиционно привлекательной. Значения показателей практически равны значениям, полученным первым способом расчетов. Для сравнительного анализа двух способов оценки инвестиционной привлекательности рассчитаны отклонения показателей, представленные в табл. 7.7.

Таблица 7.2. Показатели для идентификации фазы жизненного цикла бизнеса

<i>Показатель</i>	<i>Фаза внедрения на рынок</i>	<i>Фаза роста</i>	<i>Фаза зрелости</i>	<i>Фаза ухода</i>
<i>Рыночная деятельность</i>				
Темп прироста выручки	Высокий	Высокий	Низкий	Низкий
Маржа прибыли	Низкая растущая	Высокая растущая	Высокая стабильная	Низкая снижающаяся
Эффективность рыночной деятельности	Высокоэффективная	Высокоэффективная	Эффективная	Не эффективная
<i>Инвестиционная деятельность</i>				
Коэффициент ввода основных средств	Высокий	Высокий	Низкий	Низкий
Коэффициент годности основных средств	Высокий	Высокий	Низкий	Низкий
Активность инвестиционной деятельности	Активная	Активная	Не активная	Не активная
<i>Операционная деятельность</i>				
Коэффициент оборачиваемости активов (суммарных)	Низкий	Высокий растущий	Высокий стабильный	Низкий снижающийся
Рентабельность активов (брутто)	Низкая растущая	Высокая растущая	Высокая стабильная	Низкая снижающаяся
Эффективность операционной деятельности	Не эффективная	Эффективная	Эффективная	Не эффективная
<i>Финансовая деятельность</i>				
Плечо финансового рычага	Высокое значение	Высокое значение	Низкое значение	Низкое значение
Дифференциал финансового рычага (по рыночной стоимости заемного капитала)	Отрицательный	Положительный	Положительный	Отрицательный
Активность финансовой деятельности	Активная	Активная	Не активная	Не активная
Спред (разность между рентабельностью инвестированного капитала и средневзвешенной стоимостью капитала)	Отрицательный	Положительный	Положительный	Отрицательный
Экономическая прибыль	Отрицательная	Положительная	Положительная	Отрицательная
Ранг инвестиционной привлекательности	2	1	3	4

Таблица 7.3. Исходные данные для расчетов первым способом

<i>Показатель</i>	<i>Значение</i>
Среднегодовой инвестированный капитал, тыс. руб.	7 578 453
В том числе:	
внеоборотные активы (по остаточной стоимости)	3 779 157
оборотный капитал	3 799 296
Чистая операционная прибыль, тыс. руб.	2 360 577
Годовая амортизация, тыс. руб.	307 553
Остаточный срок полезного использования, лет	6,38
Ставка дисконта (средневзвешенная стоимость капитала в реальной оценке), %	9,48
Ставка реинвестирования доходов от проекта (рентабельность инвестированного капитала), %	31,15

Результаты расчетов первым способом представлены в табл. 7.4.

Таблица 7.4. Результаты расчетов первым способом

<i>Показатель</i>	<i>Значение</i>
Денежный поток от текущей деятельности (равен чистой операционной прибыли), тыс. руб.	2 360 577
Ликвидационная стоимость (равна инвестированному капиталу), тыс. руб.	7 578 453
Дисконтированная стоимость денежных потоков в расчете на остаточный срок полезного использования, тыс. руб.	10 934 896
Дисконтированная ликвидационная стоимость, тыс. руб.	4 251 530
Приведенная стоимость, тыс. руб.	15 186 426
Индекс прибыльности	2,00
Внутренняя норма доходности, %	31,15
Рентабельность инвестированного капитала, %	31,15
Модифицированная внутренняя норма доходности, %	31,15
Чистая приведенная стоимость, тыс. руб.	7 607 974
Эквивалентный аннуитет, тыс. руб.	1 642 376
Стоимость эквивалентного аннуитета (стоимость вечной ренты), тыс. руб.	17 330 332
Срок окупаемости, лет	4,0

Исходные данные для второго варианта расчетов приведены в табл. 7.5.

Таблица 7.5. **Исходные данные для расчетов вторым способом**

<i>Показатель</i>	<i>Значение</i>
Среднегодовой инвестированный капитал, тыс. руб.	8 380 327
в том числе:	
внеоборотные активы (по первоначальной стоимости), тыс. руб.	4 581 031
Оборотный капитал, тыс. руб.	3 799 296
Чистая операционная прибыль, тыс. руб.	2 360 577
Годовая амортизация, тыс. руб.	307 553
Срок полезного использования основных средств, лет	9,04
Ставка дисконта (средневзвешенная стоимость капитала в реальной оценке), %	9,48
Ставка реинвестирования доходов от проекта (рентабельность инвестированного капитала), %	31,15

Результаты расчетов вторым способом представлены в табл. 7.6.

Таблица 7.6. **Результаты расчетов вторым способом**

<i>Показатель</i>	<i>Значение</i>
Денежный поток от текущей деятельности (равен сумме чистой операционной прибыли и амортизации), тыс. руб.	2 668 130
Ликвидационная стоимость (равна сумме оборотного капитала и неамортизируемой части внеоборотных активов), тыс. руб.	5 601 039
Дисконтированная стоимость денежных потоков в расчете на срок полезного использования, тыс. руб.	15 732 029
Дисконтированная ликвидационная стоимость, тыс. руб.	2 471 272
Приведенная стоимость, тыс. руб.	18 203 301
Индекс прибыльности	2,17
Доходность инвестиций по денежному потоку, %	31,67
Рентабельность инвестированного капитала, %	31,15
Модифицированная внутренняя норма доходности	31,29
Чистая приведенная стоимость, тыс. руб.	9 822 975
Эквивалентный аннуитет, тыс. руб.	1 665 963
Стоимость эквивалентного аннуитета (стоимость вечной ренты), тыс. руб.	17 579 222
Срок окупаемости, лет	3,9

Таблица 7.7. Сравнительный анализ результатов расчетов\*

<i>Показатель</i>	<i>Первый способ</i>	<i>Второй способ</i>	<i>Отклонение, %</i>
Денежный поток от текущей деятельности (равен сумме чистой операционной прибыли и амортизации), тыс. руб.	2 360 577	2 668 130	13,03
Ликвидационная стоимость, тыс. руб.	7 578 453	5 601 039	(26,09)
Дисконтированная стоимость денежных потоков в расчете на срок полезного использования, тыс. руб.	10 934 896	15 732 029	43,87
Дисконтированная ликвидационная стоимость, тыс. руб.	4 251 530	2 471 272	(41,87)
Итоговая стоимость, тыс. руб.	15 186 426	18 203 301	19,87
Индекс прибыльности	2,00	2,17	8,40
<b>Внутренняя норма доходности, % / Доходность инвестиций по денежному потоку, %</b>	<b>31,15</b>	<b>31,67</b>	<b>1,66</b>
<b>Рентабельность инвестированного капитала, %</b>	<b>31,15</b>	<b>31,15</b>	—
<b>Модифицированная внутренняя норма доходности, %</b>	<b>31,15</b>	<b>31,29</b>	<b>0,45</b>
Чистая приведенная стоимость, тыс. руб.	7 607 974	9 822 975	29,11
<b>Эквивалентный аннуитет, тыс. руб.</b>	<b>1 642 376</b>	<b>1 665 963</b>	<b>1,44</b>
<b>Стоимость эквивалентного аннуитета (стоимость вечной ренты), тыс. руб.</b>	<b>17 330 332</b>	<b>17 579 222</b>	<b>1,44</b>
<b>Срок окупаемости</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>(2,6)</b>

\* Жирным шрифтом выделены сопоставимые показатели.

Из представленных показателей сопоставимы следующие: внутренняя норма доходности и доходность инвестиций по денежному потоку, модифицированная внутренняя норма доходности, срок окупаемости, эквивалентный аннуитет. Как показали расчеты, отклонения по этим показателям не превышают 2%, что позволяет признать их несущественными. Чистая дисконтированная стоимость и индекс прибыльности несопоставимы в связи с различиями в длительности расчетного периода.

Оценка значений рассчитанных показателей позволяет сделать вывод о высокой инвестиционной привлекательности организации, поскольку чистая приведенная стоимость положительна, индекс прибыльности превышает единицу, срок окупаемости не превышает расчетного периода, а внутренняя норма доходности и доходность инвестиций по денежному потоку превышает средневзвешенную стоимость капитала.

На втором этапе оценки инвестиционной привлекательности организации проводится идентификация фазы ее жизненного цикла. Необходимая для этого информация представлена в табл. 7.8.

Таблица 7.8. Идентификация фазы жизненного цикла бизнеса

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
<i>Рыночная деятельность</i>		
Темп прироста выручки, %	—	34
Маржа прибыли, %	20,6	20,7
Эффективность рыночной деятельности		Эффективна
<i>Инвестиционная деятельность</i>		
Отношение стоимости внеоборотных активов (кроме ОНА) и арендованных основных средств к стоимости оборотных активов	0,800	1,025
Коэффициент ввода основных средств, %	—	43
Коэффициент годности основных средств, %	—	73
Активность инвестиционной деятельности		Активна
<i>Операционная деятельность</i>		
Коэффициент оборачиваемости активов (суммарных)	2,03	1,70
Рентабельность активов (брутто), %	39,63	28,67
Эффективность операционной деятельности		Эффективна
<i>Финансовая деятельность</i>		
Плечо финансового рычага	0,068	0,522
Дифференциал финансового рычага (по рыночной стоимости заемного капитала), %	45	32
Активность финансовой деятельности		Активна
Экономическая прибыль	966 220	776 619
Фаза жизненного цикла		Рост (звезда)

Как показывают расчеты и ранее сделанные выводы, предприятие характеризуется высокой эффективностью операционной и рыночной деятельности, а также высокой инвестиционной и финансовой актив-

ностью. Это позволяет сделать вывод, что предприятие находится на фазе роста и квалифицировать его как «звезду».

Общий вывод по результатам оценки инвестиционной привлекательности организации: организация является инвестиционно привлекательной, а следовательно, инвестиции в расширение бизнеса выгодны при условии, что эффективность этих инвестиций будет не ниже сложившихся показателей эффективности деятельности предприятия.

## 7.2. Управление внеоборотными активами

Управление внеоборотными активами включает следующие аналитические процедуры:

- оценку структуры внеоборотных активов;
- оценку состояния амортизируемого имущества;
- характеристику инвестиционной стратегии;
- расчет потребности в инвестициях в простое и расширенное воспроизводство и разработка базовых параметров инвестиционной политики.

Предварительная оценка элементов внеоборотных активов такова. Значимость *нематериальных активов* в создании бизнесом стоимости постоянно возрастает. Исключительные права на изобретения, полезные модели, ноу-хау свидетельствуют о стремлении предприятия к поддержанию инновационного потенциала; права на товарные знаки и знаки обслуживания — об усилении маркетинговых позиций. Все это позволяет воздействовать на важнейший фактор стоимости бизнеса — рентабельность инвестированного капитала. Таким образом, важнейшие виды нематериальных активов для предприятия производственного сектора экономики связаны с технологическими и инновационными преимуществами, а также с маркетинговой деятельностью.

Для предприятия реального сектора экономики *основные средства* — это основной элемент внеоборотных активов; их наличие и хорошее состояние — обязательное условие долгосрочного развития бизнеса.

Наличие *незавершенного строительства*, с одной стороны, свидетельствует об инвестиционной активности организации, и это положительно характеризует организацию как развивающую свою производственно-техническую базу и имеющую средства для финансирования этого развития. Но, с другой стороны, это свидетельство ее потерь в связи с наличием неработающих активов, которые необхо-

димо финансировать из собственных или привлеченных источников. Для принятия решений по этим активам необходимо дать оценку структуры незавершенного строительства в разрезе следующих составляющих:

- приобретения земельных участков и объектов природопользования;
- строительства объектов основных средств;
- приобретения объектов основных средств;
- приобретения нематериальных активов и др.

Для принятия решений по незавершенному строительству необходимо оценить период нахождения активов в составе незавершенного строительства, степень готовности объектов незавершенного строительства, средства, необходимые для завершения строительных работ, и срок возможного ввода их в эксплуатацию, целесообразность завершения строительных работ либо консервации объектов незавершенного строительства.

Наличие *долгосрочных финансовых вложений* — свидетельство реализации стратегии бизнеса в части финансовых инвестиций, целью которых является приобретение контроля над другими организациями, поддержка участников группы, а также получение доходов. Наличие долгосрочных финансовых вложений в форме вкладов в уставные капиталы других организаций свидетельствует о том, что организация функционирует в составе группы организаций, а это делает бизнес более устойчивым и конкурентоспособным.

Для предприятия реального сектора экономики роль *доходных вложений в материальные ценности* этих активов заключается в том, что, с одной стороны, это отвлечение средств от основной деятельности и их направление на приобретение имущества для передачи в лизинг или предоставления по договору проката; но с другой — это признак диверсификации активов и доходов, что в целом повышает надежность организации. Управление доходными вложениями в материальные ценности основано на оценке целесообразности осуществления этих вложений, анализе их эффективности, оценке соответствия получаемого дохода рыночному уровню, оценке возможностей возврата имущества и возникающих в этом случае санкций.

Как будет рассмотрено ниже, наличие *отложенных налоговых активов* невыгодно организации, поскольку они по своей экономической сущности представляют собой «предоплату» налога на прибыль.

В целях оценки инвестиционной стратегии и направлений инвестиций анализируется структура платежей по инвестиционной деятельности, а также структура долгосрочных активов в разрезе реальных и финансовых инвестиций. На основе этой оценки необходимо дать



характеристику инвестиционной стратегии — реальные инвестиции в целях развития собственной производственной базы или финансовые в целях формирования группы компаний.

Исследование показателей, характеризующих внеоборотные активы ОАО «XYZ», позволяет сделать следующие выводы. Внеоборотные активы, удельный вес которых в составе активов предприятия увеличился с 37,3 до 44,9% (табл. 7.9), свидетельствуют об активной инвестиционной политике предприятия. В составе внеоборотных активов три существенных элемента: основные средства (51,0% стоимости внеоборотных активов на конец года), незавершенное строительство (14,3%, что достаточно существенно и свидетельствует об инвестиционной активности организации), и долгосрочные финансовые вложения (31,3%). Такая структура внеоборотных активов характерна для крупного бизнеса реального сектора экономики, тем более что организация является одновременно и производственным предприятием, и материнским обществом в группе компаний.

Доля активов, используемых в производственной деятельности организации, к которым отнесены основные средства и нематериальные активы, составила на начало года 53,2, на конец — 51,3%; некоторое снижение удельного веса связано со значительными вложениями в долгосрочные финансовые вложения. Анализ платежей по инвестиционной деятельности (табл. 7.10) показал, что в структуре платежей по инвестиционной деятельности финансовые инвестиции в отчетном году преобладают. Так, доля реальных инвестиций в суммарных составила 35,4%, в то время как в предыдущем году она была равна 61,8%. Наблюдается существенный рост инвестиционной активности организации как в части реальных инвестиций, так и в части финансовых; более существенный темп прироста фиксируется по финансовым инвестициям — в уставные капиталы других организаций. Оценка структуры активов в разрезе долгосрочных реальных и финансовых (табл. 7.11) показала, что доля финансовых активов существенно увеличилась: на конец года составила 35,2%; в приросте этих активов преобладают финансовые инвестиции, составляя 52,3% суммарных. Таким образом, очевидна инвестиционная стратегия бизнеса: активное инвестирование как в реальные, так и в финансовые активы, при этом в приросте внеоборотных активов преобладают финансовые инвестиции, что является следствием реализации стратегии развития бизнеса за счет приобретения контроля над другими организациями.

Таблица 7.9. Структура и динамика внеоборотных активов

Показатель	Начало года		Конец года		Изменение за год			Доля в изменении активов, %
	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Абсолютное тыс. руб.	Темп прироста, %	Доли в структуре, %	
Нематериальные активы	11 814	0,46	13 452	0,27	1 638	13,9	(0,2)	0,07
Основные средства	1 361 967	52,8	2 539 361	51,0	1 177 394	86,4	(1,8)	49,1
Незавершенное строительство	779 101	30,2	712 541	14,3	(66 560)	(8,5)	(15,9)	(2,8)
Доходные вложения в материальные ценности	—	—	—	—	—	—	—	—
Долгосрочные финансовые вложения	332 062	12,9	1 559 377	31,3	1 227 315	369,6	18,5	51,2
Отложенные налоговые активы	10 930		20 066	0,4	9 136	83,6	0,4	0,4
Прочие внеоборотные активы	84 530	3,3	133 113	2,7	48 583	57,5	(0,6)	2,0
Итого	2 580 404	100	4 977 910	100	2 397 506	92,9	0	100

Таблица 7.10. Структура и динамика платежей по инвестиционной деятельности

Показатель	Предыдущий год		Отчетный год		Изменение за год			Доля в изменении платежей, %
	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Абсолютное тыс. руб.	Темп прироста, %	Доли в структуре, %	
Приобретение объектов основных средств, нематериальных активов и активов, относимых к доходным вложениям в материальные ценности	806 470	61,8	1 466 934	35,4	660 464	81,9	(26,4)	23,3
Приобретение дочерних организаций	34 300	2,6	1 096 325	26,5	1 062 025	3 096,3	23,9	37,5
Приобретение ценных бумаг и иных финансовых вложений	414 600	31,8	1 221 260	29,5	806 660	194,6	(2,3)	28,5
Займы, предоставленные другим организациям	48 560	3,7	353 935	8,6	305 375	628,9	4,8	10,8
Прочие	—	—	—	—	—	—	—	—
Итого	1 303 930	100,0	4 138 454	100,0	2 834 524	217,4	—	100,0

Таблица 7.11. Структура и динамика долгосрочных реальных и финансовых активов

Показатель	Предыдущий год		Отчетный год		Изменение за год			Доля в изменении активов
	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Абсолютное, тыс. руб.	Темп прироста, %	Доли в структуре, %	
Долгосрочные реальные активы	2 237 412	79,5	3 398 467	64,8	1 161 055	51,9	(14,7)	47,7
Финансовые активы	578 003	20,5	1 848 850	35,2	1 270 847	219,9	14,7	52,3
Итого	2 815 415	100,0	5 247 317	100,0	2 431 902	272	—	100

### 7.3. Управление нематериальными активами

Проблемы в анализе и управлении нематериальными активами связаны в первую очередь со сложностью получения адекватной оценки эффекта от их использования, а также оценки их стоимости, которая подвержена значительным колебаниям. В управлении нематериальными активами наиболее важны:

- оценка их участия в производственной деятельности организации;
- оценка приносимых ими доходов и на этой основе оценка их стоимости;
- оценка возможности реализации нематериальных активов на рыночных условиях;
- анализ рыночных цен на аналогичные объекты нематериальных активов;
- оценка целесообразности создания и приобретения объектов нематериальных активов.

Для обоснования решений по нематериальным активам необходимо выполнить следующие аналитические процедуры:

- анализ структуры и динамики нематериальных активов;
- анализ их движения и состояния;
- анализ эффективности их использования;
- определение потребности в инвестициях в нематериальные активы.

К нематериальным активам относятся:

- права организации на результаты интеллектуальной собственности (произведения науки, литературы и искусства, программы для электронно-вычислительных машин, изобретения, полезные модели, достижения в области селекции, ноу-хау);
- права организации на средства индивидуализации (товарные знаки, знаки обслуживания);
- деловая репутация организации.

Наряду с этими активами организация может обладать так называемыми неидентифицируемыми активами, не отражаемыми в финансовой отчетности, которые выявляются при продаже предприятия, когда цена продажи превышает стоимость идентифицируемых чистых активов и формирует, таким образом, деловую репутацию организации. Неидентифицируемые активы образуются вследствие инвестирования в НИОКР, повышение квалификации персонала, маркетинг, систему распределения продукции и т.д. Неидентифицируемые нематериальные активы проявляются в высокоэффективной деятельности организации по привлечению и удержанию клиентов, а также в высокой эффективности производственной, сбытовой,

закупочной деятельности. Таким образом, неидентифицируемые активы приводят к увеличению рентабельности инвестированного капитала. Источниками неидентифицируемых нематериальных активов можно считать:

- качественный менеджмент; использование ограниченных ресурсов с максимальной эффективностью;
- высокий уровень управленческо-технологической культуры ведения бизнеса;
- успешную прошлую деятельность на рынках сбыта и поставок и формирование на этой основе устойчивых деловых связей и положительного имиджа;
- поддержание высокого уровня кредитоспособности, снижение финансовых издержек;
- инвестирование в повышение квалификации персонала; рост эффективности бизнеса на основе роста производительности труда;
- инвестирование в повышение эффективности рыночной деятельности, в частности в формирование эффективной системы распределения и стимулирования продукции, в маркетинговые исследования, направленные на идентификацию рыночные потребности;
- инвестирование в новые производственные технологии; повышение качества и конкурентоспособности продукции, что также приводит к повышению эффективности и получению дополнительных доходов.

Показатели состояния нематериальных активов рассчитываются по универсальным формулам, которые используются в процессе анализа состояния всего амортизируемого имущества.

*Коэффициент ввода нематериальных активов:*

$$K_{\text{ВВ}}^{\text{НМА}} = \frac{C_{\text{ВВ}}^{\text{НМА}}}{C_{\text{К}}^{\text{НМА}}} \cdot 100,$$

где  $C_{\text{ВВ}}^{\text{НМА}}$  — стоимость введенных нематериальных активов;

$C_{\text{К}}^{\text{НМА}}$  — первоначальная стоимость нематериальных активов на конец года.

*Коэффициент выбытия нематериальных активов:*

$$K_{\text{В}}^{\text{НМА}} = \frac{C_{\text{В}}^{\text{НМА}}}{C_{\text{Н}}^{\text{НМА}}} \cdot 100,$$

где  $C_{\text{В}}^{\text{НМА}}$  — стоимость выбывших нематериальных активов;

$C_{\text{Н}}^{\text{НМА}}$  — первоначальная стоимость нематериальных активов на начало года.

*Средняя норма амортизации:*

$$n_a^{\text{нма}} = \frac{A_{\Gamma}^{\text{нма}}}{C^{\text{нма}}} \cdot 100,$$

где  $A_{\Gamma}^{\text{нма}}$  — годовая амортизация нематериальных активов;

$C^{\text{нма}}$  — первоначальная стоимость нематериальных активов.

*Коэффициент износа нематериальных активов* (рассчитывается на начало и конец года):

$$k_{\text{и}} = \frac{\sum A^{\text{нма}}}{C^{\text{нма}}} \cdot 100,$$

где  $\sum A^{\text{нма}}$  — суммарная начисленная амортизация нематериальных активов на начало или конец года;

$C^{\text{нма}}$  — первоначальная стоимость нематериальных активов соответственно на начало или конец года.

*Коэффициент годности нематериальных активов* (рассчитывается на начало и конец года):

$$k_{\text{и}}^{\text{нма}} = \frac{C_0^{\text{нма}}}{C^{\text{нма}}} \cdot 100,$$

где  $C_0^{\text{нма}}$  — остаточная стоимость нематериальных активов на начало или конец года.

Показатели эффективности использования нематериальных активов рассчитываются как соотношения полученных финансовых результатов организации и используемых для достижения этих результатов нематериальных активов. Особенностью анализа эффективности использования нематериальных активов является то, что расчету показателей должна предшествовать экспертная оценка связи получаемых организацией финансовых результатов с нематериальными активами.

Эффективность использования нематериальных активов измеряется показателями «отдача от активов», «рентабельность активов».

*Отдача от нематериальных активов:*

$$O_{\text{нма}} = \frac{B}{C^{\text{нма}}},$$

$C^{\text{нма}}$  — первоначальная стоимость нематериальных активов.

*Рентабельность нематериальных активов* представляет собой отношение прибыли от продаж к стоимости нематериальных активов:

$$P_{\text{нма}} = \frac{\Pi_{\text{п}}}{C_{\text{нма}}} \cdot 100,$$

где  $\Pi_{\text{п}}$  — прибыль от продаж.

Одним из существенных аспектов анализа использования нематериальных активов является расчет прироста выручки, полученного от экстенсивных и интенсивных факторов, характеризующих использование этих активов.

**Анализ ситуации** ОАО «XYZ» использует объекты интеллектуальной собственности для производства, продвижения и сбыта продукции. Для предприятия нематериальные активы имеют особое значение, поскольку основные бренды составляют ключевые активы бизнеса и существенно влияют на реализацию продукции. Информация о нематериальных активах приведена в табл. 7.12.

В структуре нематериальных активов предприятия на конец года преобладают товарные знаки (35,7%), патенты на промышленные образцы, полезные модели (44%). Значительная часть вложений в нематериальные активы (51,5%) направляется в объекты интеллектуальной собственности. Состояние нематериальных активов (табл. 7.13) можно оценивать положительно: коэффициент годности достаточно высок — 73,9% на начало года, однако из-за отсутствия выбытия в отчетном году он снизился и составил на конец года 58,7%.

Коэффициент ввода нематериальных активов также высок, значительно превышает среднюю норму амортизации, что является признаком активной инвестиционной политики предприятия в отношении нематериальных активов. Срок полезного использования нематериальных активов составляет 11,5 года. Эффективность использования нематериальных активов достаточно высока (табл. 7.14); именно благодаря своим товарным знакам и промышленным образцам предприятие получает основную часть доходов. Снижение эффективности использования нематериальных активов связано с активной инвестиционной политикой, вследствие которой прирост нематериальных активов превысил прирост выручки и чистой прибыли. Как показал анализ рыночной деятельности, недостаточно высокий рост финансовых результатов связан с усилением конкуренции на рынке.

Объем инвестиций в нематериальные активы не должен быть меньше годовой амортизации нематериальных активов, которая равна 2 млн руб. Однако, поскольку бизнес является растущим и в отчетном году объем инвестиций в нематериальные активы составил приблизительно 7 млн руб., в прогнозных расчетах предусмотрены инвестиции в нематериальные активы на уровне 10 млн руб. в год.



Таблица 7.12. Структура и динамика нематериальных активов

Показатель	Начало года		Конец года		Изменение за год			Доля в изменении нематериальных активов
	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Абсолютное тыс. руб.	Темп прироста, %	Доли в структуре, %	
Объекты интеллектуальной собственности (исключительные права на объекты интеллектуальной собственности)	14 691	91,9	18 250	79,7	3 559	24,2	(12,2)	51,5
В том числе:								
изобретения, промышленные образцы, полезные модели	8661	54,2	10 082	44,0	1 421	16,4	(10,2)	20,5
программы ЭВМ, базы данных	—	—	—	—	—	—	—	—
топологии интегральных микросхем	—	—	—	—	—	—	—	—
товарные знаки и знаки обслуживания, наименование места происхождения товаров	6 030	37,7	8 168	35,7	2 138	35,5	(2,1)	30,9
достижения селекции	—	—	—	—	—	—	—	—
Деловая репутация организации	—	—	—	—	—	—	—	—
Прочие	1 296	8,1	4 653	20,3	3 357	259,0	12,2	48,5
Итого	15 987	100,0	22 903	100,0	6 916	43,3	-	100,0

Таблица 7.13. Состояние нематериальных активов

<i>Показатель</i>	<i>Начало года</i>	<i>Конец года</i>
Средняя норма амортизации, %	—	10,3
Коэффициент ввода, %	—	30,2
Коэффициент выбытия, %	—	—
Коэффициент обновления, %	—	30,2
Коэффициент годности, %	73,9	58,7
Коэффициент износа, %	26,1	41,3
Средний срок полезного использования, лет	7,5	11,5
Средний фактический срок полезного использования, лет	2,0	4,7
Средний остаточный срок полезного использования, лет	5,6	6,7
Средний срок полного обновления, лет	—	2,2
Средний срок полного выбытия, лет	—	н/д

Таблица 7.14. Эффективность использования нематериальных активов

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Отдача, руб./руб.	878,09	822,91
Предельная отдача, руб./руб.	—	695,35
Рентабельность, %	18 112,1	17 000,2

Долгосрочную финансовую политику в отношении нематериальных активов можно признать эффективной: предприятие активно использует объекты интеллектуальной собственности для производства и сбыта продукции. Направления долгосрочной финансовой политики в отношении нематериальных активов на будущее таковы:

- приобретение объектов интеллектуальной собственности, в частности торговых марок, для укрепления рыночных позиций предприятия в среднем и высоком ценовых сегментах, для чего ежегодно потребуются не менее 10 млн руб.;
- повышение эффективности использования нематериальных активов, приобретенных в отчетном году, и их использование в конкурентной борьбе для усиления рыночных позиций организации.

#### 7.4. Управление основными средствами

Основные средства являются результатом реализации производственной организацией своей инвестиционной стратегии в части реальных инвестиций. Активная инвестиционная деятельность обес-

печивает поддержание основных средств в хорошем состоянии; от этого во многом зависит конкурентоспособность выпускаемой продукции, а следовательно, маржа прибыли и возможность создания стоимости. Кроме того, активная инвестиционная деятельность обеспечивает высокий темп роста бизнеса, что также способствует созданию стоимости.

Управление основными средствами основывается на следующих аналитических процедурах:

- анализе структуры и динамики основных средств;
- анализе их движения и состояния;
- анализе эффективности использования;
- обосновании потребности в инвестициях в простое и расширенное воспроизводство.

Анализ основных средств целесообразно начинать с анализа их структуры в разрезе активной части, непосредственно влияющей на производственную мощность, и пассивной части, а также в разрезе натурально-вещественной структуры. К активной части основных средств, как правило, относят машины и оборудование, к пассивной — земельные участки, здания и сооружения. От того, какое соотношение существует между активной и пассивной частью, зависит эффективность использования основных средств. Поскольку пассивная часть непосредственно не участвует в производстве продукции, увеличение пассивной части негативно влияет на эффективность использования основных средств и показатели эффективности деятельности организации в целом.

Однако недвижимость может приносить доход организации в виде роста ее рыночной цены, что должно учитываться при принятии управленческих решений.

Организация может увеличивать свои производственные мощности за счет аренды основных средств. Уменьшает производственные возможности организации передача основных средств в аренду или перевод их на консервацию. Эффективной стратегией развития производственного потенциала характерно использование арендованных (особенно лизинга) основных средств, неэффективной — перевод их на консервацию.

Кроме того, в процессе анализа необходимо учитывать основные средства, переданные в залог. При этом необходимо оценить ответственность заложенных основных средств, а также их роль в производственном процессе, т.е. оценить, какие потери понесет организация в случае их утраты в связи с неисполнением обязательств, обеспечением которых они являются.

При оценке показателей динамики основных средств сравниваются темпы прироста имущества с темпами прироста финансовых результатов, рост которых, безусловно, должен быть выше.

Управление основными средствами включает разработку амортизационной политики, которая формируется с учетом особенностей способов (методов) начисления амортизации, используемых в целях бухгалтерского учета и налогообложения. Порядок начисления амортизации оказывает значительное влияние на значения важнейших финансовых показателей организации и ее финансовое состояние. Сравнительная характеристика методов начисления амортизации представлена в табл. 7.15, где дана оценка методам начисления амортизации как в целях бухгалтерского учета, так и в целях налогообложения.

**Таблица 7.15. Сравнительная характеристика методов начисления амортизации**

<i>Критерий сравнения</i>	<i>Линейный способ (метод)</i>	<i>Нелинейные способы (методы)</i>
Простота (сложность) расчетов	Основное преимущество линейного способа (метода)	Основной недостаток нелинейных способов (методов) — сложность расчетов
Распределение денежного потока организации по годам срока полезного использования (денежный поток = сумма чистой прибыли и бухгалтерской амортизации)	Денежный поток стабилен по годам срока полезного использования основных средств	Денежный поток больше в первые годы срока полезного использования за счет больших сумм амортизации. С этим связано основное преимущество метода — является действенным стимулом инвестирования в основные средства
Распределение чистой прибыли по годам срока полезного использования	Прибыль стабильна по годам	Прибыль меньше в первые годы срока полезного использования из-за больших сумм амортизации
Защищенность амортизационного фонда от инфляции	Амортизационный фонд в меньшей степени защищен от инфляции, т.е. по окончании срока полезного использования начисленной амортизации будет недостаточно для возмещения выбывающих основных средств	Амортизационный фонд в большей степени защищен от инфляции, поскольку уже в первые годы срока полезного использования организация имеет возможность распоряжаться значительной частью амортизационного фонда

Окончание табл. 7.15

<i>Критерии сравнения</i>	<i>Линейный способ (метод)</i>	<i>Нелинейные способы (методы)</i>
Соответствие учетной стоимости основных средств их рыночной стоимости	Учетная стоимость основных средств завышена относительно рыночной	Учетная стоимость основных средств в большей степени соответствует их рыночной стоимости
Оценка состояния основных средств по бухгалтерской отчетности	Завышаются показатели состояния основных средств (в частности, коэффициент годности)	Занижаются показатели состояния основных средств, поскольку нелинейные способы амортизации учитывают не только физический, но и моральный износ основных средств
Налоговые платежи (налог на прибыль зависит от метода начисления амортизации в налоговом учете; налог на имущество зависит от способа начисления амортизации в бухгалтерском учете)	Налог на прибыль равномерно распределен по годам, налог на имущество относительно более высокий за счет большего значения остаточной стоимости	Налог на прибыль минимален в первые годы срока полезного использования, затем возрастает (т.е. организация имеет выигрыш во времени); налог на имущество относительно меньше из-за пониженной остаточной стоимости основных средств
Инвестиционная привлекательность организации и возможность платить дивиденды	Формально по показателям бухгалтерской отчетности организация имеет более высокую инвестиционную привлекательность, поскольку стоимость основных средств выше, а прибыль стабильнее. Прибыль дает возможность платить дивиденды	Инвестиционная привлекательность формально ниже, прибыль представляет собой неустойчивый источник для выплаты дивидендов

При разработке амортизационной политики необходимо учитывать, что нелинейные способы являются более прогрессивными и в целом улучшающими экономическое положение организации. Вместе с тем, как линейный, так и нелинейный способы (методы) начисле-

ния амортизации не могут дать точную оценку степени экономического износа основных средств.

**Анализ состояния основных средств.** Состояние основных средств влияет на инвестиционную политику, поскольку чем выше их износ, тем больший объем инвестиций требуется организации для поддержания основных средств в конкурентоспособном состоянии. Показатели состояния основных средств, особенно коэффициент ввода, характеризующий инвестиционную активность организации, во многом определяют будущее состояние ее производственного потенциала, конкурентоспособность продукции и характеризуют жизненный цикл бизнеса. Так, организация в фазе роста характеризуется высоким уровнем показателей ввода и годности основных средств, для организации в фазе ухода с рынка характерны высокие показатели выбытия и изношенности основных средств.

Показатели состояния основных средств рассчитываются по основным средствам в целом, а также отдельно по их активной и пассивной части.

*Коэффициент ввода основных средств:*

$$k_{\text{ВВ}} = \frac{C_{\text{ВВ}}}{C_{\text{К}}} \cdot 100,$$

где  $C_{\text{ВВ}}$  — стоимость введенных основных средств;

$C_{\text{К}}$  — первоначальная стоимость основных средств на конец года.

*Коэффициент выбытия основных средств:*

$$k_{\text{В}} = \frac{C_{\text{В}}}{C_{\text{Н}}} \cdot 100,$$

где  $C_{\text{В}}$  — стоимость выбывших основных средств;

$C_{\text{Н}}$  — первоначальная стоимость основных средств на начало года.

*Средняя норма амортизации:*

$$n_{\text{а}} = \frac{A_{\text{Г}}}{C_{\text{П}}} \cdot 100,$$

где  $A_{\text{Г}}$  — годовая величина амортизации основных средств;

$C_{\text{П}}$  — первоначальная стоимость основных средств.

*Коэффициент износа основных средств на начало и конец года:*

$$k_{\text{И}} = \frac{\sum A}{C_{\text{н}}} \cdot 100,$$

где  $\sum A$  — суммарная начисленная амортизация основных средств на начало или конец года;

$C_{\text{н}}$  — первоначальная стоимость основных средств соответственно на начало или конец года.

*Коэффициент годности основных средств* на начало и конец года:

$$k_{\Gamma} = \frac{C_0}{C_n} \cdot 100,$$

где  $C_0$  — остаточная стоимость основных средств на начало или конец года.

Коэффициенты состояния основных средств рассчитываются как в целом по предприятию, так и в разрезе их активной и пассивной части, а также в разрезе основных производственных подразделений предприятия. Конкурентоспособность выпускаемой продукции в значительной степени зависит от степени обновляемости активной части основных средств, особенно в основных производственных подразделениях. С этой позиции степень изношенности и годности пассивной части основных средств оказывает меньшее влияние на конкурентоспособность продукции.

При интерпретации полученных результатов следует использовать следующее неравенство, справедливое для эффективно управляемой организации:

$$n_a < k_b < k_{\text{вв}}.$$

Такая организация осуществляет расширенное воспроизводство своего производственного потенциала при снижающемся уровне износа основных средств. Приведенное неравенство в большей степени относится к активной части основных средств, поскольку именно в отношении таких основных средств процессы обновления и выбытия должны идти более интенсивно.

Если значение коэффициента выбытия больше средней нормы амортизации, то списываемый износ больше начисляемого, что приводит к снижению общего уровня изношенности основных средств. Значение коэффициента ввода, превышающее коэффициент выбытия, приводит к расширенному воспроизводству и к увеличению степени годности основных средств.

Комплексную оценку состоянию основных средств дают коэффициенты износа и годности. Пороговым значением этих коэффициентов можно считать 50%. Если износ превышает этот уровень, то состояние основных средств можно оценивать как недостаточно хорошее. Показательна динамика этих коэффициентов: снижение уровня износа положительно характеризует организацию, и наоборот. При проведении всех расчетов обязательно надо учитывать то, что способы начисления амортизации кардинальным образом влияют на перечисленные показатели, особенно на показатели износа и годности (нелинейные способы амортизации ухудшают оценку годности основных средств).

Для оценки временных характеристик состояния основных средств используются следующие формулы.

*Средний нормативный срок полезного использования* основных средств:

$$T_{\text{н}} = \frac{C_{\text{п}}}{A_{\text{г}}}.$$

*Средний остаточный срок* полезного использования основных средств:

$$T_{\text{н}} = \frac{C_{\text{o}}}{A_{\text{г}}},$$

где  $C_{\text{o}}$  — остаточная стоимость основных средств.

*Средний фактический срок* полезного использования основных средств:

$$T_{\text{н}} = \frac{\sum A}{A_{\text{г}}}.$$

где  $\sum A$  — суммарная начисленная амортизация.

*Средний период полного обновления* основных средств:

$$T_{\text{o}} = \frac{C_{\text{п}}}{C_{\text{вв}}}.$$

*Средний период полного выбытия* основных средств:

$$T_{\text{o}} = \frac{C_{\text{п}}}{C_{\text{в}}}.$$

Для оценки соотношения между временными характеристиками состояния основных средств можно воспользоваться неравенством

$$T_{\text{н}} > T_{\text{в}} > T_{\text{вв}}.$$

Это неравенство отражает тот факт, что экономическая жизнь активной части основных средств должна быть короче нормативного срока их полезного использования, что обычно присуще успешным развивающимся организациям, поскольку новые основные средства характеризуются более высокой производительностью, экологичностью, более низкими затратами на ремонт, позволяют выпускать более конкурентоспособную продукцию. Для организаций, испытывающих затруднения, наоборот, характерен длительный срок использования основных средств, что приводит к эксплуатации полностью амортизированных основных средств. Этот вывод не относится к недвижимости, по которой срок экономической жизни в среднем соответствует бухгалтерскому сроку полезного использования.



Оценка состояния основных средств дает возможность рассчитать потребность в инвестициях для нужд простого и расширенного воспроизводства.

Годовая потребность в инвестициях определяется не только начисленной за год амортизацией, темпом инфляции, темпом прироста объема производства, но и заданным целевым уровнем износа; размер инвестиций будет тем больше, чем ниже целевой уровень износа и выше требуемая степень годности основных средств. Расчет в этом случае основан на некоторых допущениях. В частности, предполагается, что уровень капиталоотдачи останется неизменным и потребность в инвестициях в расширенное воспроизводство будет напрямую зависеть от предполагаемого темпа прироста выручки.

Размер инвестиций в *простое воспроизводство* основных средств, необходимых для достижения заданного уровня износа, определяется:

$$k_{\text{и}}^{\text{ц}} = \frac{\sum A_{\text{к}} + A_{\text{г}} - C_{\text{в}}}{C_{\text{п}}},$$

- где  $k_{\text{и}}^{\text{ц}}$  — целевой уровень износа на конец прогнозного года;  
 $\sum A_{\text{к}}$  — суммарная начисленная амортизация основных средств на конец года;  
 $C_{\text{в}}$  — стоимость выбывающих основных средств, равная потребности в инвестициях в простое воспроизводство;  
 $C_{\text{п}}$  — первоначальная стоимость основных средств на конец отчетного периода.

Потребность в инвестициях в *расширенное воспроизводство* будет определяться как сумма инвестиций в простое воспроизводство и инвестиций, необходимых для обеспечения прироста выпуска продукции:

$$KB_{\text{р}} = \left( \sum A_{\text{к}} + A_{\text{г}} - k_{\text{и}}^{\text{ц}} \cdot C_{\text{п}} + T_{\text{в}} \cdot C_{\text{п}} \right) \cdot I_{\text{ц}},$$

- где  $T_{\text{в}}$  — темп прироста выпуска продукции (темп прироста выручки в реальном исчислении);  
 $I_{\text{ц}}$  — индекс цен, показывающий отношение рыночных цен на приобретаемые основные средства к балансовой стоимости аналогичных выбывающих основных средств.

В последующих прогнозных периодах потребность в инвестициях в расширенное воспроизводство будет определяться по формуле

$$KB_{\text{р}}^{\text{I}} = \left( A^{\text{прог}} + T_{\text{в}} \cdot C^{\text{прог}} \right) \cdot I_{\text{ц}},$$

- где  $A^{\text{прог}}$  — прогнозное значение амортизации;  
 $C^{\text{прог}}$  — прогнозное значение первоначальной стоимости основных средств.

**Оценка эффективности использования основных средств.** Показатели эффективности использования основных средств рассчитываются как соотношения полученных финансовых результатов организации и используемых для достижения этих результатов основных средств.

*Фондоотдача:*

$$FO = \frac{B}{C_0},$$

где  $C_0$  — средняя остаточная стоимость основных средств.

Для определения факторов, влияющих на фондоотдачу, используются следующие модели.

*Фондоотдача как произведение фондоотдачи активной части основных средств и доли активной части в их суммарной стоимости:*

$$FO = d_a \cdot FO_a,$$

где  $FO_a$  — фондоотдача активной части основных средств, рассчитывается как отношение выручки к стоимости активной части основных средств (машин и оборудования);

$d_a$  — доля активной части в структуре основных средств, рассчитывается как отношение стоимости активной части основных средств к их суммарной стоимости.

Эта модель позволяет выявить влияние на фондоотдачу эффективности использования активной части основных средств и их структуры.

*Фондоотдача как отношение производительности труда к фондовооруженности труда:*

$$FO = \frac{ПТ}{ФВ},$$

где  $ПТ$  — производительность труда (отношение выручки от продажи к численности работников);

$ФВ$  — фондовооруженность труда (отношение стоимости основных средств к численности).

*Рентабельность основных средств как отношение прибыли от продаж к стоимости основных средств:*

$$P_{oc} = \frac{П_{п}}{C_0} \cdot 100,$$

где  $П_{п}$  — прибыль от продаж.

*Факторная модель рентабельности основных средств* представляет собой произведение рентабельности продаж (маржи) и фондоотдачи основных средств:

$$P_{oc} = \Phi O \cdot P_{п},$$

где  $P_{п}$  — рентабельность продаж (отношение прибыли от продаж к выручке).

Одним из существенных аспектов оценки эффективности использования основных средств является расчет приростов выручки, полученных от экстенсивных и интенсивных факторов, характеризующих использование основных средств. Расчет проводится на основе факторного анализа следующей модели:

$$B = C_{п} \cdot \Phi O.$$

Эффективность использования основных средств оценивается через их относительное высвобождение/вовлечение по формуле

$$\Delta C_{отн} = C^к - C^н \cdot \frac{B^{отч}}{B^{пр}}.$$

Если расчет дает положительное значение, то происходит относительное вовлечение основных средств. Это означает, что темп увеличения основных средств выше темпа роста выручки, что является признаком неэффективного использования основных средств или активной инвестиционной политики, которая еще не дала отдачу в виде адекватного прироста выручки.

Эффективность использования основных средств также проявляется в относительной экономии/перерасходе амортизационных затрат:

$$\Delta A_{отн} = A^{отч} - A^{пр} \cdot \frac{B^{отч}}{B^{пр}}.$$

Эффективность использования основных средств также характеризуют фондоемкость (отношение стоимости основных средств к выручке) и фондовооруженность (отношение стоимости основных средств к численности работающих).

**Анализ ситуации.** В структуре основных средств ОАО «XYZ» преобладающим элементом являются машины и оборудование, их удельный вес составил на конец года 74% (табл. 7.16). Таким образом, активная часть основных средств преобладает, что положительно сказывается на эффективности их использования. Здания имеют в структуре основных средств значительно менее существенный удельный вес, это во многом связано с их недооцененностью относительно рыночной стоимости. Анализ натурально-вещественной структуры показывает, что в собственности у предприятия имеются земельные участки.

Таблица 7.16. Структура и динамика основных средств

Показатель	Начало года		Конец года		Изменение за год			Доля в изменении основных средств, %
	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Абсолютное тыс. руб.	Темп прироста, %	Доли в структуре, %	
Здания	287 196	14,2	291 333	8,3	4 137	1,4	(5,9)	0,3
Сооружения и передаточные устройства	94 231	4,7	155 799	4,5	61 568	65,3	(0,2)	4,2
Машины и оборудование	1 303 728	64,5	2 595 918	74,1	1 292 190	99,1	9,7	87,3
Транспортные средства	264 842	13,1	368 551	10,5	103 709	39,2	(2,6)	7,0
Земельные участки и объекты природопользования	2257	0,1	3449	0,1	1192	52,8	(0,0)	0,1
Другие виды	69 236	3,4	85 908	2,5	16 672	24,1	(1,0)	1,1
Итого	2 021 490	100,0	3 500 958	100,0	1 479 468	73,2	—	100,0
В том числе:								
активная часть основных средств (машины и оборудование, транспортные средства)	1 568 570	77,6	2 964 469	84,7	1 395 899	89,0	7,1	94,4
пассивная часть основных средств (здания, сооружения и прочее)	452 920	22,4	536 489	15,3	83 569	18,5	(7,1)	5,6

Организация берет в лизинг основные средства, которые по своей стоимости сопоставимы с собственными, так, на конец года арендованные основные средства составили 37% первоначальной стоимости и 52% остаточной стоимости собственных основных средств. В составе арендованных основных средств преобладают машины и оборудование, поэтому при пересчете структуры основных средств с учетом арендованных оказывается, что в структуре основных средств доля активной части составляет 97% (табл. 7.17).

Во вновь приобретаемых основных средствах, как собственных, так и арендованных, преобладают машины и оборудование, что свидетельствует о том, что организация, имея значительные производственные помещения, увеличивает производственные мощности за счет приобретения производственного оборудования.

Дальнейший анализ используемых основных средств показал, что организация передает в аренду дочерним обществам существенную долю основных средств (11,5%). Кроме того, имеется незначительный удельный вес переведенных на консервацию основных средств (1,3%), что говорит об эффективном управлении этими активами (табл. 7.18).

Динамика стоимости основных средств характеризуется значительным темпом прироста, составившим в отчетном году 73,2%. Это признак активной инвестиционной политики, совершенствования производственного потенциала, вероятного увеличения объема производства в будущем и укрепления рыночных позиций организации.

Показатели состояния основных средств (табл. 7.19—7.21), свидетельствуют о том, что основные средства характеризуются коротким сроком полезного использования (9 лет), поэтому нуждаются в постоянном обновлении, которое, как показали расчеты, происходит в должном объеме. Так, при средней норме амортизации 11,7% коэффициент ввода составил 43,3%; именно поэтому остаточная стоимость основных средств к концу года возросла на 86,5%. В целом состояние основных средств, которое характеризуется растущим коэффициентом годности (к концу года 72,5%), можно признать хорошим, что является следствием высокой инвестиционной активности. Оценка состояния отдельно активной и пассивной части основных средств показала типичную ситуацию: процессы обновления и выбытия интенсивнее идут в отношении активной части основных средств, однако уровень их годности (63,4%) ниже, хотя и незначительно, чем уровень годности пассивных основных средств (71,3%).

Таблица 7.17. Структура и динамика основных средств с учетом арендованных и за вычетом переданных в аренду

Показатель	Начало года		Конец года		Изменение за год			Доля в изменении основных средств, %
	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Абсолютное, тыс. руб.	Темп прироста, %	Доли в структуре, %	
Активная часть	2 455 415	88,3	4 272 190	97,0	1 816 775	74,0	8,7	111,9
Пассивная часть	326 291	11,7	132 702	3,0	(193 589)	(59,3)	(8,7)	(11,9)
Итого	2 781 706	100	4 404 892	100	1 623 186	58,4	—	100

Таблица 7.18. Показатели степени свободы в использовании основных средств

Показатель	Начало отчетного года, тыс. руб.	Конец отчетного года, тыс. руб.	Структура, %	
			Начало отчетного года	Конец отчетного года
Основные средства в собственности по первоначальной стоимости	2 021 490	3 500 958	100,0	100,0
Арендованные основные средства	897 411	1 307 784	44,4	37,4
В том числе по лизингу	897 411	1 307 784	44,4	37,4
Основные средства, переданные в аренду	137 195	403 850	6,8	11,5
Основные средства, переведенные на консервацию	—	43 778	—	1,3
Основные средства, переданные в залог	—	—	—	—
Объекты недвижимости, принятые в эксплуатацию и находящиеся в процессе государственной регистрации	62 779	117 847	3,1	3,4

Таблица 7.19. Показатели состояния основных средств

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Средняя норма амортизации, %	—	11,07
Коэффициент ввода, %	—	43,3
Коэффициент выбытия, %	—	1,8
Коэффициент годности, %	67,4	72,5
Коэффициент износа, %	32,6	27,5
Средний срок полезного использования, лет	—	9,0
Средний фактический срок полезного использования, лет	—	2,7
Средний остаточный срок полезного использования, лет	—	6,4
Средний срок полного обновления, лет	—	1,8
Средний срок полного выбытия, лет	—	76,4

Таблица 7.20. Показатели ввода и выбытия активной и пассивной части основных средств

<i>Показатель</i>	<i>Активная часть</i>	<i>Пассивная часть</i>
Коэффициент ввода, %	48,1	16,8
Коэффициент выбытия, %	1,9	1,5
Средний срок полного обновления, лет	1,6	5,5
Средний срок полного выбытия, лет	76,7	74,9

Таблица 7.21. Показатели состояния активной и пассивной части основных средств, %

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Коэффициент годности активной части	63,4	71,3
Коэффициент годности пассивной части	81,2	79,4
Коэффициент износа активной части	36,6	28,7
Коэффициент износа пассивной части	18,8	20,6

Таким образом, основные средства характеризуются высоким показателем годности (72,5%), что свидетельствует о принятии эффективных решений в сфере реальных инвестиций: при благоприятной рыночной ситуации проводится активная инвестиционная

политика, позволяющая организации не только удерживать, но и укреплять рыночное положение.

В расчетах будущих инвестиций учитываются целевой уровень износа, прогнозируемый темп прироста выручки, который задает ориентир для расчета инвестиций в расширенное воспроизводство, а также амортизация, которая определяет минимальные потребности в инвестициях в простое воспроизводство. Кроме того, учитывается индекс роста цен на приобретаемые объекты основных средств, который рассчитывается относительно балансовой стоимости выбывающих объектов. Необходимый объем инвестиций в основные средства рассчитан с учетом предполагаемого темпа прироста объема производства и продаж 20; 8; 5% соответственно в 1-м, 2-м и 3-м прогнозном годах, целевого уровня износа 20%. Также учтено соотношение 1,5 между рыночной и балансовой стоимостью основных средств. На основании этих исходных данных были проведены расчеты, результаты которых представлены в табл. 7.22.

**Таблица 7.22. Обоснование потребности в инвестициях в прогнозном периоде**

Показатель	Прогнозный период		
	1-й год	2-й год	3-й год
Темп прироста выручки, %	20	8	5
Целевой уровень износа, %	20	20	20
Индекс цен (соотношение рыночной и балансовой стоимости основных средств)	1,50	1,50	1,50
Суммарная потребность в инвестициях, тыс. руб.	1 900 737	1 054 135	934 290

В соответствии с выполненными расчетами инвестиции в расширенное воспроизводство должны составить в 1-м прогнозном году 1 900 727 тыс. руб., что на 25,4% больше инвестиций отчетного года.

Показатели эффективности использования основных средств для анализируемой организации приведены в табл. 7.23. В расчетах показателей использовалось значение первоначальной стоимости основных средств, скорректированное с учетом арендованных основных средств и переданных в аренду.

Как следует из расчетов, эффективность использования основных средств достаточно высока; так, фондоотдача составляет 4,28 руб./руб., однако при этом снижается, что является признаком недостаточно эффективного управления основными средствами и активной инвестиционной политики, еще не в полной мере давшей результаты в виде



прироста выручки и прибыли. Предельная фондоотдача существенно ниже фондоотдачи предыдущего года и составляет 2,96 руб./руб., это свидетельствует о том, что в отчетном году происходит резкое ухудшение использования основных средств.

Таблица 7.23. Показатели эффективности использования основных средств

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Фондоотдача, руб./руб.	5,05	4,28
Предельная фондоотдача, руб./руб.	—	2,96
Фондоёмкость, руб./руб.	0,198	0,234
Фондовооруженность, тыс. руб./чел.	534,4	775,4
Рентабельность основных средств, %	104,1	88,4

Фондовооруженность труда существенно увеличивается и находится на достаточно высоком уровне (775,4 тыс. руб./чел.); это является одной из предпосылок повышения производительности труда.

Для определения причин такой динамики показателей эффективности использования основных средств, выполнен ряд расчетов, результаты которых представлены в табл. 7.24—7.28.

Таблица 7.24. Факторный анализ фондоотдачи\*

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Фондоотдача, руб./руб.	5,05	4,28
Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг, тыс. руб.	14 038 098	18 847 138
Активная часть основных средств, тыс. руб.	2 455 415	4 272 190
Основные средства по первоначальной стоимости, тыс. руб.	2 781 706	4 404 892
Удельный вес активной части основных средств, %	88,3	97,0
Фондоотдача активной части основных средств, руб./руб.	5,72	4,41
Прирост фондоотдачи за счет структуры основных средств, руб./руб.		0,438
%		57,06
Прирост фондоотдачи за счет фондоотдачи активной части основных средств, руб./руб.		(1,206)
%		(157,06)
Суммарное изменение фондоотдачи, руб./руб.		(0,77)

\* Факторы — структура основных средств и фондоотдача активной части.

Анализ фондоотдачи показывает, что фактором снижения показателя является падение эффективности использования активной части основных средств, т.е. качественный фактор, влияние которого оценивается на уровне  $-157,06\%$ ; количественный фактор — улучшение структуры основных средств — повлиял в значительно меньшей степени ( $57,06\%$ ).

Таблица 7.25. **Факторный анализ фондоотдачи\***

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Фондоотдача, руб./руб.	5,05	4,28
Производительность труда, тыс. руб./чел.	2697	3318
Фондовооруженность труда, тыс. руб./чел.	534	775
Прирост фондоотдачи за счет фондовооруженности, руб./руб. %		(1,73) (225,45)
Прирост фондоотдачи за счет производительности руб./руб. %		0,96 125,45
Суммарное изменение фондоотдачи, руб./руб.		(0,77)

\* Факторы — фондовооруженность и производительность труда.

Исследование влияния на фондоотдачу производительности и фондовооруженности труда (табл. 7.25) показывает, что рост фондовооруженности труда оказал определяющее влияние на снижение фондоотдачи ( $-225,45\%$ ); при этом увеличение производительности труда не компенсировало негативное влияние роста фондовооруженности.

Анализ рентабельности основных средств (табл. 7.26) дает основания для выводов о причинах снижения показателя.

Таблица 7.26. **Факторный анализ рентабельности основных средств\***

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Рентабельность основных средств, %	104,09	88,39
Фондоотдача, руб./руб.	5,05	4,28
Рентабельность продаж, %	20,63	20,66
Прирост рентабельности основных средств за счет фондоотдачи, процентных пунктов %		(15,85) (100,95)
Прирост рентабельности основных средств за счет рентабельности продаж, процентных пунктов %		0,15 0,95
Суммарное изменение рентабельности, процентные пункты		(15,70)

\* Факторы — фондоотдача и рентабельность продаж.

**Таблица 7.27. Прирост выручки за счет экстенсивного и интенсивного использования основных средств**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг, тыс. руб.	14 038 098	18 847 138
Стоимость основных средств, тыс. руб.	2 781 706	4 404 892
Фондоотдача, руб./руб.	5,05	4,28
Прирост выручки за счет экстенсивных факторов (увеличение основных средств), тыс. руб. %	7 503 685 156,0	
Прирост выручки за счет интенсивных факторов (увеличение фондоотдачи), тыс. руб. %	(2 694 645) (56,0)	
Суммарный прирост выручки, тыс. руб.	4 809 040	

На снижение рентабельности основных средств повлияло снижение фондоотдачи; при этом незначительно увеличившаяся рентабельность продаж не смогла компенсировать влияние фондоотдачи.

Как показали расчеты (табл. 7.27), рост выручки вызван исключительно экстенсивными факторами использования основных средств, доля влияния которых 156,0%, интенсивные факторы повлияли отрицательно, их вклад в изменение выручки –56,0%.

Выполненные расчеты позволяют сформулировать вывод относительно эффективности использования основных средств: снижение показателей вызвано значительными вложениями в основные средства, которые еще не дали в полной мере увеличения финансовых результатов. При этом было дополнительно вовлечено в производственную деятельность организации основных средств на сумму 670 255 тыс. руб., что составляет 15,22% основных средств, имеющих на конец года (табл. 7.28). Тем не менее политику управления основными средствами можно признать эффективной, поскольку в условиях благоприятной ситуации на рынке и устойчивого положения предприятия инвестиции в расширение деятельности должны осуществляться. Эффект от этих инвестиций, который был не в полной мере получен в отчетном году, будет получен в следующих периодах.

В заключение, оценивая показатель технического уровня производства и устанавливая тип производства (табл. 7.29, 7.30), можно отметить, что, несмотря на некоторые отрицательные тенденции, в частности снижение фондоотдачи, в целом технический уровень производства повышается, о чем свидетельствует среднегеометриче-

ское значение темпа прироста интегрированного показателя (13,84%), сформированного на основе выбранных ключевых показателей для оценки исследуемого параметра.

**Таблица 7.28. Относительное высвобождение/  
вовлечение основных средств**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг, тыс. руб.	14 038 098	18 847 138
Стоимость основных средств, тыс. руб.	2 781 706	4 404 892
Относительное высвобождение/вовлечение основных средств, тыс. руб.	670 255	
Относительное высвобождение/вовлечение основных средств, % от основных средств на конец года	15,22	

**Таблица 7.29. Показатели технического уровня производства**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>	<i>Темп прироста, %</i>
Коэффициент годности основных средств, %	67,37	72,53	7,66
Фондоотдача, руб./руб.	5,05	4,28	(15,22)
Фондовооруженность труда, тыс. руб./чел.	534,43	775,37	45,08
Производительность труда (добавленная стоимость), руб./руб.	1 217,49	1 544,32	26,84
Интегрированный показатель (средний геометрический темп прироста), %	13,84		

**Таблица 7.30. Определение типа производства**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>	<i>Темп прироста, %</i>
Численность, чел.	5205	5681	9,15
Стоимость основных средств (с учетом арендованных и за вычетом переданных в аренду), тыс. руб.	2 781 706	4 404 892	58,35
Выручка, тыс. руб.	14 038 098	18 847 138	34,26
Фондовооруженность труда, тыс. руб./чел.	534	775	45,08
Фондоотдача, руб./руб.	5,05	4,28	(-15,22)
Производительность труда, руб./руб.	2697	3318	23,01

Что касается типа производства, то его можно охарактеризовать как экстенсивный, поскольку имеет место рост фондовооруженности при снижении фондоотдачи, а также капиталоемкий и трудосберегающий, поскольку происходит существенный рост производительности труда и относительное высвобождение персонала.

Долгосрочную финансовую политику в отношении основных средств можно признать эффективной: основные средства находятся в хорошем состоянии и в целом эффективно используются, некоторое снижение эффективности связано со значительными вложениями в эти активы. По показателям состояния предприятие можно охарактеризовать как развивающуюся систему, поскольку имеют место значительные инвестиции в основные средства, следовательно, коэффициент ввода и годности высок, а коэффициент износа и выбытия низок. Направления долгосрочной финансовой политики таковы:

- поддержание высокого уровня годности основных средств и обеспечение потребностей расширенного воспроизводства, для чего требуются ежегодные вложения на уровне 1—2 млрд руб.;
- повышение эффективности использования основных средств за счет более эффективного использования машин и оборудования;
- повышение эффективности использования основных средств за счет увеличения производительности труда, которая должна составить не менее 3913 тыс. руб./чел., чтобы компенсировать рост фондовооруженности труда на 45,1% и обеспечить увеличение фондоотдачи до уровня предыдущего года;
- обеспечение роста рентабельности основных средств за счет повышения фондоотдачи до уровня не ниже 5,04 руб./руб.;
- повышение эффективности использования основных средств, введенных в эксплуатацию в отчетном году, что позволит повысить эффективность использования основных средств в целом и довести ее до уровня не менее 5 руб. выручки с 1 руб. основных средств.

## 7.5. Управление финансовыми вложениями

Финансовые вложения выполняют различные функции в деятельности организаций: от обеспечения ликвидности до обеспечения контроля над другими организациями. Финансовые вложения представляют собой:

- долговые и долевыми ценные бумаги, в том числе государственные и муниципальные;
- вклады в уставные капиталы других организаций;
- предоставленные другим организациям займы;

- депозитные вклады в кредитных организациях;
- дебиторскую задолженность, приобретенную на основании уступки права требования;
- вклады организации-товарища по договору простого товарищества и пр.

Управление финансовыми вложениями осуществляется для достижения определенных целей (табл. 7.31).

Таблица 7.31. **Характеристики финансовых вложений**

<i>Вид вложения</i>	<i>Цель</i>	<i>Вид дохода</i>
Долговые ценные бумаги	Получение доходов, диверсификация, стабилизация доходов; обеспечение ликвидности; использование в качестве залога	Полученные проценты; дисконтный доход; доход от роста курса ценных бумаг; курсовой доход
Вклады в уставные капиталы других организаций	Формирование группы в целях повышения устойчивости бизнеса, налоговой экономии (НДС, налог на прибыль, на имущество); получение доходов; вывод активов через вклады имущества в уставные капиталы других организаций	Доходы от участия в других организациях, доход от роста стоимости вложений в уставные капиталы, курсовой доход
Предоставленные займы	Финансовая поддержка участников группы; налоговая оптимизация (НДС, налог на прибыль); получение доходов	Полученные проценты; курсовой доход
Депозиты в кредитных организациях	Получение доходов; обеспечение ликвидности	Полученные проценты; курсовой доход
Дебиторская задолженность, приобретенная на основании уступки права требования	Получение доходов; поддержка участников группы	Доходы, полученные при погашении дебиторской задолженности, как разность между полученной суммой и затратами на приобретение. Курсовой доход
Вклады по договору простого товарищества	Получение доходов; налоговая оптимизация (НДС, налог на прибыль, налог на имущество)	Доходы от участия в простом товариществе; курсовой доход

В процессе управления финансовыми вложениями необходимо контролировать масштаб и динамику операций по приобретению/продаже финансовых вложений. Для оценки интенсивности этих операций объем покупок и продаж сравнивается с финансовыми вложениями.

*Коэффициент приобретения финансовых вложений:*

$$k_{\text{по}} = \frac{\Pi_{\text{фв}}}{\Phi B} \cdot 100,$$

где  $B_{\text{фв}}$  — платежи по приобретаемым финансовым вложениям;

$\Phi B$  — финансовые вложения.

*Коэффициент продажи финансовых вложений:*

$$k_{\text{пр}} = \frac{B_{\text{фв}}}{\Phi B} \cdot 100,$$

где  $B_{\text{фв}}$  — поступления от продажи финансовых вложений.

Для оценки направления инвестиционной стратегии организации рассчитывается доля платежей по приобретаемым финансовым вложениям в суммарных платежах по инвестиционной деятельности:

$$\partial_{\Phi B} = \frac{\Pi_{\text{фв}}}{\Pi_{\text{инв}}} \cdot 100,$$

где  $\Pi_{\text{инв}}$  — платежи по инвестиционной деятельности.

В процессе управления финансовыми вложениями необходимо оценить связанный с ними риск:

- кредитный риск, т.е. вероятность того, что контрагент организации не исполнит свои обязательства, например не погасит заем, полученный от организации;
- риск ликвидности, т.е. вероятность того, что организация столкнется с трудностями при реализации финансовых вложений, например ценных бумаг;
- рыночный риск — вероятность того, что рыночная стоимость и будущие денежные потоки от финансовых вложений будут колебаться из-за изменений рыночных процентных ставок;
- валютный риск — вероятность того, что стоимость и будущие денежные потоки от финансовых вложений будут колебаться из-за изменений курса валюты, в которой номинированы эти вложения.

Существенный элемент управления финансовыми вложениями — оценка их доходности. Для упрощенного расчета доходности финансовых вложений используются следующие формулы.

*Доходность участия в уставном капитале* других организаций:

$$P_y = \frac{D}{\Phi B_y} \cdot 100,$$

где  $D$  — доходы от участия в других организациях;

$\Phi B_y$  — среднегодовые финансовые вложения в виде вкладов в уставные капиталы других организаций.

*Доходность предоставленных займов, размещенных депозитов и приобретенных долговых ценных бумаг:*

$$P_{\Pi} = \frac{\Pi_{\Pi}}{\Phi B_{\Pi}} \cdot 100,$$

где  $\Pi_{\Pi}$  — полученные проценты;

$\Phi B_{\Pi}$  — среднегодовая сумма предоставленных займов, размещенных депозитов и приобретенных долговых ценных бумаг.

Для более точных расчетов применяются формулы годовой доходности финансовых вложений, рассчитываемые по схеме простого или сложного простого процента.

*Текущая доходность вложений в ценные бумаги*, рассчитываемая по схеме простого процента (зависит от текущих доходов по ценной бумаге, а также изменения ее курса):

$$P_{\text{цб}} = \frac{D_{\text{т}} + D_{\text{к}}}{\Phi B_{\text{цб}}} \cdot \frac{365}{\partial} \cdot 100,$$

где  $D_{\text{т}}$  — текущий доход от вложений в ценные бумаги (полученные проценты, дивиденды);

$D_{\text{к}}$  — капитальный доход (убыток) от вложений в ценные бумаги (определяется изменением рыночного курса ценных бумаг и рассчитывается как разница между курсом на конец периода и его начало);

$\Phi B_{\text{цб}}$  — стоимость ценных бумаг на начало периода;

$\partial$  — продолжительность периода размещения средств в ценные бумаги.

*Доходность размещенных рублевых депозитов и предоставленных займов* определяется по формуле эффективной процентной ставки (сложный процент):

$$P_{\text{др}} = \left[ \left( 1 + \frac{i}{m} \right)^m - 1 \right] \cdot 100,$$

где  $i$  — годовая процентная ставка по депозиту или займу;

$m$  — периодичность начисления процентов, раз в год.



Доходность размещенных валютных депозитов и займов определяется также по формуле эффективной процентной ставки (сложный процент):

$$P_{\text{др}} = \left[ \left( \frac{K_{\text{к}}}{K_{\text{н}}} \right)^{\frac{365}{\partial}} \cdot \left( 1 + \frac{i}{m} \right)^m - 1 \right] \cdot 100,$$

где  $K_{\text{к}}$  — курс на конец периода;

$K_{\text{н}}$  — курс на начало периода;

$\partial$  — продолжительность периода размещения средств;

$i$  — годовая процентная ставка по депозиту;

$m$  — периодичность начисления процентов.

Доходность дебиторской задолженности, приобретенной на основании уступки права требования (простой процент):

$$P_{\text{дз}} = \frac{ДЗ_{\text{к}} - ДЗ_{\text{н}}}{ДЗ_{\text{н}}} \cdot \frac{365}{\partial} \cdot 100,$$

где  $ДЗ_{\text{к}}$  — средства, полученные в счет погашения дебиторской задолженности;

$ДЗ_{\text{н}}$  — средства, затраченные на приобретение дебиторской задолженности;

$\partial$  — продолжительность операции.

Доходность участия в простом товариществе (простой процент):

$$P_{\text{т}} = \frac{Д_{\text{т}}}{В_{\text{т}}} \cdot \frac{365}{\partial} \cdot 100,$$

где  $Д_{\text{т}}$  — доходы от участия в простом товариществе за вычетом расходов;

$В_{\text{т}}$  — вклад по договору простого товарищества.

При оценке доходности финансовых вложений полученные показатели доходности сравниваются с рыночными процентными ставками, темпом инфляции, индексом фондового рынка и рентабельностью основной деятельности организации.

Одна из важнейших целей осуществления финансовых вложений — формирование группы компаний или участие в совместной деятельности. Процессы концентрации собственности и интеграции экономических субъектов, в результате которых образуются различные виды формальных и неформальных взаимосвязей экономических субъектов, являются объективным следствием развития рыночной экономики. В частности, интеграция проявляется в форме

взаимосвязей между организациями — участниками группы, т.е. материнскими, дочерними, зависимыми обществами, а также между участниками договоров о совместной деятельности.

В результате интеграционных процессов возникает эффект операционной, финансовой и управленческой синергии, который выражается в получении дополнительных выгод организациями, участвующими в интеграционных процессах. Операционная синергия, в частности, связана со следующими обстоятельствами:

- получением экономии от масштаба, которая позволяет организациям стать более эффективными в части экономии затрат и увеличении прибыли;
- увеличением ценовой власти, возникающей при горизонтальной интеграции, которая приводит к ослаблению конкуренции и увеличению рыночной доли, что, как правило, ведет к более высокому операционному доходу;
- объединением и централизацией различных функций, что также приводит к экономии затрат, как это наблюдается в случаях, когда организация с большими маркетинговыми навыками интегрируется с организацией с хорошей предметно-производственной специализацией;
- ускоренным ростом на новых или существующих рынках, связанным с интеграцией организаций. Например, такая ситуация возникает, когда крупные организации, имеющие хорошую дистрибьюторскую сеть и узнаваемый бренд, интегрируются с организациями, работающими на формирующихся рынках, и потом используют свои преимущества для увеличения объема продаж продукции.

Операционная синергия может повлиять на маржу и рост бизнеса, а через них на стоимость взаимодействующих организаций.

При финансовой синергии эффект может принять форму либо увеличения денежных потоков, либо снижения стоимости капитала. Это проявляется, в частности, в следующих случаях.

1. Объединение организации с избыточной наличностью и ограниченными проектными возможностями и фирмы с ограниченными денежными средствами и высокодоходными проектами приводит к увеличению работающих активов у первой организации и повышению возможностей для роста и развития у второй.

2. Интеграция организаций приводит к возрастанию их кредитоспособности и увеличению долговых возможностей, поскольку при интеграции совокупная прибыль и денежные потоки становятся более стабильными и предсказуемыми и, следовательно, риск кредиторов существенно снижается.

Управленческая синергия связана с повышением эффективности управления; при этом выгоды от интеграции будут возникать потому, что более способный, знающий и эффективный менеджмент одной организации может более рационально распорядиться ресурсами, которые есть у другой.

Кроме того, функционирование экономических субъектов в составе групп (формальных и неформальных) повышает конкурентоспособность бизнеса вследствие:

- усиления рыночных позиций группы за счет возможного контроля над источниками сырья и сбытовой сетью (вертикальная интеграция), расширения рыночной доли и увеличения контроля над рынком (горизонтальная интеграция), диверсификации деятельности, которая обеспечивает снижение рисков, стабилизацию денежных потоков и повышение устойчивости группы к фазам экономического цикла (конгломератная интеграция);
- оптимизации управленческой структуры на базе дивизиональной структуры управления и повышение эффективности деятельности группы. Дивизиональная структура, для которой характерна высокая степень автономии входящих в группу организаций, позволяет быстрее адаптироваться к изменениям рыночной среды;
- уменьшения риска при рассредоточении активов по разным субъектам и минимизации потерь от возможного негативного воздействия внешней среды. В этом случае потери будут ограничены отдельными участниками и бизнес в целом сохранен;
- оптимизации налоговой нагрузки на бизнес и повышения его конкурентоспособности за счет снижения налоговых издержек. Налоговое планирование, которое во многом строится на использовании трансфертных цен по сделкам, осуществляемым между участниками группы, позволяет перераспределять налоговые базы между участниками группы и значительно уменьшать налоговые платежи, перемещая налоговые базы к участникам, использующим льготные режимы налогообложения. Кроме того, в условиях функционирования в группе налоговая экономия возникает, когда убытки одних участников позволяют уменьшить прибыли других;
- конфиденциальности контроля над бизнесом и его рассредоточение по дочерним и зависимым структурам, что позволяет группе добиваться доминирующего положения на рынке, обходя ограничения, налагаемые антимонопольным законодательством, что приводит к усилению рыночных позиций группы;

- информационных и коммуникативных преимуществ, которые чрезвычайно сложно оценить, но которые снижают степень неопределенности, присущую бизнесу, позволяют осуществлять деятельность с более высокой эффективностью.

Управление деятельностью группы компаний включает:

1) выбор способа формирования группы (учреждение дочерних и зависимых обществ; реструктуризацию основного общества и учреждение дочернего путем внесения имущества в его уставный капитал; реорганизацию основного в форме выделения; поглощение путем приобретения контроля над организацией и т.д.).

2) определение состава входящих в группу организаций (дочерних и зависимых обществ), в том числе организаций, имеющих налоговые льготы; определение их функций (сбытовые, закупочные, производственные, лицензионные, финансовые, сервисные, холдинговые);

3) выбор схемы построения группы (вертикальная, горизонтальная, конгломератная);

4) распределение активов в группе между основным обществом, дочерними и зависимыми обществами;

5) установление цен, используемых в поставках между участниками группы, и оценка их отклонений от рыночных цен;

6) разработку механизма распределения финансовых результатов в группе. Определение тех участников группы, в которых концентрируется прибыль группы;

7) контроль динамики основных показателей группы и входящих в нее организаций (расчет темпов прироста баланса, выручки и прибыли. На основе анализа показателей динамики определение наиболее интенсивно развивающихся участников группы и оценка стратегии развития бизнеса в целом);

8) контроль относительных показателей группы и входящих в нее организаций (расчет показателей ликвидности, финансовой устойчивости, оборачиваемости, рентабельности).

Для оценки эффективности деятельности группы сравниваются показатели, рассчитанные на основе сводной (консолидированной) и индивидуальной отчетности: рентабельность активов, рентабельность инвестированного и собственного капитала, базовая и разводненная прибыль на акцию, соотношения капитализации с выручкой, прибылью и денежным потоком группы и входящих в нее организаций. Эффективность управления группой организаций будет проявляться в получении операционной, финансовой и управленческой синергии, т.е. в увеличении совокупных результатов деятельности группы относительно индивидуальных результатов входящих в нее организаций.

Еще одна форма интеграции бизнеса — *совместная деятельность*, мобильная, простая и эффективная форма временного сотрудничества. Два основных элемента отличают совместный бизнес: объединение вкладов и осуществление совместной деятельности для достижения общих целей. Как правило, основными целями объединения экономических субъектов в рамках совместной деятельности являются:

- получение прибыли от совместно осуществляемой деятельности;
- налоговая оптимизация, в частности через включение в простое товарищество субъектов с пониженной налоговой нагрузкой и перемещения в них налоговых баз;
- извлечение других видов экономических выгод или дохода.

Возможности налоговой оптимизации в рамках совместной деятельности уменьшаются в связи с изменениями, вносимыми в налоговое законодательство и ставящими вне закона некоторые популярные схемы оптимизации, в частности с использованием субъектов, применяющих специальные режимы налогообложения.

Среди особенностей совместного бизнеса можно отметить следующие.

**1.** Установление совместного контроля над общим бизнесом. Хотя в ПБУ 20/03 не используется понятие «совместный контроль», что отличает совместную деятельность в России от аналогичных отношений в мировой практике, фактически совместный контроль осуществляется.

**2.** Осуществление совместной деятельности без создания юридического лица. Стороны по отношению к третьим лицам и де-факто представляют собой самостоятельный субъект хозяйственной деятельности, являются для контрагентов единым целым, хотя и сохраняют самостоятельность юридических лиц. Следствием этого является, например, отсутствие исполнительного органа, осуществляющего управление текущей деятельностью совместного бизнеса, а также отсутствие у такого бизнеса статуса налогоплательщика. При этом взаимоотношения участников и условия совместного контроля над бизнесом регулируются договором.

**3.** Ведение дел, как правило, уполномоченным участником. Им заключаются договора, в том числе гражданско-правовые. Трудовые договоры заключаются участниками совместной деятельности самостоятельно.

**4.** Формирование имущества совместного бизнеса вкладами, которые имеют как материальный, так и нематериальный характер (знания, навыки, умения, деловая репутация и деловые связи). Именно возможность вносить вклады нематериального характера является основным отличием вкладов по договору совместной дея-

тельности от вкладов в уставные капиталы других организаций. Внесенное в совместную деятельность имущество используется на праве долевой собственности (если участники не определяют в договоре другое). В отдельных случаях вносимое в качестве вклада имущество фактически может оставаться в распоряжении вносящего его участника.

5. Распределение доходов, расходов и финансовых результатов в пропорции, учитывающей не только размер внесенного вклада, но и ряд других, например реальный вклад участника в совместную деятельность.

6. Солидарная ответственность участников по общим обязательствам бизнеса, т.е. право кредиторов требовать исполнения обязательства от любого из участников, что может существенно повлиять на финансовую устойчивость отдельных участников.

7. Затруднение налогового контроля за деятельностью совместного бизнеса и наличие преимуществ в налогообложении, в частности при использовании специальных режимов налогообложения. Налоговое законодательство не разделяет совместную деятельность на виды, которые определены ПБУ 20/03, предусматривая один порядок уплаты налогов для совместно осуществляемых операций, совместно используемых активов и совместной деятельности, осуществляемой на обособленном балансе.

По способам извлечения экономической выгоды виды совместного бизнеса (совместной деятельности) следующие.

1. *Совместно осуществляемые операции.* Особенности этого вида интеграции экономических субъектов таковы:

- наименьшая степень обобществления ресурсов; имущество, используемое в совместной деятельности, не переводится в состав финансовых вложений, а остается в составе активов участников, при этом каждый участник использует свои активы и несет только собственные расходы и обязательства;
- необходимость разделения производственного процесса на этапы, которые выполняются обособленными юридическими лицами, при этом каждый участник осуществляет свою часть операций;
- распределение в соответствии с договором полученной в результате совместных операций продукции или дохода от ее реализации.

2. *Совместно используемые активы.* Отличительные особенности этого вида интеграции:

- наличие общей долевой собственности на имущество, внесенное в качестве вклада в совместную деятельность; однако

имущество, используемое в совместной деятельности, не переводится в состав финансовых вложений;

- финансирование каждым участником своей доли расходов и обязательств, которые возникли у него непосредственно, и доли в общих расходах совместного бизнеса;
- получение каждым участником своей доли дохода или продукции, произведенной совместными активами.

3. *Совместная деятельность* (договор простого товарищества) имеет следующие особенности:

- наиболее тесная форма интеграции экономических субъектов: стороны по отношению к третьим лицам фактически являются единым целым;
- операции по совместной деятельности отражаются на отдельном балансе; вклады участников по договору о совместной деятельности отражаются в качестве финансовых вложений по балансовой стоимости, сформированной в бухгалтерском учете каждого участника;
- получение каждым из участников причитающейся ему доли прибыли либо покрытие полученных в рамках совместной деятельности убытков.

Для оценки деятельности совместного бизнеса используется информационная база, включающая:

- информацию, формирующуюся у каждого из участников при совместном осуществлении операций и совместном использовании активов, характеризующую часть деятельности организации, осуществляемой совместно с другими организациями. Агрегированные по всем участникам показатели позволяют оценивать совместный бизнес в целом;
- информацию, формирующуюся при осуществлении совместной деятельности у уполномоченного участника на обособленном балансе, позволяющую оценивать совместный бизнес в целом. Частные показатели, отражаемые в отчетности каждого из участников, позволяют оценивать результативность совместного бизнеса для каждого из участников.

Управление организациями, осуществляющими совместную деятельность, предполагает учет особенностей, связанных с различными формами совместного бизнеса.

Для *совместных операций* акцент должен быть сделан на оценке эффективности операций, т.е. в этом случае основными контролируемыми показателями будут рентабельность продаж, или маржа, а также рентабельность затрат. Расчеты должны проводиться как по каждому участнику, так и по всей совместной деятельности в целом.

Для *совместно используемых активов* основное внимание должно быть уделено эффективности использования активов, которая оценивается через оборачиваемость и рентабельность активов. Эти расчеты также должны проводиться как по отдельному участнику, так и по всему совместному бизнесу в целом.

Для *совместной деятельности* можно провести полноценный экономический анализ, поскольку основные результаты этой деятельности отражаются на обособленном балансе. Анализ включает оценку ликвидности, платежеспособности, оборачиваемости, рентабельности и динамичности совместного бизнеса в целом. Кроме того, необходимо оценить качество и эффективность использования ресурсов, в частности основных средств, оборотных активов, персонала, участвующих в совместном бизнесе. Для анализа эффективности совместного бизнеса для каждого из участников необходимо оценить рентабельность вложений в совместный бизнес через отношение полученной от совместной деятельности прибыли к внесенным в качестве вклада активам.

Основные аналитические процедуры в разрезе форм ведения совместного бизнеса представлены в табл. 7.32. Приведенные показатели можно рассчитать по показателям бухгалтерской отчетности, не предпринимая дополнительных усилий по формированию информации для анализа.

При оценке результатов и эффективности управления совместным бизнесом экономических субъектов необходимо учитывать следующее.

1. Совместная деятельность должна быть более эффективной, чем обычная деятельность участников, она должна приводить к росту эффективности бизнеса каждого из участников. Поскольку целью совместного бизнеса является получение экономических выгод, участие в совместном бизнесе должно обеспечивать приток дополнительных доходов.

2. Интенсивный рост результатов совместного бизнеса и вовлекаемых в него ресурсов свидетельствует о его успешности; эта оценка более точна, чем полученная при расчете показателей эффективности.

3. Большая доля доходов или прибыли, получаемых от совместного бизнеса отдельными участниками, в суммарных доходах и прибыли свидетельствует о высокой степени риска участников, в значительной степени попавших в зависимость от осуществляемой совместно с другими субъектами деятельности.

4. Значительные отклонения показателей эффективности совместного бизнеса для отдельных участников возникают в том случае, когда совместный бизнес осуществляется в интересах избранных



участников, имеющих относительно высокие показатели, а также при целенаправленном перемещении налоговых баз к участникам, имеющим пониженную налоговую нагрузку.

**Таблица 7.32. Аналитические показатели для оценки совместного бизнеса**

<i>Совместно осуществляемые операции</i>	<i>Совместно используемые активы</i>	<i>Совместная деятельность</i>
<i>Оценка совместного бизнеса в целом</i>		
Динамика доходов от совместно осуществляемых операций. Доля каждого участника в совместных доходах	Динамика доходов от совместно используемых активов. Динамика стоимости активов, находящихся в долевой собственности. Доля каждого участника в активах. Доля каждого участника в совместных доходах. Доля каждого участника в совместных расходах	Динамика доходов, расходов, прибыли и активов. Рентабельность продаж, рентабельность активов, рентабельность капитала. Оборачиваемость активов. Финансовая устойчивость. Доля распределяемой прибыли. Структура распределения между участниками прибыли, получаемой от совместной деятельности
<i>Оценка части совместного бизнеса, осуществляемого отдельным участником</i>		
Производительность труда. Ресурсоемкость продукции. Эффективность использования активов. Доля доходов и затрат на совместный бизнес в суммарных доходах и затратах участника. Показатели налоговой нагрузки	Производительность труда. Ресурсоемкость продукции. Эффективность использования активов Доля доходов и затрат на совместный бизнес в суммарных доходах и затратах участника. Показатели налоговой нагрузки	Рентабельность вкладов в совместный бизнес. Рост стоимости вклада. Динамика прибыли, получаемой от совместной деятельности. Доля прибыли от совместного бизнеса в суммарной прибыли участника. Показатели налоговой нагрузки

**Анализ ситуации.** Показатели, характеризующие финансовые вложения ОАО «XYZ», представлены в табл. 7.33—7.37.

Таблица 7.33. Структура и динамика финансовых вложений

Показатель	Начало года		Конец года		Изменение за год			Доля в изменении финансовых вложений
	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Абсолютное тыс. руб.	Темп прироста, %	Доли в структуре, %	
Вклады в уставные (складочные) капиталы других организаций								
всего	329 637	57,1	1 425 962	77,13	1 096 325	332,6	20,1	86,3
в том числе дочерних и зависимых хозяйственных обществ	329 637	57,1	1 425 962	77,13	1 096 325	332,6	20,1	86,3
Государственные и муниципальные ценные бумаги	—		—	0	—	—		—
Ценные бумаги других организаций	—		—	0	—	—		—
Предоставленные займы	154 851	26,8	378 746	20,49	223 895	144,6	(6,3)	17,6
Депозитные вклады	46 500	8,0	—	0	(46 500)	(100,0)	(8,0)	(3,7)
Прочие	47 015	8,1	44 142	2,39	(2 873)	(6,1)	(5,7)	(0,2)
Итого	578 003	100	1 848 850	100,00	1 270 847	219,9	(0,0)	100

В составе финансовых вложений преобладают долгосрочные вложения (табл. 7.34). Так, на начало года их удельный вес в общей сумме финансовых вложений составлял 57,4%, а на конец — 84,3%. Существенный рост связан со значительными вложениями в уставные капиталы дочерних и зависимых обществ, что отражает стратегию роста организации путем поглощения.

Таблица 7.34. Структура финансовых вложений

Показатель	Начало года		Конец года	
	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %
Долгосрочные финансовые вложения	332 062	57,4	1 559 377	84,3
Краткосрочные финансовые вложения	245 941	42,6	289 473	15,7
Итого	578 003	100,0	1 848 850	100,0

Таблица 7.35. Операции по покупке/продаже финансовых вложений (форма № 4)

Показатель	Предыдущий год		Отчетный год	
	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %
Выручка от продажи ценных бумаг и иных финансовых вложений	368 100	83,4	1 267 760	93,0
Поступления от погашения займов, предоставленных другим организациям	73 050	16,6	94 759	7,0
Итого поступлений	441 150	100	1 362 519	100
Приобретение дочерних организаций	(34 300)	6,90	(1 096 325)	41,04
Приобретение ценных бумаг и иных финансовых вложений	(414 600)	83,34	(1 221 260)	45,71
Займы, предоставленные другим организациям	(48 560)	9,76	(353 935)	13,25
Итого платежей	(497 460)	100	(2 671 520)	100
Чистые денежные средства	(56 310)		(1 309 001)	

Из структуры баланса (см. приложение) следует что удельный вес долгосрочных финансовых вложений в активах организации также существенно увеличился: на начало года он составлял 4,8%, на конец — 14,6%, при этом краткосрочные финансовые вложения

увеличились весьма незначительно, их удельный вес на конец года составил 2,6%. Краткосрочные финансовые вложения на 84,8% состоят из предоставленных займов, что является следствием финансовой поддержки дочерних и зависимых обществ и признаком эффективного управления денежными потоками группы. У организации имеются дочерние общества, занимающиеся снабжением сырьем и полуфабрикатами, производством и реализацией продукции, обеспечением деятельности в сфере оказания экспедиторских, складских услуг. Таким образом, можно констатировать, что политика в отношении финансовых вложений, ориентированная на масштабные финансовые инвестиции в целях развития группы по вертикальному принципу путем приобретения хозяйственных обществ и их финансовой поддержки, эффективна.

Таблица 7.36. Показатели движения финансовых вложений, %

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Коэффициент приобретения финансовых вложений	86,07	144,50
Коэффициент продажи финансовых вложений	76,32	73,70

Таблица 7.37. Показатели доходности финансовых вложений

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Величина финансовых вложений, тыс. руб.	578 003	1 848 850
Проценты к получению, тыс. руб.	10 037	13 187
Доходы от участия в других организациях, тыс. руб.	—	—
Номинальная рентабельность финансовых вложений, %	1,7	0,7
Реальная рентабельность финансовых вложений, %	(8,3)	(7,6)
Темп инфляции, %	11,0	9,0

Как показывают расчеты, организация все активнее работает со своими финансовыми вложениями: коэффициенты приобретения и продажи финансовых вложений превышают 70%. При этом чистые денежные средства от операций с финансовыми вложениями оказываются отрицательными, так, в отчетном году отрицательное saldo денежных средств по операциям с финансовыми вложениями составило 1 309 001 тыс. руб., что закономерно, поскольку сумма финансовых вложений увеличивается, приводя к оттоку денежных средств.

Текущая доходность финансовых вложений низка — ниже инфляции. Это означает, что доход, получаемый от финансовых вложений, формируется за счет капитального дохода, а также за счет неявных доходов, получаемых, например, в результате налоговой оптимизации и синергического эффекта.

Таким образом, политику в отношении финансовых вложений можно признать эффективной, несмотря на их низкую текущую доходность: финансовые вложения активно используются как средство формирования и развития группы, что и обеспечивает высокую эффективность интегрированного бизнеса в целом. В дальнейшем необходимо более точно определить эффективность осуществленных финансовых вложений и эффективность деятельности участников группы и уже на этой основе принимать решения о развитии и поддержке участников группы.

Направления политики в отношении финансовых вложений таковы:

- продолжение формирования группы организаций в соответствии со стратегией вертикальной интеграции, обоснование целесообразности вложений, позволяющих реализовывать стратегию портфельной интеграции. Необходимый объем инвестиций оценивается на уровне от 500 до 1500 млн руб.;
- активизация политики размещения временно свободных финансовых ресурсов (приобретение высоколиквидных ценных бумаг, в том числе государственных и муниципальных, поддержка участников группы займами).

Базовые направления инвестиционной политики таковы.

1. В части реальных инвестиций в нематериальные активы инвестиционная политика должна быть направлена на приобретение объектов интеллектуальной собственности, позволяющих организации поддерживать свои конкурентные преимущества в сфере производства и сбыта продукции. Необходимый объем инвестиций в нематериальные активы составляет приблизительно 10 млн руб. в год.

2. В части реальных инвестиций в основные средства инвестиционная политика должна быть направлена на поддержание высокого уровня годности основных средств и конкурентоспособности производственной базы путем приобретения основных средств в собственность и по лизингу. Необходимый объем инвестиций в основные средства оценивается на уровне от 1000 млн до 2000 млн руб. в год.

3. Инвестиционная политика в части финансовых инвестиций должна быть направлена на формирование группы организаций в соответствии со стратегией вертикальной интеграции, что позволит организации укрепить свои рыночные позиции путем повышения операционной эффективности. Необходимый объем финансовых инвестиций оценивается на уровне от 500 млн до 1500 млн руб. в год.

## Управление риском и эффективностью деятельности организации

### 8.1. Управление совокупным риском

Совокупный риск включает два основных вида риска, связанных с предпринимательской деятельностью и влияющих на динамику чистой прибыли:

1) операционный, который связан с основной деятельностью организации, зависит от структуры активов в разрезе внеоборотных и оборотных, а также от структуры расходов в разрезе переменных и постоянных и проявляется в колебаниях операционной прибыли, превышающих колебания выручки;

2) финансовый, который связан со структурой финансирования организации и уровнем процентных ставок и проявляется в колебаниях чистой прибыли, превышающих колебания операционной.

Основной риск — операционный, поскольку он отражает специфику основной деятельности организации, определяющей рентабельность и стоимость бизнеса, и зависит от технологии производства и структуры активов организации. Операционный и финансовый риск позволяют увеличить прибыль при увеличении объема продаж, т.е. реализовать эффект рычага, когда при незначительном увеличении объема продаж достигается значительный рост прибыли.

Совместное рассмотрение операционного и финансового риска дает возможность оценить эффективность и осмотрительность менеджеров организации. При высоком операционном риске, т.е. при значительных вложениях во внеоборотные активы и большом удельном весе постоянных затрат, финансовый риск не должен быть высоким, поскольку внеоборотные активы должны финансироваться в основном собственным капиталом. Наоборот, при низком операционном риске финансовый риск может быть достаточно высоким.

Эффект сопряженного рычага, представляющий собой результат совместного воздействия на чистую прибыль двух основных видов предпринимательских рисков — операционного и финансового, служит основой оценки динамики чистой прибыли, обусловленной динамикой объема продаж.

Сопряженный рычаг, агрегирующий операционный и финансовый риски, измеряется показателем «уровень совокупного риска»,

который позволяет определить, на сколько процентов изменится чистая прибыль при изменении объема продаж на один процент:

$$VCP = YOP \cdot VFP,$$

где  $YOP$ ,  $VFP$ ,  $VCP$  — соответственно уровень операционного, финансового и совокупного риска.

Поскольку чистая прибыль рассчитывается через уровень совокупного риска, то, основываясь на данных о чистой прибыли предыдущего года и значении уровня совокупного риска предыдущего года, определяется *расчетная чистая прибыль* отчетного года:

$$П_{\text{ч}}^{\text{расч}} = П_{\text{ч}}^{\text{пр}} \cdot (1 + YOP^{\text{пр}} \cdot VFP^{\text{пр}} \cdot T_B) = П_{\text{ч}}^{\text{пр}} \cdot (1 + VCP^{\text{пр}} \cdot T_B),$$

где  $П_{\text{ч}}^{\text{пр}}$  — чистая прибыль предыдущего года;

$T_B$  — темп прироста выручки в отчетном году по отношению к предыдущему.

*Расчетная операционная прибыль* определяется через уровень операционного рычага:

$$П_{\text{оп}}^{\text{расч}} = П_{\text{оп}}^{\text{пр}} \cdot (1 + YOP^{\text{пр}} \cdot T_B).$$

*Расчетная чистая прибыль* определяется через уровень финансового рычага:

$$П_{\text{ч}}^{\text{расч}} = П_{\text{ч}}^{\text{пр}} \cdot (1 + VFP^{\text{пр}} \cdot П_{\text{оп}}).$$

Потенциально возможный *темп прироста операционной прибыли* в отчетном году оценивается с помощью формулы:

$$T_{П_{\text{оп}}} = T_B \cdot YOP^{\text{пр}}.$$

Потенциально возможный темп прироста чистой прибыли в отчетном году оценивается по формуле:

$$T_{П_{\text{ч}}} = П_{\text{оп}} \cdot VFP^{\text{пр}}.$$

Сравнение рассчитанных таким образом показателей прибыли с ее фактическими значениями в отчетном году дает возможность оценить, в какой степени динамика прибыли определяется динамикой объема продаж в реальном исчислении, усиленной воздействием операционного и финансового рычага, а в какой — другими факторами, в числе которых непропорциональное изменение расходов организации, в том числе производственных, коммерческих, управленческих, финансовых и налоговых.

Для оценки уровня совокупного риска применяется модель, основанная на относительных показателях. Первая составляющая совокупного риска — *уровень операционного риска* — определяется по формуле

$$YOP = \frac{\Pi_0 + P_{\text{пост}}}{\Pi_0} = \frac{\frac{\Pi_0}{A} + \frac{P_{\text{пост}}}{A}}{\frac{\Pi_0}{A}} = \frac{P_a + k_{\text{п}}}{P_a},$$

где  $A$  — чистые активы (в данном случае — это активы за вычетом краткосрочных обязательств в виде кредиторской задолженности) равны инвестированному капиталу;

$\Pi_0$  — операционная прибыль (прибыль до вычета процентов и налога);

$P_a$  — рентабельность активов;

$k_{\text{п}}$  — коэффициент постоянных расходов (определяется отношением постоянных расходов к активам).

Уровень операционного риска будет тем выше, чем ниже рентабельность активов и выше коэффициент постоянных расходов. Поэтому для эффективной организации, применяющей капиталоемкие технологии, будет характерна высокая рентабельность активов при достаточно высоком значении коэффициента постоянных расходов.

*Уровень финансового риска*, выраженный через относительные показатели рассчитывается по формуле

$$YFP = \frac{\Pi_0}{\Pi_0 - r \cdot K_3} = \frac{\frac{\Pi_0}{A}}{\frac{\Pi_0}{A} - r \cdot \frac{K_3}{A}} = \frac{P_a}{P_a - r \cdot k_3},$$

где  $k_3$  — коэффициент финансовой зависимости.

Таким образом, финансовый рычаг будет тем больше, чем ниже рентабельность активов, выше процентная ставка по заемному капиталу и больше доля заемного капитала в структуре финансирования. Для финансово активной организации характерна высокая рентабельность активов при достаточно активном использовании заемного капитала, приводящем к относительно высокому значению коэффициента зависимости, при условии соответствия уровня процентной ставки среднерыночному.

С учетом представленных зависимостей уровень совокупного риска можно выразить формулой

$$VCP = YOP \cdot YFP = \frac{P_a + k_{\text{п}}}{P_a - r \cdot k_3}.$$

Четырехфакторная модель совокупного риска устанавливает зависимость совокупного риска от показателя операционного риска



(коэффициента постоянных расходов), показателей финансового риска (коэффициента финансовой зависимости и уровня процентной ставки), а также показателя рентабельности активов, который влияет как на операционный, так и на финансовый риск. Для более полного исследования факторов, влияющих на совокупный риск, показатель рентабельности активов разложен на два фактора: оборачиваемость активов и рентабельность продаж (маржа), которая, в свою очередь, представлена через показатели ресурсоемкости продукции. С учетом этого совокупный риск рассчитывается по формуле

$$\begin{aligned} VCP &= VOP \cdot V\Phi P = \frac{P_a + k_{\Pi}}{P_a - r \cdot k_3} = \frac{m \cdot k_0 + k_{\Pi}}{m \cdot k_0 - r \cdot k_3} = \\ &= \frac{\left(1 - PE + \frac{\Phi P_{\text{пр}}}{B}\right) \cdot k_0 + k_{\Pi}}{\left(1 - PE + \frac{\Phi P_{\text{пр}}}{B}\right) \cdot k_0 - r \cdot k_3}, \end{aligned}$$

где  $k_0$  — коэффициент оборачиваемости активов;

$PE$  — ресурсоемкость продукции;

$\Phi P_{\text{пр}}$  — прочий финансовый результат (без процентов к уплате).

Как следует из этой зависимости, факторами, снижающими риск, будут увеличение оборачиваемости активов, снижение ресурсоемкости продукции, коэффициента постоянных расходов, уровня процентной ставки и коэффициента финансовой зависимости.

Увеличение операционного риска происходит при расширении производственных мощностей предприятия, т.е. при инвестициях во внеоборотные активы, которые и продуцируют постоянные расходы.

Увеличение финансового риска происходит при увеличении объема заемного капитала и/или повышении процентной ставки.

Увеличение операционного и финансового риска оправданно при условии, что рентабельность инвестированного капитала превышает средневзвешенную стоимость капитала, а рентабельность активов превышает процент по заемному капиталу. Для снижения уровня операционного риска необходимо увеличивать переменную часть расходов организации. Снижение финансового риска может быть достигнуто снижением объема заемного капитала и его стоимости. Кроме того, увеличение рентабельности активов снижает оба вида риска.

Для оценки устойчивости прибыли организации рассчитывается совокупный запас надежности. Он показывает максимально возможное снижение объема продаж, при котором чистая прибыль становится равной нулю. Совокупный запас надежности рассчиты-

ваются исходя из запаса коммерческой надежности, который определяется уровнем операционного рычага, и запаса финансовой надежности, который определяется уровнем финансового рычага.

Формула совокупного запаса надежности выводится из выражения:

$$P_{\text{ч}}^{\text{расч}} = P_{\text{ч}}^{\text{пр}} \cdot (1 + УСР \cdot T_B).$$

Формула совокупного запаса надежности, который показывает максимально возможный темп снижения выручки, при котором расчетная чистая прибыль становится равной нулю, имеет вид

$$СЗН = \frac{1}{УСР}.$$

Совокупный запас надежности может быть также рассчитан по формуле

$$СЗН = ЗКН \cdot ЗФН.$$

Имеет значение не только уровень совокупного риска, но и то, за счет каких факторов он сформирован. Рациональным будет относительно высокое значение показателя совокупного риска при высокой рентабельности активов и при соблюдении следующих ограничений: процент по заемному капиталу не должен превышать рыночный, значение дифференциала финансового рычага не менее 2 пунктов, плечо финансового рычага не должно превышать единицу. С учетом этих ограничений можно определить максимально допустимый уровень операционного и финансового рычага. Для операционного рычага — 10, поскольку, как известно, запас коммерческой надежности, который обратен уровню операционного рычага, должен быть не менее 10%. Для финансового рычага — 2, поскольку операционная прибыль должна как минимум в 2 раза превышать проценты к уплате, следовательно, минимальный запас финансовой надежности равен 50%.

Минимальный уровень риска достигается для операционного риска при отсутствии постоянных расходов, а для финансового — при отсутствии заемного капитала или его нулевой стоимости. Минимальный уровень операционного и финансового риска равен 1, следовательно, максимальный запас коммерческой и финансовой надежности равен 100%. Таким образом, уровень совокупного риска не должен выходить за границы от 1 до 20, а совокупный запас надежности — от 5 до 100%.

С учетом того, что организация может иметь высокий уровень только одного из двух видов риска, границы колебаний совокупного риска будут определяться как произведение минимального уровня одного риска и максимального уровня другого. Таким образом, уро-

вень совокупного риска будет находиться в пределах от 2 (1 · 2) до 10 (1 · 10), а совокупный запас надежности в пределах от 10 до 50%.

Эффективный бизнес характеризуется высокой операционной эффективностью, которая приводит к высокой рентабельности, высокой финансовой активностью, которая приводит к росту финансового риска, и высокой инвестиционной активностью, которая проявляется в высоком операционном риске. Динамика показателей, определяющих уровень совокупного риска, должна характеризоваться таким соотношением между ростом рентабельности активов, с одной стороны, и повышением коэффициента постоянных расходов и коэффициента финансовой зависимости — с другой, которое будет приводить к повышению эффективности деятельности при снижении уровня совокупного риска.

Управление совокупным риском заключается в воздействии на эффект операционного рычага через структуру затрат в разрезе постоянных и переменных и воздействии на эффект финансового рычага через структуру и стоимость финансирования в целях достижения рационального уровня совокупного риска.

**Анализ ситуации.** Показатели совокупного риска, рассчитанные по данным ОАО «XYZ», приведены в табл. 8.1.

Таблица 8.1. **Уровень риска организации**

<i>Уровень риска</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Операционного	2,10	2,50
Финансового	1,00	1,02
Совокупного	2,11	2,55

Как было установлено ранее, масштабы деятельности организации растут, поэтому увеличиваются внеоборотные активы и постоянные расходы, а следовательно, повышается критический объем продаж и уровень операционного риска. При этом запас коммерческой надежности организации не только достаточен, но и избыточен: это свидетельствует о том, что только при снижении объема продаж на 40% организация попадет в точку безубыточности.

Показатели, характеризующие финансовый риск, также свидетельствуют о чрезвычайно низком уровне риска, особенно на начало года. К концу года, несмотря на значительное привлечение заемного капитала, благодаря низкой процентной ставке, уровень финансового риска остался низким (1,02). При этом уровень рентабельности бизнеса настолько высок, а фактический уровень процентной ставки по заемному капиталу настолько низок, что финансовый

рычаг позволяет существенно наращивать рентабельность собственного капитала.

Оценивая уровень операционного и финансового риска, можно сделать вывод о том, что организация не активно использует эффект операционного и финансового рычага, а следовательно, не в полном объеме использует возможности повышения эффективности деятельности.

Уровень совокупного риска дает возможность оценить динамику операционной и чистой прибыли организации с помощью сравнения расчетного значения прибылей, определенных на основе прироста выручки и значения совокупного риска, и их фактических значений отчетного года. Результаты таких расчетов приведены в табл. 8.2.

**Таблица 8.2. Расчет прироста чистой прибыли на основе показателя совокупного риска**

<i>Показатель</i>	<i>Значение</i>
<i>Операционный рычаг</i>	
Операционная прибыль предыдущего года, тыс. руб.	2 739 492
Темп прироста выручки, %	34,26
Уровень операционного риска за предыдущий год	2,10
Расчетный темп прироста операционной прибыли, %	71,81
Расчетное значение операционной прибыли, тыс. руб.	4 706 723
Расчетный прирост операционной прибыли, тыс. руб.	1 967 231
Фактический прирост операционной прибыли, тыс. руб.	439 876
<i>Финансовый рычаг</i>	
Чистая прибыль предыдущего года, тыс. руб.	2 029 413
Темп прироста операционной прибыли, %	16,06
Уровень финансового риска за предыдущий год	1,004
Расчетный темп прироста чистой прибыли, %	16,13
Расчетное значение чистой прибыли, тыс. руб.	2 356 736
Расчетный прирост чистой прибыли, тыс. руб.	327 323
Фактический прирост чистой прибыли, тыс. руб.	290 680

Как следует из таблицы, при наличии благоприятных предпосылок в виде увеличения выручки на 34,3% организация не смогла в полной мере их использовать и реализовать потенциальный рост чистой прибыли.

Потери произошли на этапе формирования операционной прибыли за счет снижения операционной эффективности, а именно увеличения прочей ресурсоемкости с 0,141 до 0,156 и увеличения убыт-

ков от прочих операций с 156 092 до 714 178 тыс. руб. Как следует из расчетов, прирост операционной прибыли должен был составить 1 967 231 тыс. руб., но он равен всего 439 876 тыс.

На этапе формирования чистой прибыли потери связаны с увеличением заемного капитала. Однако на этом этапе потери не так существенны, фактический прирост чистой прибыли составил 290 680 тыс. руб. вместо расчетного значения 327 323 тыс.

Результаты расчетов по двухфакторной модели совокупного риска представлены в табл. 8.3.

**Таблица 8.3. Результаты факторного анализа уровня совокупного риска\***

<i>Показатель</i>	<i>Влияние фактора</i>	
	<i>Пункты</i>	<i>%</i>
Уровень операционного риска	0,41	93,26
Уровень финансового риска	0,03	6,74
Прирост совокупного риска	0,44	100,00

\* Двухфакторная модель, логарифмический метод факторного анализа.

Как следует из таблицы, уровень совокупного риска растет, хотя и незначительно; этот рост в большей степени происходит за счет увеличения операционного риска: в суммарном изменении совокупного риска его влияние оценивается на уровне 93,26%. Влияние уровня финансового риска (6,74%) также приводит к повышению уровня совокупного риска.

Для более полной оценки влияния факторов на совокупный риск выполнены расчеты на основе четырехфакторной модели. Исходные данные для расчетов приведены в табл. 8.4, результаты — в табл. 8.5.

**Таблица 8.4. Исходные данные для четырехфакторной модели совокупного риска**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Фактическая процентная ставка, %	3,39	1,68
Коэффициент постоянных расходов	0,53	0,50
Коэффициент финансовой зависимости	0,06	0,34
Рентабельность активов, %	48,30	33,52

По результатам расчетов можно определить основной фактор, который способствовал повышению уровня совокупного риска. Это рентабельность активов (ранг 1), которая снизилась с 48,3 до 33,5%

и таким образом привела к увеличению уровня совокупного риска. Из расчетов следует, что, кроме рентабельности активов, рост уровня совокупного риска обусловлен увеличением коэффициента финансовой зависимости с 0,06 до 0,34 вследствие привлечения заемного капитала. Снижение уровня совокупного риска связано со снижением процентной ставки с 3,39 до 1,68%, а также с уменьшением коэффициента постоянных расходов с 0,53 до 0,50. Такое сочетание факторов негативно характеризует деятельность организации, поскольку при снижении эффективности деятельности ее рискованность увеличивается.

**Таблица 8.5. Результаты факторного анализа уровня совокупного риска (четырёхфакторная модель)**

<i>Показатель</i>	<i>Влияние фактора</i>		<i>Ранг фактора</i>
	<i>Пункты</i>	<i>%</i>	
Фактическая процентная ставка	(0,005)	(1,082)	4
Коэффициент постоянных расходов	(0,053)	(12,100)	2
Коэффициент финансовой зависимости	0,020	4,556	3
Рентабельность активов	0,479	108,626	1
Прирост уровня совокупного риска	0,441	100,000	

Результаты совместного анализа двух представленных моделей уровня совокупного риска показывают, что основной фактор повышения совокупного риска — операционный риск, который, в свою очередь, повысился из-за снижения рентабельности активов вследствие снижения их оборачиваемости.

В заключение необходимо оценить показатели запаса коммерческой и финансовой надежности, а также совокупного запаса надежности. Результаты расчетов приведены в табл. 8.6.

**Таблица 8.6. Показатели совокупного запаса надежности, %**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>	<i>Темп прироста, %</i>
Запас коммерческой надежности	47,71	39,96	(16,25)
Запас финансовой надежности	99,55	98,29	(1,27)
Совокупный запас надежности	47,49	39,27	(17,31)

Рассчитанные показатели свидетельствуют о том, что организация обладает избыточным совокупным запасом надежности. Особенно

велик запас финансовой надежности, поскольку предприятие заимствует под процент, который значительно ниже рыночного. Однако при этом необходимо отметить, что объем заемного капитала достаточно существенный.

Выполненные расчеты позволяют сделать вывод о том, что менеджеры рассматриваемой организации недостаточно эффективно управляют операционным и финансовым рисками, поддерживая низкий уровень рискованности, который, однако, несколько растет. Это приводит к замедлению роста эффективности бизнеса.

В будущем основным направлением развития бизнеса должно стать увеличение производственных мощностей за счет увеличения объема привлекаемого заемного капитала для дальнейшей модернизации производства и финансирования маркетинговой деятельности. Это должно привести к росту рентабельности активов при определенном увеличении как операционного, так и финансового риска.

## 8.2. Управление рентабельностью собственного капитала

Для разработки стратегии управления рентабельностью собственного капитала и комплексной оценки основных влияющих на нее факторов, используется модель Дюпон (DuPont)<sup>1</sup>. Эта модель позволяет дать оценку влиянию на рентабельность собственного капитала таких факторов, как мультипликатор собственного капитала, деловая активность и рентабельность продаж.

Модель Дюпон агрегирует важнейшие абсолютные и относительные финансовые показатели деятельности организации (рис. 8.1).

Стратегия повышения рентабельности за счет трех перечисленных факторов в значительной степени зависит от специфики деятельности организации. Поэтому в процессе разработки финансовой политики надо оценивать внутренние и внешние факторы функционирования бизнеса. За счет маржи может повышать рентабельность организация, которая выпускает высококачественную продукцию для сегмента, характеризующегося достаточно высоки-

---

<sup>1</sup> Модель Дюпон (DuPont) финансового анализа была впервые сформулирована в 1910-е годы, когда известная химическая компания приобрела пакет акций General Motors Corp, и поставила задачу привести в порядок запутанные финансы автомобильной фирмы. По мнению бывшего руководителя GM Alfred Sloan, весь дальнейший успех GM был возможен лишь благодаря системе планирования и управления, разработанной в компании DuPont. Этот ошеломительный успех принес известность модели DuPont во всех крупных корпорациях США. До 1970-х годов это была доминирующая модель финансового анализа.

ми доходами и низкой ценовой эластичностью спроса по цене. При этом удельный вес постоянных расходов должен быть достаточно низким, поскольку высокая маржа обычно сопровождается небольшим объемом производства и реализации. Кроме того, поскольку высокая маржа — это всегда стимул конкурентам войти на рынок, стратегия повышения рентабельности собственного капитала за счет маржи применима при достаточной защищенности рынка от потенциальных производителей. Если направлением повышения рентабельности собственного капитала является оборачиваемость активов, то обслуживаемый сегмент рынка должен характеризоваться высокой эластичностью спроса по цене и невысокими доходами потенциальных покупателей. В этом случае речь идет о массовом рынке, а следовательно, производственные мощности должны быть достаточны для удовлетворения спроса. Повысить рентабельность собственного капитала за счет мультипликатора, т.е. за счет наращивания обязательств, можно только в том случае, если, во-первых, рентабельность активов организации значительно выше стоимости привлекаемых обязательств и, во-вторых, в структуре ее активов внеоборотные активы занимают небольшой удельный вес, что позволяет организации в структуре источников финансирования иметь значительный удельный вес непостоянных источников.

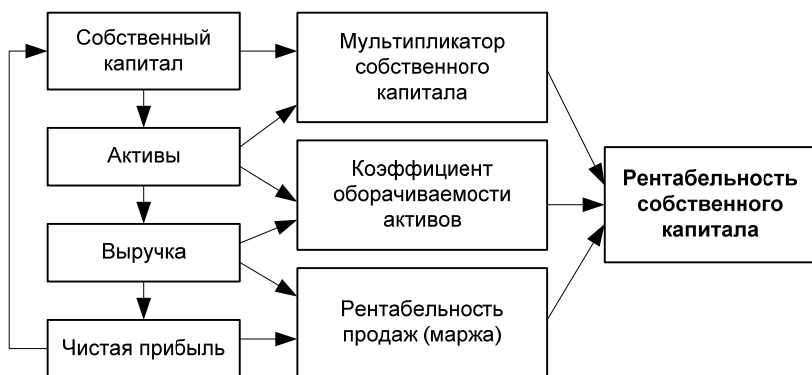


Рис. 8.1. Модель Дюпон

Трехфакторная модель Дюпон имеет вид:

$$P_k = \frac{A}{K_c} \cdot \frac{B}{A} \cdot \frac{\Pi_{\text{ч}}}{B} \cdot 100 = M \cdot k_o \cdot m,$$

где  $M$  — мультипликатор собственного капитала, рассчитываемый как отношение скорректированных активов (активы за вычетом



кредиторской задолженности, по пассиву равны инвестированному капиталу) к собственному капиталу;

$k_0$  — коэффициент оборачиваемости активов;

$m$  — чистая рентабельность продаж (чистая маржа).

Существуют модификации модели Дюпон, позволяющие более полно исследовать влияние отдельных факторов на рентабельность собственного капитала. Например, пятифакторная модель, дополнительно учитывающая фактор процентного бремени и эффективность прочей деятельности. Показатель «процентное бремя» рассчитывается как отношение чистой прибыли к чистой операционной прибыли и позволяет оценить эффективность заимствований; показатель «эффективность прочей деятельности» определяется как отношение чистой операционной прибыли к чистой прибыли от продаж и позволяет оценить влияние результата от прочих операций на итоговую эффективность бизнеса.

Пятифакторная модель имеет вид:

$$P_K = \frac{A}{K_C} \cdot \frac{B}{A} \cdot \frac{P_{чпр}}{B} \cdot \frac{P_{ч0}}{P_{чпр}} \cdot \frac{P_{ч}}{P_{ч0}} \cdot 100 = M \cdot k_0 \cdot m_{ч0} \cdot k_э \cdot \bar{b}_{пр},$$

где  $P_{ч0}$  — чистая операционная прибыль;

$P_{чпр}$  — чистая прибыль от продаж, рассчитываемая как прибыль от продаж за вычетом налога на прибыль;

$m_{ч0}$  — чистая операционная маржа;

$\bar{b}_{пр}$  — процентное бремя, рассчитывается как отношение чистой прибыли к чистой операционной прибыли;

$k_э$  — коэффициент эффективности прочей деятельности. Если  $k_э < 1$ , то прочая деятельность убыточна и снижает итоговую эффективность бизнеса.

Пятифакторная модель Дюпон позволяет дать комплексную оценку деятельности организации, включая оценку стратегии финансирования (через мультипликатор собственного капитала и показатель процентного бремени), эффективности менеджмента (через оборачиваемость активов и коэффициент эффективности прочей деятельности), конкурентоспособности продукции (через маржу).

**Анализ ситуации.** Результаты расчета рентабельности собственного капитала ОАО «XYZ» по трехфакторной модели Дюпон представлены в табл. 8.7.

Оценивая результаты анализа можно утверждать, что снижение рентабельности собственного капитала с 38,21 до 37,24% предопределили два фактора: оборачиваемость (вклад в снижение рентабель-

ности 8,28 процентных пункта), а также чистая маржа (6,06 пунктов), положительно на рентабельность собственного капитала повлиял только мультипликатор (13,37 пунктов). В итоге произошла частичная компенсация снижения операционной эффективности повышением финансовой активности. Таким образом, методика фиксирует следующие тенденции, имевшие место в анализируемом периоде, — снижение операционной эффективности, проявившееся в снижении маржи с 14,46 до 12,31% и снижении оборачиваемости активов с 2,47 до 1,99, а также повышение финансовой активности, проявившееся в увеличении мультипликатора с 1,07 до 1,52.

**Таблица 8.7. Результаты анализа рентабельности собственного капитала по модели Дюпон**

Показатель	Предыдущий год	Отчетный год	Влияние факторов		Ранг фактора
			Пункты	%	
Мультипликатор собственного капитала	1,07	1,52	13,37	1367,17	1
Оборачиваемость активов	2,47	1,99	(8,28)	(847,10)	2
Чистая маржа, %	14,46	12,31	(6,06)	(620,06)	3
Рентабельность собственного капитала, %	38,21	37,24	(0,98)	(100,00)	

На следующем этапе расчетов исследуется пятифакторная модель, полученная методом расширения модели Дюпон и введения в нее еще двух факторов — показателя процентного бремени и показателя эффективности прочей деятельности. Результаты расчетов представлены в табл. 8.8.

Результаты расчетов позволяют существенно конкретизировать ранее сделанные выводы. Снижение чистой маржи, которое было отмечено ранее, связано не со снижением эффективности основной деятельности, а с неэффективностью прочих операций, вклад которых в снижение рентабельности составил 5,55 пункта. Если бы эффективность прочих операций не снизилась с 0,95 до 0,82, то рентабельность собственного капитала составила бы 42,82%.

Эффективность заимствований была высокой, поскольку увеличение процентного бремени, приведшее к снижению рентабельности на 0,48 пункта, было многократно компенсировано увеличением мультипликатора, которое привело к росту рентабельности на 13,37 процентного пункта.

Таблица 8.8. **Результаты анализа рентабельности собственного капитала по пятифакторной модели**

Показатель	Предыдущий год	Отчетный год	Влияние факторов		Ранг фактора
			Пункты	%	
Мультипликатор собственного капитала	1,07	1,52	13,37	1367,17	1
Оборачиваемость активов	2,47	1,99	(8,28)	(847,10)	2
Чистая рентабельность продаж	15,35	15,34	(0,03)	(2,64)	5
Эффективность прочей деятельности	0,95	0,82	(5,55)	(567,98)	3
Процентное бремя	1,00	0,98	(0,48)	(49,45)	4
Рентабельность собственного капитала	38,21	37,24	(0,98)	(100,00)	

Основными направлениями воздействия на рентабельность собственного капитала должны стать: дальнейшее привлечение заемного капитала и повышение мультипликатора собственного капитала, повышение оборачиваемости активов за счет усиления контроля над использованием вновь приобретаемого имущества, повышение маржи за счет усиления комплекса маркетинга и повышения эффективности политики в отношении расходов, повышение эффективности прочей деятельности за счет снижения убытков от прочих операций.

### 8.3. Управление ростом бизнеса

Одна из самых объективных и комплексных характеристик успешности бизнеса — его динамика. Темп роста инвестированного капитала является фактором стоимости бизнеса. Исследование темпа роста позволяет разработать стратегию управления ростом бизнеса и выявить возможности его ускорения за счет повышения эффективности бизнес-процессов и конкурентоспособности продукции, коррекции дивидендной политики и стратегии финансирования. Темп роста — комплексная характеристика деятельности организации, поскольку на него одновременно влияют факторы инвестиционной, операционной и финансовой деятельности. Факторами инвестиционной и операционной деятельности являются маржа прибыли, оборачиваемость активов; финансовой — мультипликатор собст-

венного капитала и коэффициент реинвестирования прибыли. Поддержание устойчивого темпа роста сводится к управлению рентабельностью ресурсов, правильному применению рычага и выбору разумной дивидендной политики. Заметно увеличить потенциал роста способна рациональная финансовая политика, выраженная в концентрированном виде через мультипликатор и норму распределения прибыли.

Существуют два показателя потенциального темпа роста бизнеса:

1) внутренний темп роста — отношение нераспределенной прибыли к инвестированному капиталу. Эта модель основана на допущении, что рост бизнеса будет финансироваться только нераспределенной прибылью;

2) устойчивый темп роста (отношение нераспределенной прибыли к собственному капиталу); характеризует возможности роста при условии, что остальные источники финансирования будут увеличиваться пропорционально увеличению собственного капитала, а структура финансирования останется неизменной. При этом собственный капитал будет расти только за счет нераспределенной прибыли без дополнительного привлечения средств участников. Более точно возможности роста компании отражает устойчивый темп роста.

Уравнение устойчивого темпа роста, представляющее собой четырехфакторную мультипликативную модель, развивающую модель Дюпон, позволяет дать комплексную оценку основным факторам, определяющим темп роста собственного капитала организации — стратегии финансирования, операционной эффективности, инвестиционной активности, а также дивидендной политике:

$$g_{уст} = \frac{\Delta K_c}{K_c} = \frac{\Pi_n}{K_c} = \frac{A}{K_c} \cdot \frac{B}{A} \cdot \frac{\Pi_q}{B} \cdot \frac{\Pi_n}{\Pi_q} = M \cdot k_o \cdot m \cdot k_p,$$

где  $\Pi_n$  — нераспределенная прибыль;

$M$  — мультипликатор собственного капитала;

$k_p$  — коэффициент реинвестирования прибыли.

В другой формуле устойчивого темпа роста рентабельность собственного капитала выражена через эффект финансового рычага:

$$g_{уст} = \left[ P_a \cdot (1 - t_p) + \frac{K_3}{K_c} \cdot (P_a - r) \cdot (1 - t) \right] \cdot k_p,$$

где  $P_a$  — рентабельность активов (рассчитываемая как отношение операционной прибыли к активам);

$t_p$  — фактическая ставка налогообложения бухгалтерской прибыли;

$K_3$  — заемный капитал;

$r$  — процентная ставка по заемному капиталу.

Эта формула, по сути, представляет факторы устойчивого темпа роста, но в несколько иной интерпретации. Так, мультипликатор представлен плечом финансового рычага, маржа и оборачиваемость выражены через рентабельность активов, ставку налогообложения прибыли и процентную ставку. Однако мультипликативные модели темпа роста имеют неоспоримые преимущества, поскольку при их факторном анализе логарифмическим методом достигается более точный результат.

Для расчета внутреннего темпа роста используется функциональная зависимость темпа роста от маржи, коэффициента оборачиваемости и коэффициента reinvestирования прибыли:

$$g_{\text{вн}} = \frac{\Delta K_{\text{с}}}{K_{\text{ин}}} = \frac{\Pi_{\text{н}}}{K_{\text{ин}}} = \frac{\Pi_{\text{ч}}}{B} \cdot \frac{B}{A} \cdot \frac{\Pi_{\text{н}}}{\Pi_{\text{ч}}} = m \cdot k_0 \cdot k_p,$$

где  $K_{\text{ин}}$  — инвестированный капитал.

Для оценки деятельности компании важно не только определить потенциально возможный устойчивый и внутренний темп роста и выявить влияние факторов, определивших их уровень, но и сравнить потенциальный темп роста с фактическим, оцениваемым через динамику инвестированного капитала, выручки и чистой прибыли.

Разные сочетания темпов прироста этих ключевых показателей позволяют дать оценку эффективности роста организации. Рациональное сочетание темпов прироста перечисленных показателей для эффективного и финансово активного бизнеса таково:

$$g_{\text{вн}} < g_{\text{уст}} < T_{\text{ИК}} < T_B < T_{\text{П}},$$

где  $T_{\text{ИК}}$ ,  $T_B$ ,  $T_{\text{П}}$  — темп прироста соответственно инвестированного капитала, выручки и чистой прибыли.

Представленные соотношения иллюстрируют то, что фактический рост организации должен быть выше ее потенциального роста. При этом устойчивый рост выше внутреннего, поскольку в знаменателе этого показателя — инвестированный капитал, а в знаменателе устойчивого темпа роста — собственный капитал, который меньше инвестированного. Превышение устойчивым темпом роста фактического темпа прироста инвестированного капитала характерно для финансово активной организации, привлекающей заемный капитал для финансирования роста. Превышение темпом прироста выручки темпа прироста инвестированного капитала достигается за счет повышения оборачиваемости; превышение темпом роста прибыли темпа роста выручки — за счет увеличения маржи. Таким образом, представленное неравенство выполняется для финансово активного и операционно эффективного бизнеса.

Зачастую считается, что рациональным соотношением между темпом прироста собственного капитала и валюты баланса будет превышение первым второго, т.е. ускоренный рост собственного капитала по сравнению с увеличением валюты баланса. Однако это оправдано только для организации, которая чрезмерно обременена обязательствами и характеризуется отрицательным дифференциалом финансового рычага. В других случаях целесообразно превышение темпом роста инвестированного капитала темпа роста собственного. Для эффективных российских предприятий характерно активное использование внешних источников финансирования, в то время как для неэффективных — более консервативная стратегия финансирования.

Подводя итог исследованию показателей роста компании, необходимо отметить следующее. Обязательным условием высоких показателей динамики бизнеса является высокий уровень устойчивого темпа роста, определяемый такими параметрами, как мультипликатор собственного капитала, маржа прибыли, оборачиваемость активов, показатель реинвестирования прибыли. То, насколько будет реализован этот потенциальный темп роста, зависит от операционной эффективности и финансовой активности компании. Рост компании можно признать эффективным, если увеличение собственного капитала приводит к значительно большему увеличению выручки, а это значит, что капитал используется более эффективно, чем в предыдущем году и (или) на рубль собственного капитала сформировано больше активов, чем в предыдущем.

**Анализ ситуации.** Показатели роста ОАО «XYZ» представлены в табл. 8.9.

**Таблица 8.9. Результаты факторного анализа устойчивого темпа роста**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>	<i>Влияние фактора</i>		<i>Ранг фактора</i>
			<i>Пункты</i>	<i>%</i>	
Мультипликатор собственного капитала	1,07	1,52	8,74	37,27	2
Оборачиваемость активов	2,47	1,99	(5,41)	(23,09)	3
Чистая маржа, %	14,46	12,31	(3,96)	(16,90)	4
Коэффициент реинвестирования чистой прибыли	1,00	0,40	(22,81)	(97,27)	1
Устойчивый темп роста, %	38,21	14,77	(23,45)	(100,00)	

Расчеты показывают, что более чем двукратное замедление устойчивого темпа роста определяется дивидендной политикой (доля влияния 97,27%), т.е. выплата 60% чистой прибыли в виде дивидендов привела к тому, что устойчивый темп роста снизился с 38,21% в предыдущем году до 14,77% в отчетном. Влияние остальных факторов не так существенно, оно было прокомментировано выше в процессе анализа рентабельности собственного капитала по модели Дюпон. Результаты расчетов по модели внутреннего темпа роста представлены в табл. 8.10.

**Таблица 8.10. Результаты факторного анализа внутреннего темпа роста**

Показатель	Предыдущий год	Отчетный год	Влияние фактора		Ранг фактора
			Пункты	%	
Чистая маржа, %	14,46	12,31	(3,21)	(14,04)	3
Оборачиваемость активов	2,47	1,99	(4,39)	(19,19)	2
Коэффициент реинвестирования чистой прибыли	1,00	0,40	(18,48)	(80,81)	1
Внутренний темп роста, %	35,78	9,70	(22,87)	(100,00)	

Как показывают расчеты, снижение внутреннего темпа роста было еще существеннее. Это предопределено всеми тремя факторами модели: снижением маржи, оборачиваемости активов, а также снижением коэффициента реинвестирования прибыли. Именно последний фактор внес самый большой вклад в торможение роста бизнеса: 80,81%.

Следующий этап расчетов — исследование соотношений между фактическим и потенциальными (устойчивым и внутренним) темпами роста. Показатели роста (рассчитанные по схеме учетного процента, т.е. как отношение прироста к значению в отчетном году) приведены в табл. 8.11.

**Таблица 8.11. Показатели роста бизнеса (темпы прироста показателей), %**

Показатель	Отчетный год
Внутренний темп роста	9,70
Устойчивый темп роста	14,77
Темп прироста инвестированного капитала (фактический)	40,20
Темп прироста выручки (фактический)	25,52
Темп прироста чистой прибыли (фактический)	12,53

Как показывают расчеты, оптимальные соотношения выполняются не в полной мере. Соотношения между внутренним, устойчивым темпом и фактическим темпом роста инвестированного капитала оптимальны, что является свидетельством высокой финансовой активности организации в отчетном году. А соотношения между темпом роста капитала, выручки и прибыли не оптимально, поскольку темп роста финансовых результатов оказался ниже темпа роста капитала, что говорит об операционной неэффективности бизнеса.

Стратегия управления ростом бизнеса должна строиться с учетом усиления контроля над эффективностью использования имущества, приобретаемого в ходе реализации инвестиционной программы; возможной коррекции дивидендной политики, а также дальнейшего привлечения капитала для продолжения финансирования реальных и финансовых инвестиций.

#### 8.4. Показатели оценки бизнес-процессов

Обобщающую оценку деятельности организации позволяют дать показатели оценки бизнес-процессов, с помощью которых следует определить, какие бизнес-процессы и каким образом необходимо совершенствовать, чтобы удовлетворить запросы клиентов и акционеров. Показатели для оценки бизнес-процессов классифицируются следующим образом.

*Финансовые и нефинансовые показатели.* Финансовые показатели рассчитываются по данным финансового учета и представляют собой стоимостную оценку бизнес-процессов в абсолютном и относительном выражении; нефинансовые показатели рассчитываются по данным управленческого учета и дают оценку бизнес-процессов в натуральных показателях. Некоторые нефинансовые показатели (продолжительность операционного и финансового цикла, динамика показателей производства и реализации в реальном исчислении) могут быть определены по данным финансовой отчетности.

*Стратегические и функциональные показатели.* Стратегические показатели характеризуют степень достижения целей организации в целом. Они должны быть унифицированы по подразделениям, чтобы их можно было сравнивать и агрегировать для всей организации. Функциональные показатели предназначены для оценки отдельных аспектов деятельности организации. Они могут быть специфическими для каждого подразделения, поскольку их агрегирование на уровне организации не предполагается.

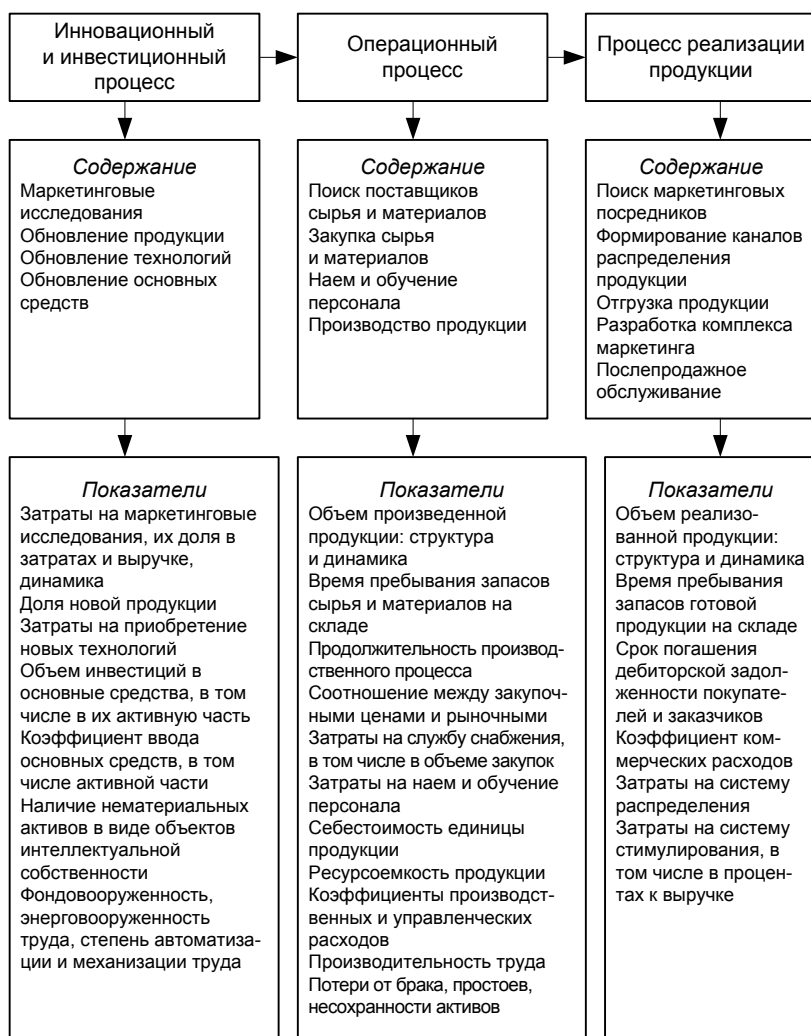
*Лаговые и последующие показатели.* Лаговые (опережающие) показатели имеют преимущество в том, что они свидетельствуют о зарож-



дении тенденции до того, пока она окончательно оформилась и проявилась. Примером являются показатели, сформированные на основе опросов клиентов или персонала организации об их удовлетворенности качеством продукции или условиями работы. Последующие показатели дают оценку уже свершившимся фактам и не позволяют предпринять опережающие меры для преодоления тенденции.

Каждая организация обладает уникальным набором бизнес-процессов для создания добавленной стоимости и достижения финансовых целей. Однако существует общая модель, которая включает основные бизнес-процессы, присущие любому производственному предприятию: идентификация рынка, инновационный и инвестиционный процессы, операционный процесс, процесс реализации, послепродажное обслуживание. Одни из самых важных — инновационный и инвестиционный процессы (рис. 8.2), с которых в общем виде и начинается процесс создания добавленной стоимости. Им предшествует только процесс идентификации рынка и определения потребностей клиентов. Поскольку рыночные потребности нестабильны и подвержены постоянным изменениям, постольку в числе показателей, оценивающих инновационный и инвестиционный процессы, должны быть индикаторы того, насколько организация адекватно реагирует на изменение рыночной конъюнктуры, например доля новой продукции в выручке. Для оценки интенсивности инвестиционного и инновационного процессов используются показатели: затраты на приобретение новых технологий; объем инвестиций в основные средства, в том числе в их активную часть; затраты на НИОКР; коэффициент ввода основных средств, в том числе активной части; коэффициент годности основных средств, в том числе активной части; удельный вес нематериальных активов в виде объектов интеллектуальной собственности в структуре активов организации. Для оценки интенсивности инвестиционных процессов используются показатели: фондовооруженность, энерговооруженность труда, степень его автоматизации и механизации.

Традиционно основной контроль над деятельностью организации был сосредоточен на операционном процессе, инновационные и инвестиционные процессы контролировались в недостаточной степени. Это происходило потому, что основная доля затрат приходилась на операционный процесс, однако в настоящее время все больше средств вкладывается в маркетинговые исследования, НИОКР, приобретение объектов интеллектуальной собственности, основных средств и т.д. Все это приводит к необходимости перенесения акцентов в оценке деятельности организации с операционного процесса на инновационный и инвестиционный.



**Рис. 8.2. Система показателей оценки бизнес-процессов организации**

Операционный процесс, который начинается с закупки необходимых ресурсов для производства и заканчивается выпуском готовой продукции, является ключевым бизнес-процессом. Главное в этом процессе — эффективная, бесперебойная и своевременная деятельность в сфере закупок сырья и материалов, найма и обучения персо-

нала, производства продукции, ее транспортировки и хранения. Этот бизнес-процесс контролировался с помощью показателей расходов и их отклонений от нормативных значений. Однако в настоящее время акцент смещается в направлении отслеживания всевозможных показателей качества операционного процесса, а также времени, которое на него затрачивается.

Таким образом, основными критериями оценки операционного процесса становятся время, качество и издержки. Эти критерии оцениваются такими показателями, как время пребывания запасов сырья и материалов на складе; продолжительность производственного процесса; себестоимость продукции в абсолютном и относительном выражении; ресурсоемкость продукции; коэффициенты расходов; производительность труда; потери от брака, простоев, несохранности активов; отношение закупочных цен на ресурсы к рыночным. Отдельный блок — показатели, оценивающие эффективность деятельности центров затрат, обслуживающих операционный процесс: отдела снабжения, доставки, складов, отдела работы с персоналом и другие. Для оценки деятельности таких подразделений используются показатели «затраты, соотнесенные с результатами деятельности подразделений». Например, результатом деятельности отдела снабжения будет объем закупок, поэтому оценочный показатель — это отношение расходов на службу снабжения к объему осуществляемых закупок. Результат работы отдела доставки — объем перевозок; оценочный показатель — отношение расходов на отдел доставки к объему перевозок. Результат работы складов — объем запасов; оценочный показатель — отношение расходов на склады к объему запасов и т.д. Кроме того, эффективность этих подразделений оценивается соотношением затрат на подразделения к выручке.

Процессы реализации продукции и послепродажного обслуживания потребителей замыкают цепочку создания стоимости. Для оценки этих процессов используются показатели, которые, как и в случае оценки операционного процесса, характеризуют три главных критерия: время, качество и издержки, только в этом случае показатели будут касаться не производства, а процесса реализации продукции. В числе показателей, оценивающих процесс реализации продукции, следующие: объем реализации продукции, ее структура и динамика; время пребывания запасов готовой продукции на складе; срок погашения дебиторской задолженности покупателей и заказчиков; коэффициент коммерческих расходов; затраты на систему распределения; затраты на систему стимулирования, в том числе в процентах к выручке. Система показателей оценки бизнес-процессов позволяет своевременно реагировать на негативные изменения в этих процессах,

разрабатывать стратегию управления бизнес-процессами и на этой основе повышать общую эффективность деятельности организации.

**Анализ ситуации.** Поскольку исследуемая организация ОАО «XYZ» представляет собой типичный бизнес реального сектора экономики, то и бизнес-процессы можно оценивать традиционными показателями (табл. 8.12).

Таблица 8.12. Система показателей оценки бизнес-процессов организации

Показатель	Предыдущий год	Отчетный год	Темп прироста, %
1	2	3	4
<i>Инновационный и инвестиционный процессы</i>			
Объем поступлений нематериальных активов, основных средств и доходных вложений в материальные ценности, тыс. руб.	—	1 522 537	—
Расходы на НИОКР, тыс. руб.	—	—	—
Коэффициент ввода внеоборотных активов, %	—	45,92	—
Коэффициент ввода активной части основных средств, %	—	48,08	—
Коэффициент годности основных средств, %	67,37	72,53	7,66
Коэффициент годности активной части основных средств, %	63,38	71,30	12,49
Нематериальные активы (объекты интеллектуальной собственности), тыс. руб.	14 691	18 250	24,23
Фондовооруженность труда, тыс. руб./чел.	534	775	45,08
<i>Операционный процесс</i>			
Объем реализованной продукции (по себестоимости), тыс. руб.	11 142 514	14 953 592	34,20
Продолжительность операционного цикла, дни	98	106	8,34
Расходы на рубль выручки, руб./руб.	0,794	0,793	(0,04)
Материалоемкость продукции, руб./руб.	0,549	0,535	(2,57)
Зарплатоемкость продукции, руб./руб.	0,085	0,087	2,23
Амортизациеёмкость продукции, руб./руб.	0,019	0,016	(15,50)
Прочая ресурсоемкость продукции, руб./руб.	0,141	0,156	10,53

Окончание табл. 8.12

1	2	3	4
Коэффициент производственных расходов, руб./руб.	0,540	0,526	(2,60)
Коэффициент управленческих расходов, руб./руб.	0,073	0,062	(13,97)
Производительность труда (через добавленную стоимость), тыс. руб./чел.	1217	1544	26,84
Среднемесячная заработная плата, тыс. руб./чел.	15,78	19,92	26,18
Зарплатоотдача (через добавленную стоимость), руб./руб.	6,43	6,46	0,53
<i>Процесс реализации продукции</i>			
Объем реализованной продукции, тыс. руб.	11 142 514	14 953 592	34,20
Маржа прибыли, %	20,63	20,66	0,15
Время пребывания запасов готовой продукции на складе, дни	19,60	28,47	45,25
Коэффициент коммерческих расходов, руб./руб.	0,181	0,205	13,17
Срок погашения дебиторской задолженности покупателей и заказчиков, дни	35	34	(1,91)

Значения показателей позволяют (табл. 8.12) сделать следующие выводы.

Инновационные и инвестиционные процессы оцениваются в целом положительно. Инвестиционная активность организации высока, что выражается в высоких темпах обновления производственных мощностей, особенно активной части основных средств, а также в высоких темпах прироста фондовооруженности труда. Наличие нематериальных активов также положительно характеризует деятельность организации.

Операционный процесс оценивается положительно, эффективность производственной деятельности повышается, что выражается в увеличении производительности труда и заработной платы, в снижении ключевых показателей ресурсоемкости продукции, а также снижении коэффициентов производственных и управленческих расходов. Негативная тенденция, характеризующая операционный процесс, — это увеличение продолжительности операционного цикла.

Процесс реализации продукции также оценивается положительно, поскольку рост объема реализации превышает рост емкости рынка,

маржа прибыли растет, срок погашения дебиторской задолженности покупателями и заказчиками снижается.

Таким образом, эффективность деятельности организации можно оценивать положительно, а решения, принимаемые руководством организации, в целом рациональными.

Базовые параметры политики управления эффективностью деятельности таковы:

- увеличение производственных мощностей, а также увеличение объема привлекаемого заемного капитала для финансирования модернизации производства и маркетинговой деятельности, что должно привести к росту рентабельности активов при определенном увеличении операционного и финансового риска;
- повышение оборачиваемости активов, а также эффективности прочих операций для повышения рентабельности собственного капитала;
- повышение операционной эффективности (а именно оборачиваемости активов и рентабельности продаж); увеличение финансовой активности (мультипликатора собственного капитала); коррекция дивидендной политики для ускорения темпов роста бизнеса;
- совершенствование бизнес-процессов: по инвестиционному процессу — контроль за эффективностью использования приобретаемого и вновь вводимого в эксплуатацию имущества, в том числе вложений в уставные капиталы дочерних организаций, нематериальных активов и основных средств; по операционному процессу — контроль за продолжительностью операционного цикла, повышение эффективности системы мотивации труда, снижение убыточности прочих операций; по процессу реализации продукции — повышение эффективности расходов на оплату труда и прочих расходов в сфере продаж продукции, совершенствование комплекса маркетинга для укрепления рыночных позиций предприятия в условиях усиления конкуренции.

## Разработка и оценка стратегии развития бизнеса

### 9.1. Разработка финансовой стратегии

Новые методы управления, появившиеся в 1960—1970-х годах прошлого века, возникновение которых связано с усложнением внешней среды функционирования бизнеса, основаны на принципах долгосрочного планирования, маркетинга и учета обратной связи. Поэтому при разработке долгосрочной и краткосрочной финансовой политики особое значение приобретают прогнозные расчеты показателей деятельности организации, которые позволяют разработать финансовую стратегию компании (рис. 9.1).

Финансовая стратегия компании — это часть общей стратегии развития бизнеса, согласованная с ее целями и задачами. Финансовая стратегия — это стратегия комплексного управления активами и пассивами компании. Она включает стратегию привлечения финансовых ресурсов, в рамках которой определяется потребность во внешних источниках финансирования (кредитную стратегию), и дивидендную политику, а также стратегию размещения финансовых ресурсов (инвестиционную стратегию), в рамках которой определяется потребность в инвестициях в простое и расширенное воспроизводство.

Для обоснования финансовой стратегии необходимо разработать рыночную стратегию компании, в рамках которой обосновывается, на каких рынках будет работать компания, каков прогнозируемый темп роста продаж, какова номенклатура выпускаемой продукции, каков комплекс маркетинга. Рыночная стратегия дает возможность разработать операционную стратегию, которая определяет объем и технологию производства, потребность в производственных ресурсах и затраты на них. На основе этих расчетов определяется потребность в инвестициях в реальные и финансовые активы, необходимые для реализации заданного темпа прироста объема продаж. Финансовая стратегия — это центральный блок общей стратегии развития бизнеса, объединяющий рыночную, операционную, инвестиционную, кредитную стратегии компании. С одной стороны, финансовая стратегия выполняет функции связующего звена, объединяя все перечисленные стратегии, а с другой — механизма оценки финансовой эффективности выбранной стратегии развития бизнеса.



Рис. 9.1. Структурная схема методики разработки финансовой стратегии организации



Цель финансовой стратегии — обеспечить общую стратегию развития бизнеса финансовыми ресурсами и в конечном итоге максимизировать стоимость бизнеса. В процессе разработки стратегии в комплексе оценивается будущее финансово-экономическое состояние предприятия с учетом выявленных тенденций, а также экспертных оценок возможного изменения ключевых показателей внешней и внутренней среды. Наиболее существенные параметры внешней среды — конъюнктура рынков, на которых организация функционирует как продавец, реализуя свою продукцию, и как покупатель, закупаая необходимые ресурсы, в том числе финансовые, трудовые и материальные. Параметры внутренней среды, которые необходимо учитывать при прогнозировании, — это изменения в номенклатуре выпускаемой продукции и в технологии, которые оказывают влияние на показатели ресурсоемкости продукции, политика в отношении оборотного капитала, потребность в инвестициях, дивидендная политика.

Методика прогнозирования увязывает три основных финансовых документа: прогнозный баланс, прогноз прибылей и убытков, прогноз движения денежных средств. Прогноз прибылей и убытков позволяет управлять операционной эффективностью бизнеса, прогнозный баланс — стоимостью активов и источников их финансирования, а прогноз движения денежных средств — ликвидностью организации. Эти документы в целях прогнозных расчетов представляются в агрегированной форме, что позволяет рассчитывать определяющие финансовые показатели организации, не вдаваясь в излишнюю детализацию. Методика предусматривает компьютеризированные вариантные расчеты показателей, отличающиеся оценкой перспектив развития организации.

Прогнозирование основано на результатах анализа и понимании сложившегося положения дел в организации, ключевых соотношений финансовых показателей, а также их изменений в будущем. Для обоснования исходных данных используют методы экстраполяции и экспертных оценок, т.е. обоснование исходных данных на основе профессионального суждения аналитика, который, осуществляя анализ внутренней и внешней среды предприятия, составляет наиболее вероятные прогнозы исходных показателей. Стратегическое планирование должно ориентироваться на такие ценностные критерии, как эффективность операционной деятельности, доверительные отношения с клиентами и высокое качество продукта, поэтому в ходе прогнозных расчетов необходимо контролировать все три критерия. Эффективность операционной деятельности контролируется через ресурсоемкость продукции и продолжительность производственного цикла; отношения с клиентами — через темп

прироста выручки от продаж, а конкурентоспособность продукции — через маржу прибыли.

Исходным пунктом является прогноз будущего темпа прироста выручки, который строится на основе экспертных и статистических методов. В частности, для обоснования будущего темпа прироста объема продаж необходимо оценить изменение емкости рынков, на которых работает предприятие, и изменение рыночной доли предприятия. Кроме того, при прогнозировании темпа прироста выручки необходимо учесть величину и качество имеющихся производственных мощностей предприятия, при наличии в прошедших периодах значительных инвестиций можно прогнозировать более существенный рост выручки.

Кроме прогноза изменения выручки для составления финансовых прогнозов необходимы данные по ресурсоемкости продукции, капитальным вложениям, продолжительности составляющих финансового цикла, коэффициенту дивидендных выплат.

Прогнозные показатели ресурсоемкости продукции необходимы для прогнозирования будущих расходов и прибыли организации от основной деятельности; показатели ресурсоемкости определяются их значениями в прошедших периодах, а также прогнозами изменений в номенклатуре выпускаемой продукции и технологии, которые могут их изменить.

Прогнозная потребность в капитальных вложениях необходима для определения прогнозной стоимости внеоборотных активов. Эта потребность обосновывается оценкой состояния основных средств и, следовательно, потребности в капитальных вложениях для нужд простого воспроизводства. Для обеспечения потребностей расширенного воспроизводства учитывается темп прироста объема производства и продаж, уровень загрузки производственных мощностей, а также относительные показатели фондоемкости, показывающие необходимый прирост стоимости основных средств для обеспечения запланированного роста объема производства и продаж.

Прогнозная продолжительность составляющих производственного, операционного и финансового циклов необходима для обоснования потребности в оборотном капитале. Она зависит от схемы закупки сырья и материалов, продолжительности производственного процесса, кредитной политики организации в отношении ее покупателей и предоставляемой им отсрочки, стратегии управления высоколиквидными активами. Прогнозируя характеристики финансового цикла необходимо учитывать сложившиеся в организации показатели ликвидности и соотношения между дебиторской и кредиторской задолженностью, а также желательные направления изменений этих показателей.

Прогнозный коэффициент дивидендных выплат, определяющий размер важнейшего источника финансирования организации — нераспределенной прибыли, обосновывается оценкой дивидендной политики в прошлых периодах и факторов, которые должны учитываться при ее разработке на будущее. В частности, при обосновании будущей дивидендной политики необходимо учесть рентабельность инвестированного капитала организации, ее финансовую устойчивость, интересы акционеров и т.д. При высокой рентабельности, активной инвестиционной деятельности, неустойчивом финансовом положении, отсутствии собственных оборотных средств, преобладании в уставном капитале долей стратегических собственников дивидендные выплаты должны быть минимальны.

Исходными данными для прогнозных расчетов служат отчетные показатели баланса, отчета о прибылях и убытках, отчета о движении денежных средств, а также следующие прогнозные показатели:

- темп прироста объема производства и реализации продукции ( $T_o$ );
- темп прироста цен на выпускаемую продукцию ( $T_{ц}$ );
- материалоемкость продукции ( $ME$ );
- зарплатоемкость продукции ( $ZE$ );
- налогоемкость по платежам в социальные фонды ( $HE$ );
- средняя норма амортизации ( $n_a$ );
- прочая ресурсоемкость ( $PE_n$ );
- прочий результат (без процентных платежей) ( $FP_{пр}$ );
- средняя ставка налогообложения бухгалтерской прибыли ( $t_p$ );
- капитальные вложения во внеоборотные активы ( $KB$ );
- средняя продолжительность оборота запасов ( $T_3$ );
- средний срок погашения дебиторской задолженности ( $T_{дз}$ );
- нормативное отношение денежных средств и краткосрочных финансовых вложений к оборотным активам ( $k_{л}$ );
- средний срок погашения кредиторской задолженности ( $T_{кз}$ );
- отношение НДС по приобретенным ценностям к запасам ( $k_{ндс}$ );
- средняя ставка налога на добавленную стоимость ( $c_{ндс}$ );
- коэффициент дивидендных выплат ( $k_{д}$ );
- процентная ставка по долгосрочным обязательствам ( $r_{д}$ );
- процентная ставка по платным краткосрочным обязательствам (кредитам и займам) ( $r_{к}$ ).

На первом этапе рассчитываются показатели прогноза прибылей и убытков, поскольку от него зависят многие статьи прогнозного баланса, в частности объем запасов, размер дебиторской и кредиторской задолженности, а также размер собственного капитала, изменение которого связано с нераспределенной прибылью.

При прогнозировании выручки учитывается влияние двух факторов: роста объема реализации и изменения цен на выпускаемую продукцию. *Выручка первого прогнозного года* рассчитывается на основе выручки отчетного года, далее расчеты основываются на показателях предыдущего прогнозного года:

$$B^{\text{прог}} = B^{\text{отч}} \cdot (1 + T_0) \cdot (1 + T_{\text{ц}}),$$

где  $B^{\text{отч}}$  — выручка отчетного года.

*Материальные затраты* прогнозируются по формуле

$$MЗ^{\text{прог}} = B^{\text{прог}} \cdot ME.$$

*Прогнозные затраты на оплату труда* рассчитываются с учетом прогнозной выручки и определенного ранее уровня зарплатоемкости продукции:

$$ЗОТ^{\text{прог}} = B^{\text{прог}} \cdot ЗЕ.$$

*Прогнозные отчисления на социальные нужды* зависят от прогнозируемого показателя налогообемости по платежам в социальные фонды:

$$ОСН^{\text{прог}} = B^{\text{прог}} \cdot HE.$$

*Амортизация* прогнозируется на основе стоимости внеоборотных активов (амортизируемое имущество в оценке по первоначальной стоимости на начало года) и средней нормы амортизации:

$$A^{\text{прог}} = BA_0^{\text{прог}} \cdot n_a,$$

где  $BA_0^{\text{прог}}$  — внеоборотные активы на начало прогнозного года.

*Первоначальная стоимость внеоборотных активов* на конец прогнозного года рассчитывается с учетом допущения, что их выбытие равно амортизации, а ввод соответствует исходным прогнозным значениям капитальных вложений:

$$BA^{\text{прог}} = BA_0^{\text{прог}} + KB^{\text{прог}} - A^{\text{прог}}.$$

*Остаточная стоимость внеоборотных активов* рассчитывается аналогично: к остаточной стоимости на начало прогнозного года прибавляются капитальные вложения и вычитается амортизация.

*Прочие затраты* рассчитываются через показатель «прочая ресурсоемкость»:

$$З_{\text{пр}}^{\text{прог}} = B^{\text{прог}} \cdot PE_n.$$

*Расходы по обычным видам деятельности* определяются как сумма рассчитанных выше расходов по элементам:

$$P^{\text{прог}} = MZ^{\text{прог}} + ЗОТ^{\text{прог}} + ОСН^{\text{прог}} + А^{\text{прог}} + З_{\text{пр}}^{\text{прог}}.$$

*Прибыль (убыток) от продаж* — разность между прогнозируемой выручкой и расходами по обычным видам деятельности:

$$\Pi_{\text{пр}}^{\text{прог}} = B^{\text{прог}} - P^{\text{прог}}.$$

*Проценты к уплате* (финансовые расходы) рассчитываются с учетом остатков задолженностей по долгосрочным и краткосрочным кредитам и займам на начало прогнозного года, а также заданных процентных ставок:

$$P_{\text{ф}}^{\text{прог}} = O_{\text{д}} \cdot r_{\text{д}} + O_{\text{к}} \cdot r_{\text{к}},$$

где  $O_{\text{д}}$ ,  $O_{\text{к}}$  — соответственно долгосрочные и платные краткосрочные обязательства.

*Прибыль (убыток) до налогообложения* определяется с учетом прогнозных значений прочего финансового результата, а также рассчитанных процентов к уплате:

$$\Pi_{\text{д}}^{\text{прог}} = \Pi_{\text{пр}}^{\text{прог}} - P_{\text{пр}}^{\text{прог}} + \Phi R_{\text{ф}}^{\text{прог}}.$$

*Текущий налог на прибыль:*

$$H^{\text{прог}} = \Pi_{\text{д}}^{\text{прог}} \cdot t_{\text{п}}.$$

*Чистая прибыль (убыток):*

$$\Pi_{\text{ч}}^{\text{прог}} = \Pi_{\text{д}}^{\text{прог}} - H^{\text{прог}}.$$

Прогноз показателей прибылей и убытков заканчивается расчетом нераспределенной прибыли, которая является связующим звеном между прогнозом прибылей и убытков и прогнозным балансом:

$$\Pi_{\text{н}}^{\text{прог}} = \Pi_{\text{ч}}^{\text{прог}} \cdot (1 - k_{\text{д}}).$$

При расчете нераспределенной прибыли по этой формуле предполагается, что чистая прибыль имеет только два направления использования: выплата доходов участникам и финансирование деятельности организации (нераспределенная прибыль).

На втором этапе прогнозных расчетов строится прогноз показателей баланса. Прогнозный баланс в агрегированном виде содержит следующие позиции в активах: внеоборотные активы; запасы; НДС по приобретенным ценностям; дебиторская задолжен-

ность; краткосрочные финансовые вложения и денежные средства. Пассив баланса состоит из пяти укрупненных элементов: инвестированного собственного капитала, значение которого остается постоянным, если не предполагается внесение и изъятие вкладов участников из уставного капитала; накопленного собственного капитала; долгосрочных обязательств; краткосрочных платных обязательств; кредиторской задолженности и приравненных к ней краткосрочных обязательств (задолженности участникам по выплате доходов, доходов будущих периодов, резервов предстоящих расходов, прочих).

*Внеоборотные активы* рассчитываются по формуле, приведенной выше.

Запасы рассчитываются на основе заданной в исходных данных средней продолжительности оборота запасов и прогнозируемых расходов по обычным видам деятельности:

$$З^{\text{прог}} = \frac{P^{\text{прог}}}{365} \cdot T_3.$$

Статья «НДС по приобретенным ценностям» прогнозируется по формуле, отражающей зависимость НДС по приобретенным ценностям от объема запасов:

$$C_{\text{ндс}}^{\text{прог}} = З^{\text{прог}} \cdot k_{\text{ндс}}.$$

Алгоритм расчета прогнозируемой *дебиторской задолженности* аналогичен расчету запасов:

$$ДЗ^{\text{прог}} = \frac{B^{\text{прог}}}{365} \cdot T_{\text{дз}}.$$

Величина денежных средств и краткосрочных финансовых вложений рассчитывается исходя из заданного коэффициента, определяющего величину этих активов относительно оборотных:

$$ДС^{\text{прог}} = k_{\text{л}} \cdot \frac{З^{\text{прог}} + ДЗ^{\text{прог}} + C_{\text{ндс}}^{\text{прог}}}{1 - k_{\text{л}}}.$$

Итог актива баланса — это сумма рассчитанных выше агрегированных статей:

$$B^{\text{прог}} = ВА_{\text{ост}}^{\text{прог}} + З^{\text{прог}} + C_{\text{ндс}}^{\text{прог}} + ДЗ^{\text{прог}} + ДС^{\text{прог}}.$$

Статьи пассива баланса в своем агрегированном виде прогнозируются в следующей детализации.

*Инвестированный собственный капитал* — остается без изменения на уровне значения на конец отчетного года, если не предполагаются вклады и изъятия участников из уставного капитала.

*Накопленный собственный капитал*, увеличение которого происходит за счет нераспределенной прибыли, рассчитывается следующим образом:

$$K_{\text{Н}}^{\text{прог}} = K_{\text{О}}^{\text{прог}} + \Pi_{\text{Н}}^{\text{прог}},$$

где  $K_{\text{О}}^{\text{прог}}$  — накопленный капитал на начало прогнозного года.

*Кредиторская задолженность* прогнозируется с учетом предполагаемого срока ее погашения и прогнозируемых расходов организации:

$$KЗ^{\text{прог}} = \frac{P^{\text{прог}}}{365} \cdot T_{\text{кз}}.$$

*Потребность в источниках финансирования* определяется с учетом прироста рассчитанных активных статей баланса: внеоборотные активы, запасы, НДС по приобретенным ценностям, дебиторская задолженность, денежные средства и краткосрочные финансовые вложения. Из рассчитанной потребности в источниках финансирования вычитается прирост кредиторской задолженности. Общая потребность в капитале составит:

$$\Pi_{\text{ф}}^{\text{прог}} = KB + \Delta Z + \Delta C_{\text{ндс}} + \Delta ДЗ + \Delta ДС - \Delta КЗ.$$

Потребность в долгосрочных и краткосрочных заемных источниках финансирования рассчитывается исходя из того, что суммарную потребность в капитале необходимо уменьшить на стоимость собственных источников — амортизации и нераспределенной прибыли. Формула для расчета потребности в заемных источниках имеет вид

$$\Pi_{\text{зф}}^{\text{прог}} = \Pi_{\text{ф}}^{\text{прог}} - A^{\text{прог}} - \Pi_{\text{Н}}^{\text{прог}}.$$

Затем определяется потребность в долгосрочных и в краткосрочных источниках финансирования с учетом того, что прирост таких статей баланса, как внеоборотные активы, запасы и НДС по приобретенным ценностям, финансируется собственными источниками и долгосрочными обязательствами. Таким образом, в алгоритм расчета потребности во внешних источниках финансирования закладываются принципы финансирования с учетом «нормальной» финансовой устойчивости. Прирост дебиторской задолженности, денежных средств и краткосрочных финансовых вложений финансируется приростом кредиторской задолженности и краткосрочными источниками капитала. *Дополнительная потребность в долгосрочных источниках* финансирования рассчитывается по формуле:

$$\Pi_{\text{дф}}^{\text{прог}} = KB + \Delta Z + \Delta C_{\text{ндс}}^{\text{прог}} - A^{\text{прог}} - \Pi_{\text{Н}}^{\text{прог}}.$$

С учетом рассчитанной потребности *долгосрочные обязательства* на конец прогнозного года определяются по формуле

$$O_{\text{д}}^{\text{прог}} = O_{\text{д}}^{\text{нг}} + P_{\text{дф}}^{\text{прог}}.$$

*Дополнительная потребность в краткосрочных платных источниках* финансирования рассчитывается по остаточному принципу как разница между суммарной потребностью в источниках финансирования и потребностью в долгосрочных источниках финансирования:

$$P_{\text{кф}}^{\text{прог}} = P_{\text{зф}}^{\text{прог}} - P_{\text{дф}}^{\text{прог}}.$$

Потребность в краткосрочных платных источниках может быть также рассчитана по формуле

$$P_{\text{кф}}^{\text{прог}} = \Delta ДЗ + \Delta ДС - \Delta КЗ.$$

Рассчитанный прирост оборотных активов за вычетом связанного с ним прироста кредиторской задолженности показывает потребность в оборотном капитале, вытекающую из планируемого увеличения объема продаж.

*Краткосрочные платные обязательства* на конец прогнозного года

$$O_{\text{к}}^{\text{прог}} = O_{\text{к}}^{\text{нг}} + P_{\text{кф}}^{\text{прог}}.$$

*Итог пассива баланса* — это сумма рассчитанных выше агрегированных статей:

$$B^{\text{прог}} = K_{\text{и}}^{\text{прог}} + K_{\text{н}}^{\text{прог}} + O_{\text{д}}^{\text{прог}} + O_{\text{к}}^{\text{прог}} + КЗ^{\text{прог}}.$$

На третьем этапе строится прогноз показателей движения денежных средств. Эти показатели прогнозируются в последнюю очередь, поскольку для их расчета необходимы показатели как прогноза прибылей и убытков, так и прогнозного баланса. Прогноз движения денежных средств выполняется прямым и косвенным методами.

При использовании прямого метода прогнозирование начинается с прогноза денежных потоков по текущей деятельности.

*Поступления денежных средств* от покупателей и заказчиков рассчитываются на основе прогнозной выручки, которая увеличивается на НДС и корректируется на изменение дебиторской задолженности:

$$P^{\text{прог}} = B^{\text{прог}} \cdot (1 + c_{\text{ндс}}) - \Delta ДЗ,$$

где  $\Delta ДЗ$  — прирост дебиторской задолженности относительно предыдущего года.

*Платежи по текущей деятельности* прогнозируются в разрезе их направлений.



*Платежи поставщикам* на оплату приобретенных сырья и материалов зависят от материальных затрат в прогнозном году, а также от прироста запасов, НДС по приобретенным ценностям и кредиторской задолженности:

$$ПЛ_{МЗ}^{прог} = МЗ^{прог} \cdot (1 + c_{ндс}) + \Delta Z + \Delta C_{ндс} - \Delta KZ,$$

где  $\Delta Z$  — прирост запасов;

$\Delta C_{ндс}$  — прирост по статье «НДС по приобретенным ценностям»;

$\Delta KZ$  — прирост кредиторской задолженности.

*Платежи по оплате труда* прогнозируются в предположении об отсутствии (или несущественности) кредиторской задолженности перед персоналом организации, а также с учетом подоходного налога:

$$ПЛ_{ЗП}^{прог} = ЗОТ^{прог} - 0,13 \cdot ЗОТ^{прог}.$$

*Платежи по налогам и сборам* прогнозируются как сумма отчислений на социальные нужды, налога на прибыль, налога на добавленную стоимость и подоходного налога:

$$ПЛ_{Н}^{прог} = ОСН^{прог} + Н^{прог} + c_{ндс} \cdot (B^{прог} - МЗ^{прог} - З_{пр}^{прог} - KB) + 0,13 \cdot ЗОТ^{прог}.$$

Платежи по прочим затратам равны рассчитанным ранее затратам, увеличенным на налог на добавленную стоимость:

$$ПЛ_{проч}^{прог} = З_{пр}^{прог} \cdot (1 + c_{ндс}).$$

Платежи по прогнозируемым выплатам доходов участникам, а также процентные платежи по обязательствам в соответствии с действующей формой отчета о движении денежных средств относятся к текущей деятельности. *Выплаты участникам* рассчитываются следующим образом:

$$ПЛ_{д}^{прог} = П_{ч}^{прог} \cdot k_{д}.$$

*Суммарные платежи по текущей деятельности* включают:

$$ПЛ_{тек}^{прог} = ПЛ_{МЗ}^{прог} + ПЛ_{ЗП}^{прог} + ПЛ_{Н}^{прог} + ПЛ_{проч}^{прог} + ПЛ_{д}^{прог} + P_{ф}^{прог},$$

где  $P_{ф}^{прог}$  — проценты к уплате (финансовые расходы), рассчитанные ранее.

При расчете *сальдо по текущей деятельности* поступления уменьшаются на соответствующие платежи и корректируются на прочий финансовый результат:

$$C_{тек} = П^{прог} - ПЛ_{тек}^{прог} + ФР^{прог}.$$

По инвестиционной деятельности в рассматриваемом варианте составления прогноза рассчитываются только *платежи*, связанные с *осуществлением капитальных вложений*:

$$ПЛ_{инв} = KB \cdot (1 + c_{ндс}).$$

Сальдо по инвестиционной деятельности будет равно

$$C_{инв} = -ПЛ_{инв}.$$

Чистые денежные средства по финансовой деятельности прогнозируются как сумма изменений долгосрочных обязательств и краткосрочных платных обязательств; а также вкладов в уставный капитал и изъятий участников из уставного капитала. Итоговое сальдо по финансовой деятельности без изменения уставного капитала равно

$$C_{фин} = П_{\Delta\phi}^{прог} + П_{к\phi}^{прог}.$$

Таким образом, *суммарное сальдо* поступлений и платежей по текущей, инвестиционной и финансовой деятельности будет равно

$$C_{сум} = C_{тек} + C_{инв} + C_{фин}.$$

*Накопленные денежные средства и краткосрочные финансовые вложения* на конец прогнозного года, определяются по формуле

$$ДС^{кг} = ДС^{нг} + C_{сум},$$

где  $ДС^{нг}$  — денежные средства на начало прогнозного года.

Значение этого показателя должно совпасть со значениями показателя, рассчитанными ранее.

Алгоритм расчета прогнозных показателей движения денежных средств, выполненный *косвенным методом*, аналогичен расчетам, приведенным в п. 4.6.

На **з а к л ю ч и т е л ь н о м** **э т а п е** прогнозных расчетов определяются значения важнейших экономических индикаторов (КРІ), они необходимы для того, чтобы контролировать достижение поставленных целей и оценивать изменение экономического положения организации в будущем:

1) первичные факторы стоимости бизнеса, а именно: рентабельность инвестированного капитала, средневзвешенная стоимость капитала, темп роста инвестированного капитала, соотношение между которыми является индикатором того, создает ли бизнес стоимость;

2) показатели, отражающие динамику развития организации (темпы прироста выручки, инвестированного капитала, валюты баланса, чистой прибыли);

3) показатели эффективности деятельности (в частности, рентабельность продаж, оборачиваемость активов);

4) показатели финансовой устойчивости организации (в частности, ликвидности, обеспеченности собственными оборотными средствами, автономии);

5) показатели эффективности управления ресурсами организации (в частности, фондоотдача, оборачиваемость оборотных активов, производительность труда).

На заключительном этапе прогнозных расчетов выполняются сценарные расчеты, которые реализуются при изменении ключевых исходных данных и показывают чувствительность прогнозных показателей к изменениям внешней и внутренней среды организации. Проверка на оптимальность выбранного варианта прогноза осуществляется по критерию «стоимость бизнеса», который для заданных интервалов исходных данных должен быть максимальным.

**Анализ ситуации.** Исходные данные для разработки финансовой стратегии ОАО «XYZ» приведены в табл. 9.1, 9.2.

Исходные данные для прогноза показателей исследуемой организации сформированы с учетом следующих обстоятельств:

- темп прироста объема продаж определен с учетом благоприятного рыночного окружения (роста емкости рынка), а также увеличения производственной мощности организации в результате значительных инвестиций отчетного года;
- показатели ресурсоемкости спрогнозированы на основе сложившихся соотношений с учетом тенденций, выявленных в прошедших периодах;
- ставки налогов, норма амортизации, размер прочего финансового результата взяты на уровне отчетного года;
- продолжительность оборота запасов, срок погашения дебиторской и кредиторской задолженности определены с учетом сложившихся в анализируемом периоде тенденций;
- капитальные вложения определены с учетом потребностей простого и расширенного воспроизводства амортизируемого имущества, а также предполагаемых финансовых инвестиций;
- коэффициент дивидендных выплат определен на основе оценки целесообразности проводимой дивидендной политики;
- темп прироста цен определен с учетом макроэкономического прогноза темпов инфляции;
- процент по заемным источникам в прогнозируемом периоде принят на уровне среднерыночного;
- норматив денежных средств задан на уровне средних значений для аналогичных предприятий.

Обоснованные таким образом исходные данные определили результаты прогнозных расчетов на три года (табл. 9.3).

Таблица 9.1. Исходные данные для прогнозных расчетов (варьируемые исходные данные)

Показатель	Отчетный год	Прогнозный период		
		1-й год	2-й год	3-й год
<i>Рыночная стратегия</i>				
Темп прироста объема производства и реализации продукции (в реальной оценке), %	23,17	20,00	8,00	5,00
<i>Операционная стратегия</i>				
Материалоемкость, руб./руб.	0,535	0,525	0,516	0,508
Зарплатоемкость, руб./руб.	0,072	0,073	0,074	0,075
Налогоемкость по платежам в социальные фонды, руб./руб.	0,015	0,015	0,015	0,016
Ресурсоемкость по прочим затратам, руб./руб.	0,156	0,172	0,191	0,211
Средняя норма амортизации, %	8,728	8,728	8,728	8,728
Средняя продолжительность оборота запасов, дней	61	63	65	67
Средний срок погашения дебиторской задолженности, дней	59,42	60,00	61,00	62,00
Средняя длительность погашения кредиторской задолженности, дней	39	38	36	35
<i>Инвестиционная стратегия</i>				
Капитальные вложения во внеоборотные активы, тыс. руб.				
В том числе	(2 683 292)	(2 910 596)	(1 561 066)	(1 240 266)
в нематериальные активы	(6 916)	(9 869)	(6 931)	(5 976)
в основные средства и незавершенное строительство	(1 449 061)	(1 900 727)	(1 054 135)	(934 290)
в долгосрочные финансовые вложения	(1 227 315)	(1 000 000)	(500 000)	(300 000)
<i>Дивидендная политика</i>				
Коэффициент дивидендных выплат, %	60,3	40,0	40,0	40,0

Таблица 9.2. Исходные данные для прогнозных расчетов (прочие исходные данные)

Показатель	Отчетный год	Прогнозный период		
		1-й год	2-й год	3-й год
Темп прироста цен на выпускаемую продукцию, %	10,0	9,0	8,0	8,0
Прочий финансовый результат (без процентов к уплате), тыс. руб.	(714 178)	(714 000)	(714 000)	(714 000)
Средняя ставка налогообложения бухгалтерской прибыли, %	25,8	25,8	25,8	25,8
Отношение НДС по приобретенным ценностям к запасам сырья и материалов, %	8,70	8,00	7,00	7,00
Ставка НДС, %	18	18	18	18
Процент по долгосрочным источникам, %	1,68	12,00	12,00	12,00
Процент по краткосрочным источникам, %	1,68	12,00	12,00	12,00
Требуемая доходность собственного капитала, %	24,77	24,77	24,77	24,77
Норматив денежных средств и краткосрочных финансовых вложений от оборотных активов, %	5,49	3,00	3,00	3,00

Таблица 9.3. Прогноз прибылей и убытков, тыс. руб.

Показатель	Отчетный год	Прогнозный период		
		1-й год	2-й год	3-й год
Выручка	18 847 138	24 652 057	28 754 159	32 607 216
Расходы по обычным видам деятельности				
В том числе по элементам:	(14 953 592)	(19 890 259)	(23 626 903)	(27 181 662)
материальные затраты	(10 073 860)	(12 951 167)	(14 847 786)	(16 549 314)
затраты на оплату труда	(1 357 680)	(1 802 193)	(2 133 265)	(2 455 014)
отчисления на социальные нужды	(274 140)	(366 555)	(437 065)	(506 662)
амортизация	(307 553)	(519 209)	(727 923)	(800 637)
прочие затраты	(2 940 359)	(4 251 135)	(5 480 865)	(6 870 035)
Прибыль от продаж	3 893 546	4 761 798	5 127 255	5 425 554
Проценты к уплате	(54 526)	(390 509)	(654 228)	(708 918)
Прочий результат (без процентов к уплате)	(714 178)	(714 000)	(714 000)	(714 000)
Чистая операционная прибыль	2 360 577	3005 358	3 276 698	3 498 175
Прибыль до налогообложения	3 124 842	3 657 288	3 759 027	4 002 636
Текущий налог на прибыль и отложенные налоги	(804 939)	(941 871)	(968 072)	(1 030 810)
Чистая прибыль	2 320 093	2 715 417	2 790 955	2971 826
Нераспределенная прибыль	920 082	1 629 250	1 674 573	1 783 096
Дивиденды	1 400 011	1 086 167	1 116 382	1 188 731

Как показывают расчеты, организация в прогнозируемом периоде имеет все шансы продолжить рост и развитие: прибыль от продаж устойчиво возрастает вследствие устойчивого роста выручки. Также растет чистая и нераспределенная прибыль, которая обеспечивает возможность дальнейшего развития организации за счет внутренних источников финансирования. Дивидендные выплаты вполне устойчивы, однако по сравнению с отчетным годом снижаются в связи с изменением дивидендной политики в прогнозном периоде.

Потребность в долгосрочных и краткосрочных источниках финансирования (табл. 9.4) определяется на основе рассчитанных для прогнозного периода статей актива баланса, нераспределенной прибыли и кредиторской задолженности, которые также используются в качестве источников финансирования.

**Таблица 9.4. Вспомогательный расчет потребности в финансировании, тыс. руб.**

<i>Показатель</i>	<i>Отчетный год</i>	<i>Прогнозный период</i>		
		<i>1-й год</i>	<i>2-й год</i>	<i>3-й год</i>
Прирост долгосрочных обязательств	1 235 147	1 762 101	(47 133)	(506 748)
Прирост краткосрочных кредитов и займов	1 657 686	4 35 557	502 882	525 510

Как показывают расчеты, в первый прогнозный год будет ощущаться потребность в долгосрочных и краткосрочных источниках, затем долгосрочные источники могут быть частично погашены. С учетом потребности в финансировании, а также ранее рассчитанных показателей прибылей и убытков определены показатели баланса (табл. 9.5).

Прогноз показателей баланса позволяет сделать заключение о том, что имущество организации в начале прогнозируемого периода будет в значительной степени увеличиваться за счет внеоборотных активов, затем основными факторами роста имущества станут запасы и дебиторская задолженность. Единственная статья баланса, которая снижается в прогнозном периоде, — высоколиквидные активы, их снижение вызвано тем, что в отчетном году имела место избыточная ликвидность, а прогнозном периоде предусмотрен более рациональный норматив по этим активам (3% оборотных активов).

Финансирование роста имущества организации осуществляется в основном за счет нераспределенной прибыли и краткосрочных обязательств, что отражает необходимость коррекции в прогнозном периоде структуры финансирования в направлении некоторого увеличения краткосрочных источников.

Результаты прогноза показателей движения денежных средств, выполненного прямым методом, представлены в табл. 9.6.

Таблица 9.5. Прогноза показателей баланса, тыс. руб.

Показатель	Отчетный год	Прогнозный период		
		1-й год	2-й год	3-й год
<b>АКТИВ</b>				
Внеоборотные активы	4 977 910	7 369 297	8 202 441	8 642 070
Запасы	2 491 025	3 433 113	4 207 531	4 989 510
НДС по приобретенным ценностям	216 773	274 649	294 527	349 266
Дебиторская задолженность и прочие оборотные активы	3 068 773	4 052 393	4 805 490	5 538 760
Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения	335 476	240 005	287 862	336 419
Итого баланса	11 089 957	15 369 457	17 797 850	19 856 025
<b>ПАССИВ</b>				
Капитал собственный инвестированный	99 210	99 210	99 210	99 210
Капитал собственный накопленный	6 131 455	7 760 705	9 435 278	11 218 374
Долгосрочные обязательства	1 596 559	3 358 660	3 311 527	2 804 778
Краткосрочные кредиты и займы	1 657 686	2 093 243	2 596 124	3 121 635
Кредиторская задолженность	1 605 047	2 057 639	2 355 711	2 612 028
Итого баланса	11 089 957	15 369 457	17 797 850	19 856 025



Таблица 9.6. Прогноз движения денежных средств, тыс. руб.

Показатель	Отчетный год	Прогнозный период		
		1-й год	2-й год	3-й год
<i>Текущая деятельность</i>				
Поступления	20 758 887	28 105 807	33 176 811	37 743 244
Платежи	(20 715 041)	(26 250 432)	(31 028 643)	(35 535 936)
поставщикам материальных ресурсов	(16 018 387)	(15 829 750)	(18 016 610)	(20 108 593)
персоналу	(1 147 405)	(1 567 908)	(1 855 940)	(2 135 862)
бюджет и внебюджет	(1 269 105)	(2 359 760)	(2 918 061)	(3 287 191)
прочие (в отчетном году — сальдо от прочей деятельности)	(926 806)	(5 016 339)	(6 467 421)	(8 106 641)
выплата дивидендов, процентов	(1 353 338)	(1 476 676)	(1 770 610)	(1 897 649)
Чистые денежные средства по прочей деятельности	—	(714 000)	(714 000)	(714 000)
Чистые денежные средства по текущей деятельности	43 846	1141 374	1434 167	1493 309
<i>Инвестиционная деятельность</i>				
Поступления	1369 623	—	—	—
Платежи	(4 138 454)	(3 434 503)	(1 842 058)	(1 463 514)
Чистые денежные средства по инвестиционной деятельности	(2 768 831)	(3 434 503)	(1 842 058)	(1 463 514)
<i>Финансовая деятельность</i>				
Прирост долгосрочных обязательств	1235 147	1762 101	(47 133)	(506 748)
Прирост краткосрочных кредитов и займов	1657 686	435 557	502 882	525 510
Чистые денежные средства по финансовой деятельности	2699 806	2197 658	455 748	18 762
Чистые денежные средства	(25 179)	(95 471)	47 857	48 556
Денежный поток нарастающим итогом на конец года	335 476	240 005	287 862	336 419

Прогноз движения денежных средств показывает, что текущая деятельность на протяжении всего прогнозного периода дает положительное сальдо, значение которого к 3-му прогнозируемому году увеличивается до 1 493 309 тыс. руб. Это позволяет направлять свободные денежные средства на финансирование инвестиционной деятельности и на погашение обязательств. Сальдо по инвестиционной деятельности отрицательное, что обусловлено запланированными инвестиционными затратами, направляемыми на расширенное воспроизводство производственных мощностей. Сальдо по финансовой деятельности положительно, это связано с привлечением обязательств, однако в 3-м году сальдо существенно уменьшается в связи с замедлением темпа прироста выручки и уменьшением потребности во внешних источниках финансирования. В целом денежный поток организации достаточно стабильный, это является следствием успешности текущей деятельности, а также доступности для организации внешних источников финансирования, в частности кредитов и займов.

Для получения информации о притоках и оттоках денежных средств рассчитаны показатели, приведенные в табл. 9.7.

Прогноз денежных потоков, выполненный косвенным методом, позволяет оценить важнейшие источники притоков и направления оттоков денежных средств. Из расчетов следует, что самыми существенными элементами денежного потока являются прибыль, а также краткосрочные кредиты и займы, оттоки — внеоборотные активы и выплата дивидендов, что можно считать типичным для растущей организации, финансирующей свой рост всеми доступными источниками.

Для оценки результатов прогноза и анализа эффективности деятельности организации в прогнозируемом периоде рассчитаны показатели (табл. 9.8).

Результаты прогнозных расчетов позволяют сделать следующие выводы. Тенденции, которые были выявлены в анализируемом периоде, а именно: рост объема продаж, обновление производственного потенциала, увеличение продолжительности оборота запасов и дебиторской задолженности, снижение рентабельности, дали определенные результаты в прогнозируемом периоде: рост чистой прибыли, валюты баланса, поступлений денежных средств. Однако показатели эффективности и темп роста в прогнозируемом периоде снижаются, средневзвешенная стоимость капитала увеличивается, это свидетельствует о том, что если сложившиеся в отчетном году тенденции не будут переломлены, то в недалеком будущем организацию ждет стагнация. Более того, расчеты показывают, что спред снижается, его значение в 3-м прогнозируемом году не превышает 1 процентного пункта.

Таблица 9.7. Прогноз движения денежных средств (косвенным методом), тыс. руб.

Показатель	Отчетный год	Прогнозный период		
		1-й год	2-й год	3-й год
Прибыль	2320 093	2715 417	2790 955	2971 826
Амортизация	307 553	519 209	727 923	800 637
<i>Притоки и оттоки:</i>				
Внеоборотные активы	(2 705 059)	(2 910 596)	(1 561 066)	(1 240 266)
Запасы и НДС	(773 727)	(999 964)	(794 296)	(836 718)
Дебиторская задолженность, краткосрочные финансовые вложения, прочие оборотные	(1 031 002)	(983 620)	(753 097)	(733 270)
Инвестированный собственный капитал	(4 484)	—	—	—
Накопленный собственный капитал (выплата дивидендов)	(1 395 527)	(1 086 167)	(1 116 382)	(1 188 731)
Долгосрочные обязательства	1235 147	1762 101	(47 133)	(506 748)
Краткосрочные кредиты и займы	1657 686	435 557	502 882	525 510
Кредиторская задолженность и прочие краткосрочные обязательства	364 141	452 592	298 072	256 317
Денежный поток за период	(25 179)	(95 471)	47 857	48 556
Остаток денежных средств нарастающим итогом на конец года	335 476	240 005	287 862	336 419

Таблица 9.8. Прогнозные аналитические показатели

Показатель	Отчетный год	Прогнозный период		
		1-й год	2-й год	3-й год
<i>Факторы стоимости бизнеса</i>				
Рентабельность инвестированного капитала, %	24,89	22,58	21,22	20,29
Темп прироста инвестированного капитала, %	67,22	40,35	16,00	11,67
Средневзвешенная стоимость капитала, %	19,33	18,28	18,70	19,32
<i>Показатели динамики</i>				
Темп прироста валюты баланса, %	60,42	38,59	15,80	11,56
Темп прироста инвестированного капитала, %	67,22	40,35	16,00	11,67
Темп прироста выручки, %	34,26	30,80	16,64	13,40
Темп прироста чистой прибыли, %	47,43	17,04	2,78	6,48
Темп прироста численности персонала, %	9,15	25,98	2,93	0,07
<i>Показатели эффективности</i>				
Рентабельность продаж, %	20,66	19,32	17,83	16,64
Рентабельность активов, %	33,52	30,41	28,58	27,32
Оборачиваемость активов,	1,70	1,60	1,62	1,64
<i>Показатели финансовой устойчивости</i>				
Коэффициент текущей ликвидности	1,87	1,93	1,94	1,96
Обеспеченность оборотных активов собственными оборотными средствами	0,20	0,06	0,14	0,24
Коэффициент автономии, %	56,18	51,14	53,57	57,00
<i>Показатели эффективности управления ресурсами организации</i>				
Фондоотдача, руб./руб.	3,79	3,35	3,51	3,77
Коэффициент оборачиваемости оборотных активов	3,08	3,08	3,00	2,91
Производительность труда, тыс. руб./чел.	3620,97	3759,43	4260,14	4827,54

Показатели финансовой устойчивости несколько улучшаются: растет коэффициент ликвидности, стабилизируется коэффициент автономии.

Показатели эффективности управления ресурсами организации позволяют оценивать развитие тех тенденций, которые проявились в прошедших периодах и были заложены на будущее. Так, производительность труда увеличивается, фондоотдача снижается в 1-й год прогнозного периода в связи со значительными инвестициями во внеоборотные активы, оборачиваемость оборотных активов снижается вследствие значительного роста запасов и дебиторской задолженности.

## 9.2. Управление рисками

Управление рисками — одна из важнейших задач финансового менеджмента, поскольку любая организация управляет рисками, только одни оценивают риски после наступления события, а другие занимаются оценкой постоянно и планомерно. Цель оценки — формирование информации об уровне и динамике различных рисков, присущих организации, в целях своевременного принятия управленческих решений по их снижению. Риски классифицируются следующим образом:

- рыночный (коммерческий), связанный с неопределенностью спроса на производимую продукцию, действиями конкурентов, а также ухудшением ситуации на рынке закупок;
- операционный и инвестиционный, связанный с инвестициями, производственными факторами и бизнес-процессами;
- финансовый, связанный со структурой финансирования организации.

Общий уровень риска деятельности организации может оцениваться по ретроспективным данным колебаний доходности, а также по фундаментальным показателям деятельности. В процессе оценки рискованности по фундаментальным показателям деятельности используется кумулятивный подход к формированию барьерной ставки, а именно метод отнесения компании к одной из пяти категорий риска и обоснование доходности с учетом надбавки за риск в рамках выделенных категорий. Барьерная ставка дисконтирования рассчитывается методом кумулятивного построения:

$$r = r_f + RP,$$

где  $r_f$  — безрисковая доходность;

$RP$  — премия за риск (risk premium).

Премия за риск определяется на основе отнесения организации к одной из пяти категорий риска. Индикаторами отнесения организации к категориям риска служат показатели, характеризующие рыночный, операционный, инвестиционный и финансовый риски. Краткая характеристика организаций, а также уровень премии за риск приведены в табл. 9.9.

Таблица 9.9. Характеристика организаций разного уровня риска

<i>Категория по риску</i>	<i>Премия за риск, %</i>	<i>Краткая характеристика</i>
Первая: низкий риск	2—3	Организации, давно функционирующие на рынке, имеющие стабильно растущий объем продаж, растущую прибыль, высокий кредитный рейтинг, высокое качество управления, хорошую деловую репутацию, режим благоприятствования со стороны государства
Вторая: риск ниже среднего	4—5	Организации, имеющие устойчивый сбыт продукции, стабильные финансовые результаты, хороший кредитный рейтинг, высокое качество управления, не имеющие претензий со стороны государства
Третья: средний риск	6—7	Организации, работающие на рынках с высокой отраслевой конкуренцией, имеющие среднее положение на рынках, устойчивые финансовые результаты в прошлом, но неопределенный прогноз на будущее, краткосрочную кредитную историю, не имеющие претензий со стороны государства
Четвертая: риск выше среднего	8—9	Организации, работающие на рынках с высокой отраслевой конкуренцией, имеющие неустойчивый объем продаж, неустойчивые финансовые результаты, значительный объем обязательств
Пятая: высокий риск	10—11	Организации, имеющие неустойчивый объем продаж, финансовые результаты низкого качества, высокий объем обязательств, признаки финансовой неустойчивости

Для отнесения организации к одной из категорий риска необходимо оценить уровень ее рыночного, операционного и инвестиционного, финансового риска. Поскольку эти риски по характеру воздействия являются составными, то для их оценки используется система показателей, посредством которой оценивается рискованность организации по составным рискам, а затем и уровень рискованности организации в целом. Каждый составной риск оценивается по формуле

$$R_j = \frac{\sum_{n=1}^N R_n}{N},$$

где  $R_j$  — оценка составного риска  $j$ -го вида (рыночного, операционного и инвестиционного, финансового);

$R_n$  — оценка простого риска  $n$ -го вида;

$N$  — число показателей для оценки простых рисков.

Классификация составных рисков представлена на рис. 9.2.



Рис. 9.2. Классификация рисков

Рыночный риск связан с неопределенностью объема продаж и зависит от конъюнктуры рынка, возможного падения спроса, изменений цен на рынках сбыта и поставок, изменение условий платежей контрагентов или действий конкурентов. Кроме того, на рыночные условия воздействуют макроэкономические и отраслевые факторы — цикличность экономики и отрасли, тарифно-квотные ограничения, антимонопольное регулирование и т.д. Для оценки рыночного риска используются следующие показатели:

- темп прироста выручки от продаж; чем он устойчивее, тем ниже уровень риска снижения объема продаж, тем ниже риск стагнации бизнеса;
- маржа, высокое и устойчивое значение которой свидетельствует о высокой степени конкурентоспособности продукции и низком уровне риска организации;
- контролируемость расходов; чем устойчивее коэффициенты расходов и показатели ресурсоемкости продукции, тем ниже уровень ценового риска;
- отношение дебиторской задолженности к кредиторской: чем меньше это отношение, тем сильнее рыночная позиция организации, тем ниже уровень риска. С другой стороны, низкое значение показателя приводит к увеличению финансового риска;
- средний срок погашения дебиторской задолженности; чем меньше значение показателя, тем ниже уровень дебиторского (кредитного) риска;
- отношение поступлений от покупателей к выручке; значение показателя, превышающее единицу, свидетельствует о том, что продукция оплачивается денежными средствами без использования неденежных форм расчетов; следовательно, организация характеризуется низким уровнем риска.

Для установления категории простых рисков по значениям показателей используется шкала оценки рыночного, операционного и финансового рисков. Шкала оценки рыночного риска приведена в табл. 9.10.

Операционный и инвестиционный риск зависит от неопределенности, связанной с инвестициями, технологиями, производственными ресурсами, их качеством и производительностью, а также с затратами на ресурсы. Для оценки операционного и инвестиционного риска оцениваются такие простые виды рисков, как проектный, который связан с возможным недополучением прибыли от проектов; имущественный или промышленный, который связан с потерями в результате аварий на производстве; риск обесценения активов, кото-



рый усиливается, в частности, для оборотных активов при увеличении продолжительности их оборота; риск потери ключевого персонала, а также риск, связанный действием операционного рычага. Операционный и инвестиционный риск оценивается с помощью следующих показателей:

- доля внеоборотных активов в валюте баланса; чем больше удельный вес внеоборотных активов, тем выше уровень имущественного риска;

Таблица 9.10. Шкала оценки рыночного риска

<i>Показатель</i>	<i>Первая категория: низкий риск</i>	<i>Вторая категория: риск ниже среднего</i>	<i>Третья категория: средний риск</i>	<i>Четвертая категория: риск выше среднего</i>	<i>Пятая категория: высокий риск</i>
Темп прироста выручки от продаж, %	Более 20	От 15 до 20	От 10 до 15	От 5 до 10	Менее 5
Маржа (через прибыль от продаж, %)	Более 15	От 10 до 15	От 5 до 10	От 0 до 5	Менее 0
Контролируемость расходов (отклонения коэффициентов затрат)	Менее 0,05 по модулю	От 0,05 до 0,1 по модулю	От 0,1 до 0,15 по модулю	От 0,15 до 0,2 по модулю	Более 0,25 по модулю
Отношение дебиторской задолженности к кредиторской	Менее 0,7	От 0,7 до 0,9	От 0,9 до 1,1	От 1,1 до 1,3	Более 1,3
Средний срок погашения дебиторской задолженности, дней	Менее 30	От 30 до 60	От 60 до 90	От 90 до 120	Более 120
Отношение поступлений от покупателей к выручке	Более 1,2	от 1 до 1,2	от 0,8 до 1	от 0,6 до 0,8	Менее 0,6

- коэффициент ввода внеоборотных активов; чем ниже значение показателя, тем медленнее идет обновление основных средств и выше риск устаревания технологий, следовательно, тем выше уровень риска. При этом необходимо отметить, что чем выше инвестиционная активность организации, тем выше уровень проектного риска;
- коэффициент годности внеоборотных активов; чем ниже значение показателя, тем хуже состояние основных средств, тем выше уровень риска;

- оборачиваемость активов; чем ниже значение показателя, тем медленнее активы преобразуются в денежные средства, тем выше уровень риска их обесценения;
- продолжительность оборота запасов; чем выше значение показателя, тем дольше активы замораживаются в запасах, тем выше уровень риска;
- производительность труда, рассчитанная через добавленную стоимость; чем ниже значение показателя, тем выше уровень риска;
- уровень заработной платы; чем выше показатель, тем ниже текучесть персонала и выше уровень его постоянства, тем выше качество персонала и, следовательно, ниже уровень риска;
- соотношение темпов роста производительности труда и заработной платы; чем ниже значение показателя (чем сильнее рост производительности труда отстает от роста заработной платы), тем выше вероятность снижения прибыли, следовательно, тем выше уровень риска;
- уровень операционного рычага; чем выше уровень постоянных расходов и ниже устойчивость операционной прибыли, тем выше уровень риска.

Шкала оценки операционного и инвестиционного риска приведена в табл. 9.11.

Финансовый риск, который зависит от неопределенности, связанной с финансовыми расходами и зависит от структуры финансирования организации, а также от уровня рентабельности активов, оценивается с помощью следующих показателей:

- коэффициента текущей ликвидности; чем больше краткосрочных обязательств и меньше оборотных активов, тем ниже значение коэффициента и выше уровень риска ликвидности;
- коэффициента абсолютной ликвидности; чем меньше высоколиквидных активов, тем выше риск ликвидности;
- доли неликвидных активов в составе оборотных активов; чем больше таких активов, тем выше не только риск ликвидности, связанный с невозможностью обслуживать краткосрочные обязательства некачественными оборотными активами, но и риск возникновения убытков в связи со списанием этих активов, например, нереальной к взысканию долгосрочной дебиторской задолженности;
- доли заложенных активов к суммарным активам; чем больше таких активов, тем выше риск их потери этих активов;
- обеспеченности оборотных активов собственными оборотными средствами; чем выше степень обеспеченности собствен-

ными оборотными средствами, тем выше устойчивость организации и ниже уровень риска;

**Таблица 9.11. Шкала оценки инвестиционного и операционного риска**

<i>Показатель</i>	<i>Первая категория: низкий риск</i>	<i>Вторая категория: риск ниже среднего</i>	<i>Третья категория: средний риск</i>	<i>Четвертая категория: выше среднего</i>	<i>Пятая категория: высокий риск</i>
Доля внеоборотных активов в валюте баланса, %	Менее 40	От 40 до 50	От 50 до 60	От 60 до 70	Более 70
Коэффициент ввода внеоборотных активов	Более 0,2	От 0,15 до 0,2	От 0,1 до 0,15	От 0,05 до 0,1	Менее 0,05
Коэффициент годности внеоборотных активов, %	Более 75%	От 65 до 75	От 55 до 65	От 45 до 55	Менее 45
Оборачиваемость активов	Более 2	От 1,5 до 2	От 1 до 1,5	От 0,5 до 1	Менее 0,5
Продолжительность оборота запасов, дней	Менее 30	От 30 до 120	От 120 до 210	От 210 до 300	Более 300
Производительность труда (расчет через добавленную стоимость), тыс. руб.	Более 500	От 400 до 500	От 300 до 400	От 200 до 300	Менее 200
Среднегодовая заработная плата, тыс. руб.	Более 240	От 200 до 240	от 160 до 200 тыс. руб.	От 120 до 160	Менее 120
Соотношение темпов роста производительности труда и заработной платы	Более 1,2	От 1,1 до 1,2	От 1,1 до 1	От 0,9 до 1	Менее 0,9
Уровень операционного рычага	Менее 2,5	От 2,5 до 5	От 5 до 7,5	От 7,5 до 10	Более 10

- обеспеченности запасов собственными оборотными средствами, долгосрочными обязательствами и краткосрочными кредитами и займами; чем выше обеспеченность запасов этими источниками финансирования, тем ниже уровень риска;

- рентабельности активов; чем выше рентабельность активов, тем выше платежеспособность организации в части обслуживания привлеченного капитала, тем ниже уровень финансового риска;
- средневзвешенной стоимости капитала; чем ниже относительный уровень расходов на инвестированный капитал, тем ниже уровень риска;
- уровня налоговой нагрузки; чем ниже показатель, тем выше вероятность того, что организация, использующая методы налогового планирования, будет подвергнута налоговым проверкам;
- плеча финансового рычага; чем больше значение показателя, тем больше объем заимствований, тем выше уровень финансового риска;
- дифференциала финансового рычага; положительное значение показателя служит индикатором того, что рентабельность активов превышает среднюю процентную ставку по привлекаемым источникам заемного капитала, что является свидетельством низкого уровня риска;
- уровня финансового рычага; чем выше значение показателя, тем выше возможные колебания чистой прибыли, тем выше уровень риска.

Шкала оценки финансового риска приведена в табл. 9.12.

После того как определены составные риски, рассчитывается общая премия за риск:

$$PR = \frac{R_p + R_{оп} + R_{ф}}{3},$$

где  $R_p$ ,  $R_{оп}$ ,  $R_{ф}$  — рыночный, операционный и инвестиционный, финансовый риски.

Расчитанная премия позволяет определить, к какой категории риска относится организация. При оценке уровня риска организации необходимо учитывать, что повышение уровня риска должно сопровождаться увеличением эффективности деятельности организации: только в этом случае риск можно считать оправданным. Поэтому, как правило, именно организации с высоким уровнем риска характеризуются более высокой эффективностью деятельности.

Для более ясного представления информации о рисках на основе полученных результатов расчетов строится карта рисков, где по строкам откладывается тяжесть последствий — от низкой до высокой, по столбцам — вероятность наступления рискованной ситуации, а на

самой карте обозначаются возможные потери при наступлении того или иного риска, табл. 9.13.

Таблица 9.12. Шкала оценки финансового риска

<i>Показатель</i>	<i>Первая категория: низкий риск</i>	<i>Вторая категория: риск ниже среднего</i>	<i>Третья категория: средний риск</i>	<i>Четвертая категория: риск выше среднего</i>	<i>Пятая категория: высокий риск</i>
Коэффициент текущей ликвидности	Более 2	От 1,7 до 2	От 1,4 до 1,7	От 1,1 до 1,4	Менее 1,1
Коэффициент покрытия процентов	Более 10	От 5 до 10	От 2 до 5	От 1 до 2	Менее 1
Доля неликвидных активов в составе оборотных активов	Менее 20	От 20 до 30	От 30 до 40	От 40 до 50	Более 50
Доля заложенных активов к суммарным активам	Менее 5	От 5 до 10	От 10 до 15	От 15 до 20	Более 20
Обеспеченность оборотных активов собственными оборотными средствами	Более 0,6	От 0,4 до 0,6	От 0,2 до 0,4	От 0 до 0,2	Менее 0
Обеспеченность запасов источниками финансирования	Более 1,5	От 1,25 до 1,5	От 1 до 1,25	От 0,75 до 1	Менее 0,75
Рентабельность активов, %	Более 15	От 10 до 15	От 5 до 10	От 0 до 5	Менее 0
Средневзвешенная стоимость капитала, %	Менее 15%	От 15 до 20	От 20 до 25	От 25 до 30	Более 30
Налоговая нагрузка на выручку (нетто), %	Более 9	От 8 до 9	От 7 до 8	От 6 до 7	Менее 6
Плечо финансового рычага	Менее 1/3	От 1/3 до 2/3	От 2/3 до 1	От 1 до 4/3	Более 4/3
Дифференциал финансового рычага, %	Более 5	От 4 до 5	От 3 до 4	От 2 до 3	Менее 2
Уровень финансового рычага	Менее 1,1	От 1,1 до 1,5	От 1,5 до 2	От 2 до 2,5	Более 2,5

Таблица 9.13. Карта рисков

<i>Тяжесть последствий</i>					
Значительная					
Выше средней					
Средняя					
Ниже средней					
Низкая					
	Низкая	Ниже средней	Средняя	Выше средней	Высокая
<i>Вероятность наступления рисков ситуации</i>					

На основе этой информации вырабатывается стратегия управления рисками (табл. 9.14).

Таблица 9.14. Матрица управления рисками

<i>Тяжесть последствий</i>					
Значительная	Передавать	Избегать	Избегать	Избегать	Избегать
Средняя	Передавать	Передавать	Передавать	Передавать	Снижать
Низкая	Удерживать	Удерживать	Передавать	Передавать	Снижать
	Низкая	Ниже средней	Средняя	Выше средней	Высокая
<i>Вероятность наступления рисков ситуации</i>					

Как следует из табл. 9.14, при значительной тяжести последствий организации следует избегать риска, т.е. использовать один из самых консервативных способов нейтрализации рисков, а именно отказ от действий, которые могут повлечь существенный риск. Этот метод ограничен в применении, поскольку приводит к отказу от определенной деятельности, а следовательно, к потере выгоды.

При средней тяжести последствий оптимальный способ управления рисками — это их передача. Классические методы передачи рисков: страхование — риск по договору передается страховой компании; хеджирование — передача ценовых рисков контрагентам по договору, в котором жестко оговариваются цены поставки на определенный период времени; аутсорсинг — передача непрофильных функций специализированным компаниям, что позволяет не только снизить риск, но и повысить эффективность организации. В отдельных случаях при средней тяжести последствий организации следует снижать риск, используя для этого диверсификацию, фор-

мирование резервов, введение лимитов (например, в отношении дебиторов), т.д.

При незначительном возможном ущербе организации следует удерживать риск, при этом требуются дополнительные меры контроля и своевременное принятие мер по управлению рисками.

**Анализ ситуации.** Для оценки уровня риска ОАО «XYZ» использовались данные отчетности, а также прогнозные показатели деятельности организации. Значения показателей, с помощью которых оценивался уровень риска организации, приведены в табл. 9.15. Поскольку прогнозные расчеты основаны на том, что выявленные тенденции в деятельности организации будут иметь свое продолжение в прогнозном периоде, постольку показатели риска в прогнозном периоде не столь существенно отличаются от значений в предыдущем и отчетном периодах.

Степень рыночного риска повышают тенденции увеличения срока погашения дебиторской задолженности, а также некоторое снижение темпа прироста выручки, которое прогнозируется во 2-м и 3-м году прогнозного периода. Снижают уровень рыночного риска такие факторы, как высокая, хотя и снижающаяся, маржа, высокая степень контролируемости расходов.

Уровень операционного и инвестиционного риска увеличивают тенденции снижения показателей обновления внеоборотных активов, снижения оборачиваемости оборотных активов, ухудшения соотношения между темпами прироста производительности труда и заработной платы. Уровень риска снижают такие факторы, как увеличение степени годности внеоборотных активов, повышение средней заработной платы.

Уровень финансового риска увеличивают факторы: снижение обеспеченности оборотных активов собственными оборотными средствами, снижение коэффициента покрытия процентов. Снижают уровень финансового риска следующие факторы: достаточно высокий уровень рентабельности активов и значительный дифференциал финансового рычага.

Рассчитанные показатели дают основания для оценки уровня рыночного, операционного, инвестиционного и финансового риска (табл. 9.16). Уровень рыночного риска средний, хотя маржа достаточно высокая и расходы контролируются. Однако организация имеет невыгодное соотношение между дебиторской и кредиторской задолженностью, что повышает уровень рыночного риска. Кроме того, ситуация на рынке ухудшается в связи с повышением интенсивности конкуренции, что также приводит к увеличению рыночного риска. Операционный и инвестиционный риск ниже среднего, при этом все составляющие риска находятся на стабильном уровне.

Таблица 9.15. Значения показателей оценки риска

Показатель	Предыдущий год	Отчетный год	Прогнозный период		
			1-й год	2-й год	3-й год
<i>Рыночный риск</i>					
Темп прироста выручки от продаж, %	—	34,26	30,80	16,64	13,40
Маржа прибыли, %	20,63	20,66	19,32	17,83	16,64
Контролируемость расходов	—	0,08	0,09	0,07	0,04
Средний срок инкассации дебиторской задолженности, дней	54,11	59,42	60,00	61,00	62,00
Отношение дебиторской задолженности к кредиторской	1,68	1,91	1,97	2,04	2,12
Отношение поступлений от покупателей к выручке	1,08	1,10	1,14	1,15	1,16
<i>Операционный и инвестиционный риск</i>					
Доля внеоборотных активов в валюте баланса, %	37,33	44,89	47,95	46,09	43,52
Коэффициент ввода внеоборотных активов	—	0,26	0,35	0,17	0,13
Коэффициент годности внеоборотных активов	79,54	83,68	88,36	89,41	89,90
Оборачиваемость активов	2,03	1,70	1,60	1,62	1,64
Длительность оборота запасов, дней	63,36	66,09	68,04	69,55	71,69
Производительность труда (через добавленную стоимость), тыс. руб./чел.	1217,49	1544,32	1784,38	2060,33	2377,39
Среднегодовая заработная плата, тыс. руб.	189,40	238,99	274,83	316,06	363,47
Соотношение темпов роста производительности труда и заработной платы	—	1,03	2,90	1,03	1,03
Уровень операционного рычага	2,10	2,50	2,62	2,86	3,09



Окончание табл. 9.15

Показатель	Предыдущий год	Отчетный год	Прогнозный период		
			1-й год	2-й год	3-й год
<i>Финансовый риск</i>					
Коэффициент текущей ликвидности	3,49	1,87	1,93	1,94	1,96
Коэффициент покрытия процентов	223,669	58,309	10,37	6,75	6,65
Доля неликвидных активов в составе оборотных активов, %	19,63	15,566	15,57	15,57	15,57
Доля заложенных активов к суммарным активам, %	0,97	0,433	0,43	0,43	0,43
Обеспеченность оборотных активов собственными оборотными средствами	0,63	0,20	0,06	0,14	0,24
Обеспеченность запасов источниками финансирования	1,60	1,66	1,60	1,61	1,61
Рентабельность активов, %	48,30	33,52	30,41	28,58	27,32
Средневзвешенная стоимость капитала, %	35,94	24,89	18,28	18,70	19,32
Налоговая нагрузка на выручку (нетто), %	6,06	5,80	9,57	10,15	10,08
Плечо финансового рычага	0,07	0,52	0,69	0,62	0,52
Дифференциал финансового рычага, %	44,91	31,84	18,41	16,58	15,32
Уровень финансового рычага	1,00	1,02	1,11	1,17	1,18

Таблица 9.16. Оценка уровня риска

Показатель	Предыдущий год	Отчетный год	Прогнозный период		
			1-й год	2-й год	3-й год
<i>Рыночный риск</i>					
Итоговая оценка рыночного риска, %	5,00	4,33	4,67	4,67	5,00
Уровень рыночного риска	Средний	Средний	Средний	Средний	Средний
<i>Операционный и инвестиционный риск</i>					
Итоговая оценка операционного риска, %	2,86	3,56	2,89	3,56	3,78
Уровень операционного риска	Ниже среднего	Ниже среднего	Ниже среднего	Ниже среднего	Ниже среднего
<i>Финансовый риск</i>					
Итоговая оценка финансового риска, %	3,17	3,83	3,50	3,50	3,33
Уровень финансового риска	Ниже среднего	Ниже среднего	Ниже среднего	Ниже среднего	Ниже среднего
Итоговая оценка рискованности, %	3,67	3,91	3,69	4,02	4,04
Уровень дисконта (номинальный)	20,06	20,29	20,07	20,40	20,42
Общий уровень риска	Ниже среднего	Ниже среднего	Ниже среднего	Средний риск	Средний риск

Финансовый риск также ниже среднего уровня, что является следствием высоких показателей ликвидности, финансовой устойчивости, низкого уровня финансового рычага. Итоговая оценка риска организации — риск ниже среднего, организация характеризуется устойчивым сбытом продукции, стабильными финансовыми результатами, хорошим кредитным рейтингом, высоким качеством управления, отсутствием претензий со стороны государства.

Оценка рисков позволяет разработать политику управления ими; при этом необходимо особенно тщательно контролировать стратегические риски, в частности рыночную ситуацию, для которой характерны усиление конкуренции, снижение роста объема реализации. Для контроля операционного и инвестиционного риска необходимо контролировать эффективность осуществляемых инвестиций, поскольку предприятие в настоящее время характеризуется существенным проектным риском, проявлением которого можно считать снижение эффективности использования растущих активов по сравнению с предыдущим периодом. Финансовый риск также несколько увеличивается, поскольку организация активно привлекает заемный капитал для финансирования инвестиционной деятельности. В этом случае необходим контроль за своевременностью погашения обязательств и поддержание высокого уровня ликвидности.

### 9.3. Оценка стоимости бизнеса.

#### Анализ факторов стоимости

Особое значение в финансовом менеджменте имеет оценка стоимости бизнеса, поскольку создание системы управления стоимостью компании, ориентированной на ключевые факторы стоимости, становится первоочередной задачей управления финансами. Оценка стоимости организации дает существенную информацию о финансово-экономическом состоянии бизнеса, эффективности его руководства и инвестиционной привлекательности. С помощью оценки стоимости бизнеса оцениваются результаты прогнозных расчетов и последствия разработанной финансовой стратегии.

Оценка стоимости бизнеса основана на использовании доходного подхода, при реализации которого используются два метода анализа: дисконтированных будущих денежных потоков и экономической прибыли.

**Метод дисконтированных будущих денежных потоков (discounted cash flow, DCFA).** В рамках этого метода стоимость собственного капитала определяется как стоимость денежных потоков от основной

деятельности за вычетом долговых обязательств и других законных притязаний инвесторов, обладающих приоритетом перед обыкновенными акциями (привилегированные акции). Денежные потоки от основной деятельности дисконтируются по ставкам, которые отражают риск этих денежных потоков, т.е. дисконтная — это средневзвешенная стоимость капитала. Алгоритм расчета по методу дисконтированных денежных потоков следующий.

**1. Расчет прибыли на прогнозный период.** Чистая операционная прибыль прогнозируется на основе показателей, рассчитанных в ходе разработки финансовых прогнозов:

$$\Pi_{\text{чо}} = (\Pi_{\text{пр}}^{\text{прог}} + \Phi P_{\text{пр}}^{\text{прог}}) \cdot (1 - t_p),$$

где  $\Pi_{\text{пр}}^{\text{прог}}$  — прогнозная прибыль от продаж;

$\Phi P_{\text{пр}}^{\text{прог}}$  — прогнозный прочий результат, не включающий проценты к уплате;

$t_p$  — расчетная ставка налогообложения бухгалтерской прибыли.

**2. Расчет свободного денежного потока** как суммы прибыли и амортизации за вычетом вложений во внеоборотные активы и оборотный капитал (free cash flow, FCF):

$$FCF = \Pi_{\text{чо}} - NI = \Pi_{\text{чо}} - \Pi_{\text{чо}} \cdot \frac{NI}{\Pi_{\text{чо}}} = \Pi_{\text{чо}} \cdot \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right),$$

где  $NI$  — чистые инвестиции во внеоборотные активы и оборотный капитал (валовые инвестиции за вычетом амортизации);

$g$  — темп прироста инвестированного капитала, определяется на основе результатов прогнозного анализа как отношение чистых инвестиций к инвестированному капиталу;

$ROIC$  — рентабельность инвестированного капитала (отношение чистой операционной прибыли к инвестированному капиталу).

**3. Обоснование ставки дисконта**, т.е. средневзвешенной стоимости капитала (weighted average cost of capital, WACC), которая берется для целей оценки в рыночном номинальном значении.

**4. Определение стоимости предприятия в прогнозный период** как суммы дисконтированных денежных потоков прогнозного периода:

$$C_{DCFA}^{\text{прог}} = \frac{FCF_1}{(1+WACC)^1} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_N}{(1+WACC)^N},$$

где  $N$  — порядковый номер последнего года прогнозного периода.

**5. Определение стоимости предприятия в постпрогнозный период** по формуле Гордона. Применение этой формулы обусловлено тем,

что в постпрогнозном периоде предполагается постоянный темп прироста денежных потоков оцениваемой организации:

$$C_{DCFA}^{ппр} = \frac{FCF_N}{(1+WACC)^N} \cdot (1+g) \cdot \frac{1}{WACC-g}.$$

Как следует из формулы, постпрогнозная стоимость предприятия, которая может иметь преобладающий удельный вес в суммарной стоимости предприятия, определяется денежным потоком последнего прогнозного года, поэтому качество прогнозирования именно этой величины существенно влияет на точность всей оценки.

**6. Расчет окончательной стоимости бизнеса** как суммы стоимости в прогнозном и постпрогнозном периодах за вычетом заемного капитала:

$$C_{DCFA} = C_{DCFA}^{прог} + C_{DCFA}^{ппр} - K_3^H,$$

где  $K_3^H$  — заемный капитал организации на начало прогнозного периода.

**Метод экономической добавленной стоимости (economig value added, EVA).** Этот метод основан на расчете экономической прибыли, которая показывает величину создаваемой или разрушаемой стоимости

$$EVA = \Pi_{чо} - K_{ин} \cdot WACC = \frac{\Pi_{чо}}{IC} - K_{ин} \cdot WACC = K_{ин} \cdot (ROIC - WACC),$$

где  $K_{ин}$  — инвестированный капитал.

Из приведенной формулы следует, что размер экономической прибыли зависит от спреда, т.е. разности между рентабельностью инвестированного капитала и его средневзвешенной стоимостью, следовательно, чем выше рентабельность, тем больше создаваемая организацией стоимость.

Этапы расчетов по методу экономической стоимости следующие.

**1. Расчет операционной прибыли после налогообложения** на прогнозный период. Первый этап расчетов методом EVA аналогичен этому этапу по методу DCFA.

**2. Расчет экономической прибыли** как разности между прибылью и затратами на капитал по приведенной выше формуле.

**3. Обоснование дисконта**, в качестве которого принимается номинальная средневзвешенная рыночная стоимость капитала организации.

**4. Дисконтирование экономической прибыли** и определение суммарной дисконтированной экономической прибыли в прогнозном периоде:

$$C_{EVA}^{прог} = \frac{EVA_1}{(1+WACC)^1} + \frac{EVA_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{EVA_N}{(1+WACC)^N}.$$

5. Расчет суммарной дисконтированной экономической прибыли в постпрогнозном периоде по формуле Гордона:

$$C_{EVA}^{ппр} = \frac{EVA_N}{(1+WACC)^N} \cdot (1+g) \cdot \frac{1}{WACC-g}.$$

6. Расчет итоговой стоимости как суммы величины собственно-го капитала и приведенной экономической прибыли:

$$C_{EVA} = C_{EVA}^{прог} + C_{EVA}^{ппр} + K_c^H,$$

где  $K_c^H$  — собственный капитал организации на начало прогнозного периода.

Стоимость бизнеса, рассчитанная двумя методами, одинакова. При этом чем выше стоимость бизнеса, рассчитанная в рамках доходного подхода, относительно стоимости активов компании, тем больше добавленная стоимость организации, тем выше его инвестиционная привлекательность, тем успешнее бизнес в целом.

**Анализ факторов стоимости.** Это ключевой элемент концепции стоимостного подхода к управлению; он позволяет не только оценивать влияние управленческих решений на стоимость, но и выбирать направления воздействия на факторы стоимости в целях ее увеличения.

На первичные факторы стоимости (рентабельность инвестированного капитала, средневзвешенную стоимость капитала и темп роста инвестированного капитала) влияют многочисленные вторичные факторы; какие именно — зависит от того, в рамках каких моделей представлены первичные факторы стоимости (рис. 9.3).

Первичные факторы стоимости могут быть выражены следующими моделями. *Рентабельность инвестированного капитала:*

$$ROIC = \frac{m_{\text{чо}} \cdot B}{K_{\text{ин}}} = \frac{(1 - ME - 3E - AE - PE_{\text{пр}} + k_{\text{фр}}) \cdot (1 - t_p) \cdot B}{K_{\text{ин}}},$$

$$ROIC = \frac{(1 - ME - 3E - AE - PE_{\text{пр}} + k_{\text{фр}}) \cdot (1 - t_p)}{\frac{1}{k_{BA}} + \frac{1}{k_{OK}}},$$

где  $m_{\text{чо}}$  — чистая операционная маржа;

$B$  — выручка (нетто);

$ME, 3E, AE, PE_{\text{пр}}$  — соответственно показатели материалоемкости, зарплатоемкости, амортизациеёмкости, прочей ресурсоемкости;

$k_{\text{фр}}$  — удельный прочий финансовый результат без процентов к уплате (отношение прочего финансового результата к выручке);

- $t_p$  — расчетная ставка налога на прибыль;  
 $k_{BA}$  — коэффициент оборачиваемости внеоборотных активов;  
 $k_{OK}$  — коэффициент оборачиваемости оборотного капитала.

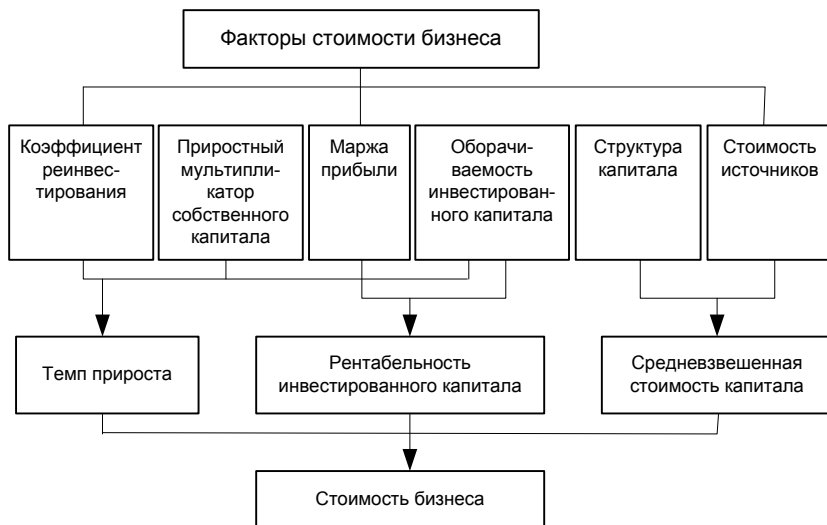


Рис. 9.3. Факторы стоимости бизнеса

Таким образом, рентабельность инвестированного капитала зависит от показателей ресурсоемкости, удельного прочего финансового результата, ставки налогообложения прибыли, оборачиваемости внеоборотных активов и оборотного капитала.

*Темп прироста инвестированного капитала:*

$$g = \frac{\Delta K_{ин}}{K_{ин}} = \frac{\Pi_n}{K_{ин}} \cdot \frac{K_{ин}}{\frac{\Pi_n}{K_{ин}}} = \frac{B}{K_{ин}} \cdot \frac{\Pi_q}{B} \cdot \frac{\Pi_n}{\Pi_q} \cdot \frac{\Delta K_{ин}}{\Pi_n} = k_o \cdot m \cdot k_p \cdot \Delta M,$$

где  $\Pi_n$  — нераспределенная прибыль;

$\Pi_q$  — чистая прибыль;

$K_{ин}$  — инвестированный капитал организации;

$K_c$  — собственный капитал организации;

$\Delta K_{ин}$  — прирост инвестированного капитала (равен чистым инвестициям);

- $k_o$  — коэффициент оборачиваемости инвестированного капитала;  
 $m$  — чистая маржа;  
 $k_p$  — коэффициент реинвестирования прибыли;  
 $\Delta M$  — приростной мультипликатор собственного капитала (отношение прироста инвестированного капитала к приросту собственного капитала, т.е. к нераспределенной прибыли).

Эта зависимость показывает, что темп прироста инвестированного капитала зависит от оборачиваемости, маржи, коэффициента реинвестирования прибыли, приростного мультипликатора собственного капитала.

*Средневзвешенная стоимость инвестированного капитала:*

$$WACC = d_c \cdot k_c + d_z \cdot k_z \cdot (1 - t_p),$$

где  $d_c, d_z$  — удельный вес соответственно собственного и заемного капитала в инвестированном капитале организации;

$k_c, k_z$  — стоимость соответственно собственного и заемного капитала;

$t_p$  — ставка налогообложения прибыли, множитель  $(1 - t_p)$  применяется только к заемному капиталу, платежи по которому включаются в расходы до налогообложения.

Как следует из формулы, средневзвешенная стоимость капитала зависит от рыночной стоимости источников капитала и их удельного веса в структуре инвестированного капитала.

Для оценки степени влияния факторов стоимости и выявления наиболее значимых факторов рассчитываются коэффициенты эластичности, которые показывают, на сколько процентов изменится стоимость бизнеса при изменении фактора стоимости на один процент:

$$E = \frac{\Delta C_d}{\Delta \phi_c},$$

где  $\Delta C_d$  — изменение стоимости бизнеса, рассчитанной в рамках доходного подхода, %;

$\Delta \phi_c$  — изменение фактора стоимости, %.

Изучение влияния факторов стоимости на оценку бизнеса дает основания для следующих выводов.

1. Наиболее существенное влияние из первичных факторов стоимости оказывает рентабельность инвестированного капитала; средневзвешенная стоимость капитала оказывает обратное влияние; наименее значительное влияние оказывает темп прироста инвестированного капитала.



2. Наиболее существенное влияние на стоимость бизнеса среди вторичных факторов оказывают показатели ресурсоемкости продукции, поскольку определяющим образом влияют на рентабельность продаж, которая влияет на рентабельность инвестированного капитала. Кроме того, маржа прибыли достаточно ощутимо влияет на темп роста бизнеса, поскольку с увеличением чистой прибыли увеличивается нераспределенная прибыль (при прочих равных условиях), которая влияет на темп устойчивого роста организации.

3. Положительное влияние на стоимость бизнеса оказывает темп прироста мультипликатора собственного капитала, однако его влияние значительно меньше влияния ресурсоемкости и маржи. Темп прироста мультипликатора влияет на стоимость через темп прироста инвестированного капитала.

4. Положительное влияние на стоимость бизнеса оказывает рост оборачиваемости инвестированного капитала; этот фактор влияет опосредованно, через рентабельность инвестированного капитала.

5. Незначительное положительное влияние оказывает коэффициент реинвестирования прибыли; влияние реализуется через темп прироста инвестированного капитала.

Информация о степени влияния отдельных факторов на стоимость бизнеса позволяет разрабатывать рекомендации, направленные на ее повышение, и оценивать эти рекомендации с помощью сценарных расчетов.

**Анализ ситуации.** Расчет стоимости ОАО «XYZ» выполнен на основе доходного подхода в рамках методов DCFA и EVA (табл. 9.17—9.19). Особенностью расчета рентабельности инвестированного капитала является то, что его значение определяется как отношение чистой операционной прибыли к величине инвестированного капитала на начало года. Именно поэтому значение рентабельности оказывается несколько выше, чем при расчете рентабельности как отношения прибыли к капиталу на конец года (эти расчеты представлены в п. 9.1). Значение средневзвешенной стоимости капитала остается постоянным на протяжении прогнозного периода, хотя и предполагается некоторое изменение структуры инвестированного капитала.

Как следует из расчетов, инвестированный капитал и чистая операционная прибыль растут на протяжении прогнозного периода, однако темп прироста показателей замедляется. Рентабельность инвестированного капитала снижается, что связано с тенденциями к снижению эффективности деятельности организации, отмеченными ранее. В связи со снижением рентабельности снижается спред, таким образом, снижается возможность создания добавленной стоимости.

**Таблица 9.17. Исходные данные для расчета стоимости предприятия (доходный подход)**

Показатель	Прогнозный период		
	1-й год	2-й год	3-й год
Чистая операционная прибыль, тыс. руб.	3 005 358	3 276 698	3 498 175
Инвестированный капитал на начало года, тыс. руб.	3 005 358	3 276 698	3 498 175
Темп прироста инвестированного капитала, %	40,35	16,00	11,67
Средневзвешенная стоимость капитала — дисконт, %	19,33	19,33	19,33
Рентабельность инвестированного капитала, %	31,69	24,61	22,65
Сред, %	12,36	5,29	3,32

Результаты анализа дисконтированных будущих денежных потоков (DCFА) приведены в табл. 9.18. Расчеты показывают, что бизнес создает стоимость, поскольку рентабельность инвестированного капитала превышает средневзвешенную стоимость капитала во всех годах прогнозного периода и в постпрогнозном периоде. Кроме того, поскольку темп прироста инвестированного капитала достаточно высок, создаваемая стоимость существенно увеличивается. Отрицательное значение свободного денежного потока в 1-м прогнозируемом году объясняется значительными инвестициями и превышением темпом прироста инвестированного капитала рентабельности инвестированного капитала. Стоимость предприятия оценивается в 12 411 384 тыс. руб., что на 6 179 634 тыс. больше стоимости чистых активов. Обращает внимание значительное превышение постпрогнозной стоимости над прогнозной, что связано с коротким прогнозируемым периодом.

Результаты расчетов по методу EVA в рамках доходного подхода приведены в табл. 9.19. Метод экономической прибыли (EVA) дает ту же оценку стоимости бизнеса; кроме того, он позволяет уточнить, в какие именно периоды в каком именно объеме эта стоимость создается. Как видно из табл. 9.19, стоимость создается во всех годах прогнозного периода, а также в постпрогнозном периоде, однако очевидна тенденция к ее снижению. Так, если экономическая прибыль в первом прогнозируемом году была равна 1 120 316 тыс. руб., то в третьем — 679 238 тыс. Показательно, что оба метода свидетельствуют о том, что большая часть стоимости создается в постпрогнозном периоде.

**Таблица 9.18. Расчет стоимости предприятия  
(доходный подход DCFA), тыс. руб.**

<i>Показатель</i>	<i>Прогнозный период</i>		
	<i>1-й год</i>	<i>2-й год</i>	<i>3-й год</i>
Свободный денежный поток (FCF)	(821 550)	1 146 377	1 696 317
Дисконтированный свободный денежный поток	(688 470)	805 062	998 298
Стоимость в прогнозном периоде (DCFA)	1 114 890	—	—
Стоимость в постпрогножном периоде (DCFA)	14 550 739	—	—
Стоимость инвестированного капитала (основной деятельности)	15 665 629	—	—
Стоимость в рамках доходного подхода (DCFA)	12 411 384	—	—

**Таблица 9.19. Расчет стоимости предприятия  
(доходный подход EVA, тыс. руб.)**

<i>Показатель</i>	<i>Прогнозный период</i>		
	<i>1-й год</i>	<i>2-й год</i>	<i>3-й год</i>
Экономическая прибыль (EVA)	1 171 943	703 549	513 240
Дисконтированная экономическая прибыль	982 104	494 079	302 046
Стоимость EVA в прогнозном периоде	1 778 230	—	—
Стоимость EVA в постпрогножном периоде	4 402 489	—	—
Суммарная стоимость EVA	6 180 719	—	—
Стоимость в рамках доходного подхода (метод EVA)	12 411 384	—	—

Сформированная модель оценки бизнеса позволяет исследовать влияние факторов стоимости на стоимость, рассчитанную в рамках доходного подхода. В табл. 9.20 показаны результаты этих расчетов, т.е. значения изменения стоимости бизнеса при увеличении значения фактора на 1%. Из первичных факторов стоимости самое существенное влияние оказывает рентабельность инвестированного капитала, затем следует средневзвешенная стоимость капитала, влияние которой на стоимость обратное, самое незначительное влияние оказывает темп роста инвестированного капитала.

Таблица 9.20. Результаты расчетов

<i>Факторы</i>	<i>Значения (DCFА)</i>	<i>Ранг</i>
Инвестированный капитал	3,19	5
Собственный капитал	(2,04)	9
<i>Рентабельность инвестированного капитала</i>	4,07	3
Материалоемкость	(12,86)	1
Зарплатоемкость (включая отчисления на социальные нужды)	(2,42)	7
Амортизациеёмкость	(0,65)	15
Ресурсоемкость по прочим расходам	(5,40)	2
Удельный прочий финансовый результат	(0,62)	16
Расчетная ставка налога на прибыль	(1,11)	12
Оборачиваемость внеоборотных активов	2,13	8
Оборачиваемость оборотного капитала	1,88	10
<i>Средневзвешенная стоимость капитала</i>	(3,51)	4
Стоимость собственного капитала	(2,89)	6
Стоимость заемного капитала	(0,78)	14
Расчетная ставка налога на прибыль		
<i>Темп роста инвестированного капитала</i>	1,87	11
Коэффициент реинвестирования чистой прибыли	0,93	13
Приростный мультипликатор собственного капитала	0,57	17

Что касается вторичных факторов стоимости, то, как показывают расчеты, наиболее сильное влияние на стоимость оказывает материалоемкость, так, при увеличении этого показателя на 1% стоимость снижается на 12,86%. Остальные показатели ресурсоемкости влияют в гораздо меньшей степени, их отрицательное влияние не превышает 6% снижения стоимости на каждый процент роста фактора. Отрицательно на стоимость кроме показателей ресурсоемкости влияют такие факторы, как расчетная ставка налогообложения прибыли, удельный вес прочего финансового результата, процентная ставка по обязательствам, стоимость собственного капитала. Их отрицательное влияние оценивается в размере, не превышающем 3% изменения стоимости на каждый процент изменения каждого из перечисленных факторов. В ходе анализа выявлены факторы, увеличение которых положительно влияет на стои-

мость, — это размер инвестированного капитала, оборачиваемость внеоборотных активов и оборотного капитала, коэффициент реинвестирования прибыли и приростный мультипликатор собственного капитала, влияние этих факторов оценивается на уровне до 4% роста стоимости.

По результатам оценки перспектив развития бизнеса можно сделать следующие выводы.

1. Тенденции, которые были выявлены в анализируемом периоде, дали определенные результаты в прогнозном периоде — рост чистой прибыли, валюты баланса, а также поступлений денежных средств. Однако показатели эффективности и темп роста в прогнозном периоде снижаются, и если сложившиеся в отчетном году тенденции не будут переломлены, то в недалеком будущем организацию ждет стагнация.

2. Итоговая оценка риска организации — риск ниже среднего, организация характеризуется устойчивым сбытом продукции, стабильными финансовыми результатами, хорошим кредитным рейтингом, высоким качеством управления, отсутствием претензий со стороны государства. Оценка риска позволяет разработать политику управления, которая должна заключаться в тщательном контроле над стратегическими рисками.

3. Расчеты по оценке бизнеса показывают, что бизнес создает стоимость, поэтому оценка, полученная в рамках доходного подхода и равная 12 411 384 тыс. руб., выше стоимости чистых активов на 6 179 634 тыс. руб.

---

## Выводы по анализу ситуации

**Базовые параметры краткосрочной и долгосрочной финансовой политики организации.** Базовые параметры рыночной инвестиционной, операционной и финансовой политики разработаны на примере ОАО «XYZ», которую можно в целом характеризовать как эффективную, развивающуюся, хорошо управляемую и недооцененную. Организация представляет собой крупный бизнес и характеризуется следующими показателями: валюта баланса 11 089 957 тыс. руб., остаточная стоимость основных средств 2 539 361 тыс. руб., выручка — 18 847 138 тыс. руб., чистая прибыль — 2 320 093 тыс. руб., численность работающих — 5681 чел. Организация является участником группы, сформированной по вертикальному принципу, и имеет статус материнского общества. Она взаимодействует с другими участниками группы посредством поставок сырья и материалов, сбыта продукции, а также посредством осуществления финансовых операций.

### **I. Краткосрочная финансовая политика.**

**1. Рыночная деятельность.** *Разработка базовых параметров рыночной политики.* Оценка рыночных показателей свидетельствует об успешности рыночной деятельности, устойчивом положении на рынке и высокой конкурентоспособности продукции. Рыночное окружение организации можно в целом оценивать положительно, поскольку рынки, на которых ведет свою деятельность организация, являются растущими, характеризуются значительной емкостью и потенциалом роста. Предприятие предлагает свою продукцию во всех ценовых сегментах и занимает доминирующее положение на рынке, являясь одним из четырех крупнейших производителей, совместно контролирующими 90% рынка. В анализируемом периоде выявлены признаки усиления предприятием своих рыночных позиций, выразившиеся в увеличении рыночной доли. Однако в то же время усиливается конкуренция между четырьмя крупнейшими производителями, что может в будущем сказаться на динамике цен и рентабельности продаж.

*Базовые параметры рыночной политики.* Поскольку рынки, на которых работает организация, можно признать эффективными, а ее

положение устойчивым, постольку рыночной политикой должна быть политика активного инвестирования в расширение осуществляемых видов деятельности. Эта политика подразумевает интенсивное вложение средств во внеоборотные активы, оборотный капитал, обучение персонала, маркетинговые мероприятия, научно-исследовательские работы.

**2. Операционная деятельность. Разработка базовых параметров операционной политики.** Операционную деятельность организации можно оценивать как эффективную. Продолжительность производственного, операционного и финансового циклов весьма короткая, при этом самый продолжительный отрезок производственного цикла — пребывание запасов сырья и материалов на складе. Финансовый цикл продолжительнее производственного, что нетипично для преуспевающего бизнеса. Оценка стратегии финансирования оборотных активов однозначна по всем критериям — стратегия финансирования консервативна. Кредитная политика организации жесткая, об этом свидетельствует в первую очередь короткий срок оплаты покупателями отгруженной продукции. Можно отметить, что у организации остается не полностью реализованный фактор воздействия на рыночный спрос — это либерализация кредитной политики.

Анализ персонала позволяет в целом дать положительную оценку организации, поскольку реальный рост выручки существенно опережает рост численности персонала, производительность труда находится на достаточно высоком уровне, динамика производительности труда и его оплаты в целом сбалансирована. Уровень оплаты труда на предприятии достаточно высок, темп прироста средней заработной платы существенно выше темпа инфляции, что позволяет сделать вывод о возможности привлекать персонал высокой квалификации.

Анализ расходов показал, что их структура вполне типична для предприятия реального сектора экономики: в расходах преобладают расходы по обычным видам деятельности. Преобладающим элементом этих расходов являются материальные расходы, причем их удельный вес снижается, что характерно для капиталоемкого производства. Расходы являются контролируемы, их увеличение связано с тремя основными причинами: ростом объема продаж, повышением цен, а также увеличением прочей ресурсоемкости.

**Базовые параметры операционной политики.** Операционная политика в части управления оборотными активами должна быть направлена на сокращение продолжительности оборота запасов сырья и материалов, запасов готовой продукции. Кроме того, целесооб-

разны либерализация кредитной политики, необходим контроль над прочей дебиторской задолженностью. Политика в части управления персоналом должна быть направлена на повышение эффективности системы мотивации труда и эффективности затрат на оплату труда. В части ресурсоемкости — на усиление контроля за прочими расходами и расходами на оплату труда. Также требуется более жесткий контроль за прочими расходами, не относящимися к обычным видам деятельности.

## **II. Долгосрочная финансовая политика.**

**1. Финансовая деятельность. Разработка базовых параметров финансовой политики.** В отчетном году финансовая деятельность организации резко активизируется: привлекаются значительные внешние заемные источники финансирования, при этом кроме долгосрочных и краткосрочных кредитов используется лизинг как способ увеличения производственных возможностей. С учетом результатов деятельности предприятия и сложившихся рыночных условий привлечение заемного капитала выгодно, решение об изменении стратегии финансирования было целесообразным и оправданным. Стратегию финансирования организации можно оценивать как достаточно консервативную, но в данных условиях рациональную. В качестве источников финансирования активно используется нераспределенная прибыль, что свидетельствует о том, что владельцы организации имеют долгосрочные цели в бизнесе.

Оценка финансовой устойчивости организации через систему коэффициентов показала, что коэффициенты ликвидности, платежеспособности, покрытия находятся на вполне приемлемом уровне, выше общепринятых нормативов, хотя их динамика отрицательна.

Оценка дивидендной политики организации показывает ее неоднозначность: в предыдущих периодах собственники придерживались методики выплат по остаточному принципу, капитализируя большую часть прибыли, а в отчетном году перешли к методике фиксированных выплат. Такое изменение методики дивидендных выплат вызвано изменением интересов собственников, а также сменой стратегии финансирования развития бизнеса.

**Базовые параметры финансовой политики.** Поскольку организация имеет избыточный запас финансовой прочности и характеризуется высокой эффективностью основной деятельности, ей целесообразно увеличивать долговую нагрузку, используя при этом заемные средства для осуществления инвестиционной программы. Привлечение долгосрочных источников для финансирования инвестиций должно осуществляться в объеме, равном приросту стоимости внеоборотных активов и запасов, не покрытому нераспределенной



прибылью. Привлечение краткосрочных источников должно осуществляться в объеме, равном приросту дебиторской задолженности и стоимости высоколиквидных активов за вычетом прироста кредиторской задолженности. Целесообразно дальнейшее использование лизинга как способа осуществления инвестиционной деятельности. При осуществлении дивидендной политики необходимо придерживаться методики постоянного распределения прибыли.

**2. Инвестиционная деятельность. Разработка базовых параметров инвестиционной политики.** Организация характеризуется достаточно высокой инвестиционной привлекательностью, поэтому вложения в расширение бизнеса выгодны. Инвестиционная активность в сфере реальных и финансовых инвестиций высока: организация развивает собственную производственную базу, активно приобретает контроль над другими организациями, что является следствием развития бизнеса как холдинга в соответствии со стратегией вертикальной интеграции.

Предприятие использует в своей деятельности объекты интеллектуальной собственности для производства продукции, а также для ее продвижения и сбыта. Эффективность их использования достаточно высока, именно благодаря имеющимся товарным знакам предприятие получает основную часть доходов.

Динамика стоимости основных средств предприятия характеризуется очень высоким темпом прироста, что обеспечивает потребности расширяющегося бизнеса и свидетельствует о хороших перспективах в долгосрочном периоде. По показателям состояния основных средств предприятие можно охарактеризовать как развивающуюся систему, поскольку делаются значительные вложения в основные средства, а следовательно, высок коэффициент ввода и годности и низок коэффициент износа и выбытия.

**Базовые параметры инвестиционной политики.** Инвестиции в расширение бизнеса выгодны при условии, что эффективность инвестиций будет не ниже эффективности деятельности предприятия. Инвестиционная политика в части реальных инвестиций в нематериальные активы должна быть направлена на приобретение объектов интеллектуальной собственности, позволяющих организации поддерживать свои конкурентные преимущества в сфере производства и сбыта. Инвестиционная политика в части реальных инвестиций в основные средства должна быть направлена на поддержание высокого уровня годности основных средств и конкурентоспособности производственной базы путем приобретения основных средств в собственность и по лизингу. Инвестиционная политика в части финансовых инвестиций должна быть направлена на формирование

группы организаций в соответствии со стратегией вертикальной интеграции, что позволит организации укрепить свои рыночные позиции путем повышения операционной эффективности.

*Базовые параметры политики управления эффективностью деятельности.* Необходимо стимулирование объема продаж в рыночных сегментах, с высокой маржей прибыли, т.е. в средних и высоких ценовых сегментах, для повышения эффективности операционной деятельности организации. Также необходимо повышение эффективности расходов в сфере продаж — на оплату труда и прочих расходов, ужесточение контроля над прочими, не относящимися к основной деятельности операциями. Целесообразно увеличивать производственные мощности за счет увеличения объема привлекаемого заемного капитала, что должно привести к росту рентабельности активов при увеличении уровня операционного и финансового риска. Для ускорения темпов роста бизнеса необходимо повышение операционной эффективности — оборачиваемости активов и рентабельности продаж, а также увеличение финансовой активности — мультипликатора собственного капитала. В сфере управления денежными потоками желательно обеспечение положительного сальдо денежных средств по текущей деятельности за счет ужесточения контроля над платежами поставщикам и поступлениями от покупателей, обеспечение притоков по финансовой деятельности для финансирования инвестиционной программы предприятия, а также поддержание положительного итогового сальдо денежных средств в целях предотвращения резкого снижения ликвидности организации. Необходимо обеспечение эффективного контроля над налоговыми платежами, а также над налоговыми активами и обязательствами, недопущение значительного превышения текущим налогом на прибыль условного.

*Оценки перспектив развития бизнеса.* Прогнозные расчеты показали, что тенденции, которые были выявлены в анализируемом периоде, дадут определенные результаты в прогнозном периоде: рост чистой прибыли, валюты баланса, поступлений денежных средств. Однако показатели эффективности и темп роста в прогнозном периоде снижаются, и если сложившиеся в отчетном году тенденции не будут переломлены, то в недалеком будущем организацию ждет стагнация. Итоговая оценка риска организации показала, что он ниже среднего уровня, организация характеризуется устойчивым сбытом продукции, стабильными финансовыми результатами, хорошим кредитным рейтингом, высоким качеством управления. Оценка риска позволяет разработать политику управления, направленную на тщательный контроль над стратегическими рисками,

в частности над рыночной ситуацией. Необходимо также контролировать эффективность осуществляемых инвестиций, поскольку предприятие в настоящее время несет существенный проектный риск. Для управления финансовым риском необходим контроль за своевременностью погашения обязательств и поддержание высокого уровня ликвидности. Расчеты по оценке бизнеса показывают, что бизнес создает стоимость, поскольку рентабельность инвестированного капитала превышает средневзвешенную стоимость капитала во все годы прогнозного периода и в постпрогнозном периоде. Из первичных факторов стоимости самое существенное влияние оказывают рентабельность инвестированного капитала; влияние средневзвешенной стоимости капитала на стоимость обратное; самое незначительное влияние оказывает темп роста инвестированного капитала.

Оценка рыночной, инвестиционной, операционной, финансовой деятельности организации, а также ее комплексная оценка показывают, что при условии разработки и реализации эффективной краткосрочной и долгосрочной финансовой политики организация сможет укрепить свои рыночные позиции, повысить операционную эффективность, инвестиционную и финансовую активность и на этой основе в будущем увеличивать свою стоимость.

---

## Контрольные вопросы и задания<sup>1</sup>

К главе 1

1. Каково содержание краткосрочной и долгосрочной финансовой политики?
2. Каково значение краткосрочной и долгосрочной финансовой политики в создании стоимости бизнеса?
3. Объясните отличия между реальными и финансовыми активами.
4. Объясните отличия между источниками инвестиций и их направлениями.
5. Охарактеризуйте роль финансового менеджера как посредника между финансовыми рынками и рынками реальных активов.
6. Дайте характеристику функциям финансового менеджера крупной компании.
7. В чем заключается концепция риска и доходности? Какова зависимость между риском и доходностью бизнеса?
8. Как можно оценить альтернативные издержки привлечения капитала?
9. Какие факторы определяют уровень операционного и финансового рычага?
10. При каких условиях достигается информационная эффективность рынка?
11. В чем причина асимметричности информации?
12. В каких случаях возникает проблема агентских издержек?
13. Рассчитайте накопленную сумму по депозиту 20 тыс. руб.: простой процент 20% годовых, срок размещения 8 месяцев; 12 месяцев; полтора года (капитализации процентов нет).
14. Рассчитайте накопленную сумму по депозиту 20 тыс. руб.: 20% годовых (начисляется ежемесячно по схеме сложного процента), срок размещения средств 8 месяцев; 12 месяцев; полтора года.
15. Определите необходимую сумму вклада в настоящем, чтобы через два года иметь накопления в размере 10 тыс. руб. Годовая ставка 30%, начисление процентов 1 раз в квартал (схема сложного процента).

---

<sup>1</sup> Здесь и далее задания могут быть выполнены на основе бухгалтерской отчетности, приведенной в приложении, или любой другой бухгалтерской отчетности коммерческой организации.

16. Вексель номиналом 10 тыс. руб. учтен в банке за 3 мес. до погашения. Определите сумму, которую получит владелец векселя, если учетный процент 25% годовых.
17. Рассчитайте эффективную процентную ставку для условий: 25% годовых, начисление процентов каждый месяц.
18. Рассчитайте реальную процентную ставку по депозиту, если эффективная процентная ставка в расчете на год 30%, инфляция в месяц составляет 2%.
19. Определите сумму средств к погашению кредита в размере 20 тыс. руб., полученного на 60 дней под 30% годовых.
20. Рассчитайте доходность вложений в облигацию, если цена приобретения 900 руб., цена продажи 950 руб., полученный процентный доход 100 руб. Срок операции 11 месяцев.
21. Рассчитайте накопленную сумму на пенсионном счете, если ежегодно в течение 25 лет на счет вносится 5000 руб., процент 10% годовых, начисление процентов ежегодное.
22. Рассчитайте суммарный дисконтированный доход по проекту, если в первый год денежный доход составил 1000 тыс. руб., во второй — 1500 тыс., в третий — 1200 тыс. Дисконт 25%. Выгоден ли этот проект инвестору, если первоначальные инвестиции составили 2800 тыс. руб.?
23. Какая акция обеспечила инвестору максимальную доходность в расчете на 1 день: акция А подорожала за неделю на 10%, акция В подорожала за 10 дней на 14%.
24. Рассчитайте доход банка, полученный от учета векселя номиналом 10 тыс. руб. за 60 дней до его погашения, если годовой учетный процент равен 30%.

## К главе 2

1. Что понимается под внешней финансовой средой предпринимательства?
2. В чем назначение финансовых рынков и финансовых учреждений?
3. Перечислите основные организационно-правовые формы предпринимательства.
4. Каковы преимущества и недостатки основных организационно-правовых форм предпринимательства?
5. Каковы требования к уставному капиталу и резервному фонду для хозяйственных обществ?
6. Кто может быть участником хозяйственного товарищества?
7. В чем заключаются особенности некоммерческих организаций?

## К главе 3

1. С помощью каких аналитических процедур можно дать предварительную оценку рыночной, инвестиционной, операционной и финансовой деятельности?

2. Каковы характеристики экономического потенциала организации?
3. По каким критериям можно идентифицировать предприятие как малое, среднее, крупное?
4. С помощью каких индикаторов можно оценить финансовое положение организации?
5. Каковы основные показатели, характеризующие динамичность организации? Как их оценивать?
6. Какие статьи включает агрегированный баланс организации?
7. Какие статьи включает агрегированный отчет о прибылях и убытках организации?
8. В чем заключается «золотое правило экономики»? Как оценивать результаты анализа?
9. Дайте оценку рыночной, инвестиционной, операционной и финансовой деятельности организации по данным ее бухгалтерской отчетности.
10. Сформируйте агрегированный баланс и агрегированный отчет о прибылях и убытках. Рассчитайте показатели анализа агрегированных форм. Выполните горизонтальный, вертикальный и факторный анализ баланса и отчета о прибылях и убытках.
11. Дайте оценку краткосрочной и долгосрочной финансовой политики организации по результатам предварительной оценки ее деятельности по данным бухгалтерской отчетности.
12. Каков алгоритм разработки рыночной стратегии организации?
13. Что включается в оценку внешней рыночной макро- и микро среды предприятия?
14. Какие показатели используются для оценки привлекательности рынка или его сегментов?
15. Каким образом портфельная матрица МакКинзи используется для выявления инвестиционных приоритетов?
16. Какие три базовые стратегии анализируются при обосновании рыночной стратегии организации?
17. Какие аналитические процедуры применяются для разработки продуктовой стратегии организации?
18. Каким образом рассчитываются показатели структуры продаж?
19. Каким образом идентифицируется фаза жизненного цикла продукции?
20. Как обосновываются решения по хозяйственному портфелю организации?
21. Каким образом разрабатывается продуктовая стратегия на основе ABC—XYZ-группировки продукции?
22. По каким признакам можно оценивать конкурентоспособность продукции?
23. Почему динамика оборачиваемости готовой продукции характеризует конкурентоспособность?
24. Что понимается под комплексом маркетинга?

25. Каким образом разрабатывается ценовая стратегия организации?
26. Что включает разработка системы распределения товаров? Какие используют каналы распределения товаров? Дайте характеристику преимуществ и недостатков канала нулевого уровня и трехуровневого канала.
27. Как определить вид распределения товара? Какой вид в большей степени подходит для товаров краткосрочного использования?
28. Каким образом можно оценить эффективность системы стимулирования сбыта?
29. Дайте характеристику внешней макро- и микросреды организации по данным публикуемой информации (годового отчета, отчета эмитента).
30. Дайте оценку рыночной деятельности организации по данным ее бухгалтерской отчетности.
31. Сформулируйте базовые параметры рыночной политики действующей организации и определите возможный темп прироста выручки в прогнозном периоде.

#### К главе 4

1. Какова зависимость риска и прибыльности организации от ее обеспеченности оборотными активами?
2. Как обосновать оптимальные показатели структуры оборотных активов в разрезе их элементов?
3. Каким образом структура оборотных активов по ликвидности влияет на ликвидность организации в целом?
4. Как рассчитать и оценить продолжительность операционного и финансового цикла?
5. Почему у организаций с сильной рыночной позицией, как правило, короткий финансовый цикл?
6. Какова экономическая сущность оборотного капитала? Каковы источники формирования и направления использования оборотного капитала?
7. Как оценить эффективность управления оборотным капиталом?
8. От чего зависит и как определяется потребность в оборотном капитале?
9. Как идентифицировать стратегию финансирования оборотных активов по данным бухгалтерской отчетности?
10. В чем преимущества агрессивной стратегии финансирования оборотных активов?
11. Как обосновывается оптимальная стратегия финансирования оборотных активов?
12. По данным бухгалтерской отчетности дайте оценку показателям структуры оборотных активов.

13. Рассчитайте и дайте оценку показателям структуры оборотного капитала по источникам формирования и направлениям использования.
14. Выполните факторный анализ рентабельности оборотного капитала и определите основные направления ее повышения.
15. Рассчитайте продолжительность производственного, операционного и финансового циклов организации и определите причины ее изменения.
16. Определите прогнозные показатели продолжительности циклов.
17. Оцените стратегию финансирования оборотных активов и разработайте стратегию на будущее.
18. Как обосновываются решения относительно запасов сырья и материалов на основе EОQ-модели?
19. Как определяется оптимальный размер заказа сырья и материалов?
20. Каков алгоритм принятия решений по запасам готовой продукции?
21. К каким потерям приводят неэффективные решения по запасам?
22. По каким позициям оценивается структура дебиторской задолженности?
23. Как оценить качество дебиторской задолженности?
24. Какие аналитические процедуры применяются для контроля над дебиторской задолженностью?
25. Каков алгоритм разработки кредитной политики организации?
26. Как определяется лимит задолженности по отдельному покупателю? От каких характеристик покупателя он зависит?
27. Какие существуют способы взыскания задолженности?
28. Каковы функции высоколиквидных активов?
29. Как можно оценить достаточность высоколиквидных активов для обеспечения деятельности организации?
30. Какие существуют модели управления денежными средствами? Каковы основные предпосылки, положенные в основу модели Баумоля?
31. Каковы принципы расчета показателей движения денежных средств прямым и косвенным методом?
32. Дайте характеристику текущей, инвестиционной и финансовой деятельности организации. Каким должен быть чистый денежный поток в разрезе этих видов деятельности?
33. Почему для растущей организации типичен отрицательный чистый денежный поток по инвестиционной деятельности?
34. Как проводится анализ движения денежных средств косвенным методом? Как рассчитываются притоки и оттоки денежных средств в разрезе текущей, инвестиционной и финансовой деятельности?
35. Как по бухгалтерской отчетности выявить наличие неденежных форм расчетов?



36. Как оценить эффективность управления оборотными активами?
37. По данным бухгалтерской отчетности организации рассчитайте показатели структуры запасов и дебиторской задолженности.
38. Дайте характеристику кредитной политики организации по данным ее бухгалтерской отчетности.
39. Рассчитайте потери, связанные с дебиторской задолженностью.
40. Проанализируйте обеспеченность организации высоколиквидными активами.
41. По данной бухгалтерской отчетности рассчитайте показатели структуры и динамики поступлений и платежей.
42. По данной бухгалтерской отчетности рассчитайте косвенным методом показатели движения денежных средств.
43. По данной бухгалтерской отчетности разработайте основные направления политики управления денежными потоками организации.
44. По данной бухгалтерской отчетности рассчитайте показатели эффективности использования оборотных активов и определите основные направления повышения эффективности использования.
45. Сформулируйте основные направления краткосрочной финансовой политики в отношении оборотных активов организации.

## К главе 5

1. Какие аналитические процедуры обеспечивают принятие эффективных решений в сфере управления персоналом?
2. Какие факторы определяют уровень производительности труда?
3. Каким образом можно оценить эффективность системы мотивации труда?
4. Чем характеризуется эффективная кадровая политика?
5. Рассчитайте показатели производительности труда по данным бухгалтерской отчетности и определите основные факторы, определившие ее динамику.
6. Как рассчитываются показатели ресурсоемкости продукции и коэффициенты затрат?
7. Проанализируйте расходы организации и показатели ресурсоемкости продукции по данным бухгалтерской отчетности.
8. Каким образом достигается снижение относительного уровня расходов?
9. Как по данным бухгалтерской отчетности рассчитать показатели операционного рычага?
10. Каким образом можно снизить уровень операционного рычага?
11. По данным бухгалтерской отчетности рассчитайте показатели структуры расходов.
12. Рассчитайте показатели факторного анализа расходов и определите основные направления политики управления расходами.

13. Определите прогнозные показатели ресурсоемкости продукции.
14. Рассчитайте показатели операционного рычага. Объясните различия между фактическим и расчетным значением уровня операционного рычага.
15. Какие показатели можно использовать для анализа налоговой нагрузки на организацию?
16. Каким образом анализируются расчеты по налогу на прибыль?
17. Как определяется «идеальная» налоговая нагрузка?
18. Рассчитайте показатели налоговой нагрузки по данным бухгалтерской отчетности организации.
19. Дайте оценку эффективности управления налоговой нагрузкой на основе показателей налоговой нагрузки, структуры выручки и динамики налоговых платежей и налоговых баз.
20. Оцените эффективность управления расчетами по налогу на прибыль организации.
21. Дайте оценку налоговым активам и обязательствам организации.
22. Как рассчитать основные показатели прибыли по данным бухгалтерской отчетности?
23. Чем определяется качество прибыли?
24. Как рассчитывается рентабельность инвестированного капитала? От каких факторов она зависит?
25. Какие факторы определяют изменение чистой прибыли?
26. Рассчитайте показатели прибыли по данным бухгалтерской отчетности.
27. Дайте оценку качества прибыли организации.
28. Дайте оценку уровня и динамики показателей рентабельности.
29. Рассчитайте показатели оборачиваемости и дайте оценку их динамики.
30. Рассчитайте показатели факторного анализа чистой прибыли.
31. Какие факторы определили ее изменение? Каковы основные направления политики управления прибылью?
32. Сформулируйте основные направления краткосрочной финансовой политики организации.

## К главе 6

1. Перечислите источники финансирования организации.
2. Какие аналитические процедуры используются для оценки структуры финансирования организации и разработки базовых параметров стратегии финансирования?
3. В чем заключается эффект финансового рычага?
4. Что показывает уровень финансового рычага? плечо финансового рычага? дифференциал финансового рычага? индекс финансового рычага?
5. Рассчитайте показатели финансового рычага по данным бухгалтерской отчетности организации.

6. Дайте оценку целесообразности привлечения организацией заемного капитала.
7. Какие факторы учитываются при разработке стратегии финансирования организации?
8. Дайте характеристику источникам инвестированного капитала организации. В чем преимущества и недостатки каждого из них?
9. Как рассчитывается стоимость источников капитала?
10. Опишите основные параметры модели CAPM. Как определяется безрисковая доходность? премия за риск? коэффициент  $\beta$  компании?
11. Как рассчитывается стоимость собственного капитала методом «восходящего  $\beta$ »?
12. Каково соотношение стоимости основных источников капитала?
13. Дайте характеристику основным теориям структуры капитала.
14. В чем заключается основное отличие традиционной и современной теории капитала?
15. Как определить оптимальную структуру капитала на основе максимизации прибыли на одну акции?
16. Как определяется оптимальная структура капитала на основе целевых показателей финансовой устойчивости?
17. Дайте характеристику структуры финансирования организации по данным ее бухгалтерской отчетности.
18. Рассчитайте стоимость собственного капитала организации.
19. Определите средневзвешенную стоимость капитала организации по рыночным и фактическим ставкам.
20. Оцените ликвидность баланса и установите тип финансовой устойчивости организации.
21. По результатам расчетов дайте оценку балансовой и операционной финансовой устойчивости организации.
22. Рассчитайте показатели оптимальной структуры финансирования исходя из целевых показателей финансовой устойчивости.
23. Определите основные параметры стратегии финансирования организации.
24. Какие факторы должны учитываться в процессе разработки дивидендной политики?
25. Какие существуют теоретические подходы к разработке дивидендной политики?
26. Каковы основные особенности основных методик дивидендных выплат?
27. Какие аналитические показатели используются для оценки дивидендной политики?
28. Дайте характеристику дивидендной политики организации по данным ее бухгалтерской отчетности.

29. Установите методику дивидендных выплат на основе показателей бухгалтерской отчетности организации.
30. Обоснуйте дивидендную политику организации на будущее.

## К главе 7

1. Какие существуют подходы к оценке инвестиционной привлекательности организации?
2. Дайте характеристику двух способов оценки инвестиционной привлекательности организации на основе показателей инвестиционного анализа.
3. Как оценивать показатель CFROI?
4. Как идентифицировать фазу жизненного цикла бизнеса?
5. Рассчитайте показатели инвестиционной привлекательности организации по данным ее бухгалтерской отчетности.
6. Определите фазу жизненного цикла бизнеса и оцените инвестиционную привлекательность организации.
7. По данным бухгалтерской отчетности оцените состав, структуру и динамику внеоборотных активов организации. Определите инвестиционную стратегию бизнеса.
8. Каковы ключевые аспекты управления нематериальными активами?
9. Каковы источники неидентифицируемых нематериальных активов?
10. Как рассчитываются показатели состояния и эффективности использования нематериальных активов?
11. По данным бухгалтерской отчетности дайте оценку структуры, динамики, состояния и эффективности использования нематериальных активов.
12. Определите базовые параметры политики управления нематериальными активами.
13. Какие аналитические процедуры используются для разработки политики управления основными средствами?
14. Каким образом можно оценить состояние основных средств? Как можно интерпретировать результаты расчетов показателей состояния основных средств?
15. Как определяется потребность в инвестициях в основные средства?
16. Как рассчитываются показатели для оценки эффективности использования основных средств?
17. Оцените структуру и динамику основных средств организации по данным ее бухгалтерской отчетности.
18. Рассчитайте показатели состояния основных средств. Дайте оценку инвестиционной политики организации в отношении реальных инвестиций.

19. Оцените эффективность использования основных средств.
20. Определите базовые параметры политики управления основными средствами.
21. Каковы цели осуществления финансовых вложений?
22. Какие доходы приносят организации финансовые вложения?
23. Как рассчитать доходность финансовых вложений?
24. Какие преимущества дает интеграция бизнеса? Что такое операционная, финансовая и управленческая синергия?
25. Дайте характеристику финансовых вложений организации по данным ее бухгалтерской отчетности. Каковы цели осуществления финансовых вложений?
26. Рассчитайте показатели движения финансовых вложений.
27. Определите базовые параметры политики управления финансовыми активами.

## К главе 8

1. Какие факторы определяют уровень совокупного риска?
2. Как рассчитывается и что показывает совокупный запас надежности? Какими факторами он определяется?
3. Каковы допустимые значения уровня совокупного риска и совокупного запаса надежности организации?
4. Рассчитайте показатели совокупного риска организации по данным ее бухгалтерской отчетности.
5. Рассчитайте показатели факторного анализа уровня совокупного риска и определите основные причины его изменения.
6. Оцените достаточность совокупного запаса надежности организации.
7. Определите основные направления политики управления операционным и финансовым риском для действующей организации.
8. Какие абсолютные и относительные показатели используются в процессе анализа рентабельности собственного капитала по методике Дюпон.
9. Рассчитайте показатели факторного анализа рентабельности собственного капитала организации по данным ее бухгалтерской отчетности. Определите основные направления повышения рентабельности.
10. Какие существуют показатели для оценки роста бизнеса? Чем показатель внутреннего роста отличается от показателя устойчивого роста?
11. Какие факторы определяют внутренний и устойчивый рост бизнеса?
12. Определите показатели роста бизнеса по данным бухгалтерской отчетности организации.

13. Разработайте базовые параметры политики управления ростом бизнеса для действующей организации.
14. Какие показатели используются для оценки бизнес-процессов организации? Как оценивается инвестиционный и инновационный процесс? операционный процесс? процесс реализации продукции?
15. Рассчитайте показатели бизнес-процессов по данным бухгалтерской отчетности организации.
16. Определите основные направления повышения эффективности бизнес-процессов для действующей организации.

## К главе 9

1. Каков алгоритм разработки финансовой стратегии организации?
2. Дайте характеристику необходимых для разработки финансовой стратегии исходных данных.
3. Объясните порядок прогнозных расчетов прибылей и убытков.
4. Каким образом прогнозируются статьи баланса? Как прогнозный баланс связан с прогнозом прибылей и убытков?
5. Какие исходные данные необходимы, чтобы спрогнозировать объем запасов? размер дебиторской задолженности? стоимость внеоборотных активов?
6. Как рассчитывается остаток денежных средств в прогнозном балансе?
7. Как определяется потребность в долгосрочных и краткосрочных заемных источниках?
8. Дайте общую характеристику прогнозных расчетов показателей движения денежных средств.
9. Как прогнозируются поступления от покупателей? Чем они отличаются от прогнозной выручки от продажи товаров?
10. Как проверить правильность прогнозных расчетов?
11. Дайте характеристику взаимосвязей прогнозных форм бухгалтерской отчетности.
12. Как оценить эффективность финансовой стратегии организации?
13. На основе бухгалтерской отчетности обоснуйте исходные данные для разработки финансовой стратегии организации.
14. Рассчитайте показатели прогнозного отчета о прибылях и убытках.
15. Постройте прогноз показателей баланса.
16. Постройте прогноз показателей отчета о движении денежных средств.
17. Оцените эффективность разработанной финансовой стратегии.
18. Каким образом можно классифицировать показатели для оценки рискованности организации?

19. Какие показатели используются для оценки рыночного риска? инвестиционного и операционного риска? финансового риска?
20. Какие существуют способы управления рисками?
21. Оцените уровень риска организации по данным ее бухгалтерской отчетности и по данным прогнозных расчетов.
22. Разработайте основные направления политики управления рисками для действующей организации.
23. Каковы цели оценки стоимости бизнеса?
24. Какие подходы к оценке бизнеса существуют? Какие из них в большей степени отвечают цели получения общей оценки успешности бизнеса?
25. Дайте характеристику исходным данным для расчета стоимости в рамках доходного подхода.
26. Каков алгоритм расчета стоимости в рамках доходного подхода? Как оценивается денежный доход прогнозного периода? пост-прогнозного периода?
27. Каковы первичные факторы стоимости бизнеса? Что оказывает влияние на первичные факторы?
28. Рассчитайте стоимость организации по данным ее бухгалтерской отчетности.
29. Обоснуйте вывод о создании или разрушении стоимости бизнесом.
30. Сформулируйте основные направления долгосрочной финансовой политики организации.

# Приложения

## *Бухгалтерская (финансовая) отчетность организации*

Бухгалтерский баланс  
на 31 декабря 20XX г.

Организация **ОАО «XYZ»**  
Идентификационный номер налогоплательщика  
Вид деятельности **Производство пищевых продуктов**  
Организационно-правовая форма /  
форма собственности  
**Открытое акционерное общество /  
частная собственность**

Единица измерения **тыс. руб.**

<i>Актив</i>	<i>Строка</i>	<i>На начало отчетного года</i>	<i>На конец отчетного года</i>
<b>I. Внеоборотные активы</b>			
Нематериальные активы	110	11 814	13 452
Основные средства	120	1 361 967	2 539 361
Незавершенное строительство	130	779 101	712 541
Доходные вложения в материальные ценности	135	—	—
Долгосрочные финансовые вложения	140	332 062	1 559 377
Отложенные налоговые активы	145	10 930	20 066
Прочие внеоборотные активы	150	84 530	133 113
Итого по разделу I	190	2 580 404	4 977 910
<b>II. Оборотные активы</b>			
Запасы	210	1 567 615	2 491 025
в том числе сырье, материалы и т.д.	211	883 564	1 297 019
животные на выращивании и откорме	212	—	—
затраты в незавершенном производстве	213	137 071	252 062
готовая продукция и товары	214	407 228	773 502
товары отгруженные	215	—	—
расходы будущих периодов	216	139 752	168 442
прочие запасы и затраты	217	—	—



Окончание прил.

<i>Актив</i>	<i>Строка</i>	<i>На начало отчетного года</i>	<i>На конец отчетного года</i>
НДС по приобретенным ценностям	220	366 456	216 773
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты)	230	—	37 000
в том числе покупателей и заказчиков	231	—	—
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты)	240	2 081 281	3 031 413
в том числе покупателей	241	1 346 820	1 773 658
Краткосрочные финансовые вложения	250	245 941	289 473
Денежные средства	260	71 182	46 003
Прочие оборотные активы	270	22	360
Итого по разделу II	290	4 332 497	6 112 047
БАЛАНС (190 + 290)	300	6 912 901	11 089 957

<i>Пассив</i>	<i>Строка</i>	<i>На начало отчетного года</i>	<i>На конец отчетного года</i>
<b>III. Капитал и резервы</b>			
Уставный капитал	410	204	204
Собственные акции, выкупленные у акционеров	411	—	—
Добавочный капитал	420	103 490	99 006
Резервный капитал	430	31	31
в том числе резервы, образованные в соответствии с законодательством	431	31	31
в том числе резервы, образованные в соответствии с учредительными документами	432	—	—
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	470	5 206 858	6 131 424
Итого по разделу III	490	5 310 583	6 230 665
<b>IV. Долгосрочные обязательства</b>			
Займы и кредиты	510	328 410	1 533 240
Отложенные налоговые обязательства	515	33 002	63 319
Прочие долгосрочные обязательства	520	—	—
Итого по разделу IV	590	361 412	1 596 559

Окончание прил.

<i>Пассив</i>	<i>Строка</i>	<i>На начало отчетного года</i>	<i>На конец отчетного года</i>
<b>V. Краткосрочные обязательства</b>			
Займы и кредиты	610	—	1 657 686
Кредиторская задолженность	620	1 239 333	1 603 962
в том числе поставщиков и подрядчиков	621	948 601	1 201 041
задолженность перед персоналом организации	622	77 111	102 107
задолженность перед государственными внебюджетными фондами	623	17 729	21 859
задолженность по налогам и сборам	624	27 792	29 728
прочих кредиторов	625	168 100	249 227
Задолженность участникам по выплате доходов	630	—	—
Доходы будущих периодов	640	1573	1085
Резервы предстоящих расходов и платежей	650	—	—
Прочие краткосрочные обязательства	660	—	—
<b>Итого по разделу V</b>	<b>690</b>	<b>1 240 906</b>	<b>3 262 733</b>
<b>БАЛАНС (490 + 590 + 690)</b>	<b>700</b>	<b>6 912 901</b>	<b>11 089 957</b>

**Справка о наличии ценностей,  
учитываемых на забалансовых статьях**

Арендованные основные средства (001)	910	897 411	1 307 784
в том числе по лизингу	911	897 411	1 307 784
Товарно-материальные ценности, принятые на ответственное хранение (002)	920	348	1 464
Товары, принятые на комиссию (004)	930	—	—
Списанная в убыток задолженность неплатежеспособных дебиторов (007)	940	14 107	35 777
Обеспечение обязательств и платежей полученные (008)	950	—	—
Обеспечение обязательств и платежей выданные (009)	<b>960</b>	67 100	48 027
Износ жилищного фонда (014)	970	524	896
Износ объектов внешнего благоустройства и других аналогичных объектов (015)	980	476	505
	990		

## Отчет о прибылях и убытках за 20XX г.

<i>Показатель</i>	<i>Строка</i>	<i>За отчетный период</i>	<i>За аналогичный период предыдущего года</i>
Доходы и расходы по обычным видам деятельности			
Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг	010	18 847 138	14 038 098
В том числе:			
продукция А		10 884 787	8 226 193
продукция Б		4 795 333	3 693 789
продукция В		3 167 018	2 118 116
Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг	020	(9 915 291)	(7 582 170)
В том числе:			
продукция А		(5 451 409)	(4 077 732)
продукция Б		(2 276 878)	(1 705 802)
продукция В		(2 187 004)	(1 798 636)
Валовая прибыль	029	8931 847	6455 928
Коммерческие расходы	030	(3 861 676)	(2 541 615)
Управленческие расходы	040	(1 176 625)	(1 018 729)
Прибыль (убыток) от продаж	050	3893 546	2895 584
Прочие доходы и расходы			
Проценты к получению	060	13 187	10 037
Проценты к уплате	070	(54 526)	(12 248)
Доходы от участия в других организациях	080	—	—
Прочие доходы	090	968 368	291 560
Прочие расходы	100	(1 695 733)	(457 689)
Прибыль (убыток) до налогообложения	140	3 124 842	2 727 244
Отложенные налоговые активы	141	9 135	7 774
Отложенные налоговые обязательства	142	(30 316)	(6 010)
Текущий налог на прибыль	150	(783 758)	(702 036)
Прочие расходы		190	2441
Чистая прибыль (убыток) отчетного периода	190	2 320 093	2 029 413
Справочно			
Постоянные налоговые обязательства (активы)	200	71 316	50 953
Базовая прибыль (убыток) на акцию		114	99
Разводненная прибыль (убыток) на акцию		114	99

### Расшифровка отдельных прибылей и убытков

Показатель	Код строки	За отчетный период		За аналогичный период предыдущего года	
		Прибыль	Убыток	Прибыль	Убыток
Штрафы, пени и неустойки, признанные или по которым получены решения суда (арбитражного суда) об их взыскании	210	—	—	—	—
Прибыль (убыток) прошлых лет	220	—	(30 325)	—	(21 054)
Возмещение убытков, причиненных неисполнением или ненадлежащим исполнением обязательств	230	—	—	—	—
Курсовые разницы по операциям в иностранной валюте	240	75 029	(88 118)	48 099	(19 949)
Отчисления в оценочные резервы	250	X	8043	X	(17 569)
Списание дебиторских и кредиторских задолженностей, по которым истек срок исковой давности	260	1637	(8 652)	3264	(3 352)
	270				



## Отчет об изменениях капитала за 20XX г.

### 1. Изменения капитала

<i>Показатель</i>		<i>Уставный капитал</i>	<i>Добавочный капитал</i>	<i>Резервный капитал</i>	<i>Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)</i>	<i>Итого</i>
<i>Наименование</i>	<i>Код</i>					
Остаток на 31 декабря года, предшествующего предыдущему (предыдущий год)	010	204	113 448	10	3 167 508	3 281 170
Изменения в учетной политике	020	X	X	X		
Результат от переоценки объектов основных средств	012	X		X		
		X				
Остаток на 1 января предыдущего года		204	113 448	10	3 167 508	3 281 170
Результат от пересчета курса иностранных валют	023	X		X	X	
Чистая прибыль	025	X	X	X	2 029 413	2 029 413,0
Прибыль прошлых лет						
Дивиденды	026				—	—
Отчисления в резервный фонд	030	X	X	21	(21)	—
Другое						
Списание сумм переоценок по выбывающим основным средствам		X	(9 958)	X	9958	—
Увеличение капитала за счет:						
дополнительного выпуска акций	041		X	X	X	
увеличения номинальной стоимости акций	042		X	X	X	
реорганизации юридического лица	043		X	X		
Уменьшение капитала за счет:						
уменьшения номинала акций	051		X	X	X	
уменьшения количества акций	052		X	X	X	
реорганизации юридического лица	053		X	X		
другое						

Окончание прил.

Показатель		Уставный капитал	Добавочный капитал	Резервный капитал	Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	Итого
Наименование	Код					
Остаток на 31 декабря предыдущего года (отчетный год)	060	204	103 490	31	5 206 858	5 310 583
Изменения в учетной политике		X	X	X		
Результат от переоценки объектов основных средств		X		X		
		X				
Остаток на 1 января отчетного года	100	204	103 490	31	5 206 858	5 310 583
Результат от пересчета курса иностранных валют		X		X	X	
Чистая прибыль		X	X	X	2 320 093	2 320 093
Дивиденды		X	X	X	(1 400 011)	(1 400 011)
Отчисления в резервный фонд	110	X	X			
Списание сумм переоценок по выбывающим основным средствам		X	(4 484)	X	4484	—
Другое						
Увеличение капитала за счет:						
дополнительного выпуска акций	121		X	X	X	
увеличения номинальной стоимости акций	122		X	X	X	
реорганизации юридического лица	123		X	X		
переоценка						—
Уменьшение капитала за счет:						
уменьшения номинала акций	131		X	X	X	
уменьшения количества акций	132		X	X	X	
реорганизации юридического лица	133		X	X		
переоценки						—
Остаток на 31 декабря отчетного года	140	204	99 006	31	6 131 424	6 230 665

## 2. Резервы

<i>Показатель</i>		<i>Остаток</i>	<i>Поступило</i>	<i>Использовано</i>	<i>Остаток</i>
<i>Наименование</i>	<i>Код</i>				
Резервы, образованные в соответствии с законодательством:					
(наименование резерва)					
данные предыдущего года		10	21	—	31
данные отчетного года		31	—	—	31
(наименование резерва)					
данные предыдущего года					
данные отчетного года					
Резервы, образованные в соответствии с учредительными документами:					
(наименование резерва)					
данные предыдущего года					
данные отчетного года					
(наименование резерва)					
данные предыдущего года					
данные отчетного года					
Оценочные резервы:					
Резервы по сомнительным долгам					
(наименование резерва)					
данные предыдущего года		56 203	17 569	(4 582)	69 190
данные отчетного года		69 190	(8 043)	(16 372)	44 775



### Отчет о движении денежных средств за 20XX г.

<i>Показатель</i>		<i>За отчетный год</i>	<i>За аналогичный период предыдущего года</i>
<i>Наименование</i>	<i>Код</i>		
Остаток денежных средств на начало отчетного года		<b>71 182</b>	<b>20 153</b>
<i>Движение денежных средств по текущей деятельности</i>			
Денежные средства, полученные от текущей деятельности		<b>20 758 887</b>	<b>15 220 240</b>
Средства, полученные от покупателей, заказчиков		20 171 990	14 973 268
Прочие доходы		586 897	246 972
Денежные средства, направленные:		<b>(20 715 041)</b>	<b>(14 140 702)</b>
на оплату приобретенных товаров, работ, услуг, сырья и иных оборотных активов		150 (16 018 387)	(12 076 956)
на оплату труда		160 (1 147 405)	(829 011)
на выплату дивидендов, процентов		170 (1 353 338)	(12 762)
на расчеты по налогам и сборам		180 (1 022 279)	(789 705)
на расчеты с внебюджетными фондами		181 (246 826)	(188 553)
на выдачу подотчетных сумм		182	
прочие расходы		200 (926 806)	(243 715)
Чистые денежные средства от текущей деятельности		43 846	1079 538
<i>Движение денежных средств по инвестиционной деятельности</i>			
Выручка от продажи объектов основных средств и иных внеоборотных активов		210 4 589	3 091
Выручка от продажи ценных бумаг и иных финансовых вложений		220 1 267 760	368 100

Окончание прил.

<i>Показатель</i>		<i>За отчетный год</i>	<i>За аналогичный период предыдущего года</i>
<i>Наименование</i>	<i>Код</i>		
Полученные дивиденды	230		
Полученные проценты	240	2515	5071
Поступления от погашения займов, предоставленных другим организациям	250	94 759	73 050
Приобретение дочерних организаций	280	(1 096 325)	(34 300)
Приобретение объектов основных средств, доходных вложений в материальные ценности и нематериальных активов	290	(1 466 934)	(806 470)
Приобретение ценных бумаг и иных финансовых вложений	300	(1 221 260)	(414 600)
Займы, предоставленные другим организациям	310	(353 935)	(48 560)
Чистые денежные средства от инвестиционной деятельности	340	(2 768 831)	(854 618)
<i>Движение денежных средств по финансовой деятельности</i>			
Поступления от эмиссии акций или иных долевых бумаг			
Поступления от займов и кредитов, предоставленных другими организациями		4252 071	888 220
Погашение займов и кредитов (без процентов)		(1 420 395)	(899 864)
Погашение обязательств по финансовой аренде		(131 870)	(162 247)
Чистые денежные средства от финансовой деятельности		2699 806	(173 891)
Чистое увеличение (уменьшение) денежных средств и их эквивалентов		(25 179)	51 029
Остаток денежных средств на конец отчетного периода		<b>46 003</b>	<b>71 182</b>
Величина влияния изменений курса иностранной валюты по отношению к рублю			

**Приложение к бухгалтерскому балансу за 20XX г.**

**Нематериальные активы**

<i>Показатель</i>		<i>Наличие на начало отчетного года</i>	<i>Поступило</i>	<i>Выбыло</i>	<i>Наличие на конец отчетного года</i>
<i>Наименование</i>	<i>Код</i>				
Объекты интеллектуальной собственности (исключительные права на объекты интеллектуальной собственности)	010	14 691	3 559	—	18 250
В том числе: у патентообладателя на изобретение, промышленный образец, полезную модель	011	8 661	1 421	—	10 082
у правообладателя на программы ЭВМ, базы данных	012	—	—	—	—
у правообладателя на топологии интегральных микросхем	013	—	—	—	—
у владельца на товарный знак и знак обслуживания, наименование места происхождения товаров	014	6 030	2 138	—	8 168
у патентообладателя на селекционные достижения	015	—	—	—	—
Организационные расходы	020	—	—	—	—
Деловая репутация организации	030	—	—	—	—
Прочие	040	1 296	3 357	—	4 653
<b>Итого</b>		<b>15 987</b>	<b>6 916</b>	<b>—</b>	<b>22 903</b>



<i>Показатель</i>		<i>Наличие на начало отчетного года</i>	<i>Наличие на конец отчетного года</i>
<i>Наименование</i>	<i>Код</i>		
Амортизация нематериальных активов — всего	050	4 173	9 451
В том числе:			
по товарным знакам		1 364	2 255
по промышленным образцам и моделям		2 776	5 766
по прочим		33	1 430

### Основные средства

<i>Показатель</i>		<i>Наличие на начало отчетного года</i>	<i>Поступило</i>	<i>Выбыло</i>	<i>Наличие на конец отчетного года</i>
<i>Наименование</i>	<i>Код</i>				
Здания	100	287 196	7 578	(3 441)	291 333
Сооружения и передаточные устройства	101	94 231	61 813	(245)	155 799
Машины и оборудование	102	1 303 728	1 303 179	(10 989)	2 595 918
Транспортные средства	103	264 842	122 272	(18 563)	368 551
Производственный и хозяйственный инвентарь	104	64 445	19 210	(2 156)	81 499
Рабочий скот	105	—			—
Продуктивный скот	106	—			—
Многолетние насаждения	107	—			—
Другие виды основных средств	108	4791	377	(759)	4 409
Земельные участки и объекты природопользования	109	2257	1192	—	3 449
Капитальные вложения на коренное улучшение земель	110				—
Итого	120	2 021 490		(36 153)	3 500 958

<i>Показатель</i>		<i>Наличие на начало от- четного года</i>	<i>Наличие на конец от- четного года</i>
<i>Наименование</i>	<i>Код</i>		
Амортизация основных средств — всего	140	659 523	961 597
в том числе:			
зданий и сооружений	141	44 826	64 026
машин, оборудования, транспортных средств	142	574 399	850 944
другие	143	40 298	46 627
Передано в аренду объектов основных средств — всего	144	137 195	403 850
в том числе:			
здания	145	35 511	35 511
сооружения	146	—	—
машины, оборудование	147	—	—
транспортные средства	148	—	—
Переведено объектов основных средств на консервацию	149	101 684	368 339
Получено объектов основных средств в аренду — всего	150	—	43 778
в том числе:			
здания	155	897 411	1 307 784
сооружения	156	—	—
машины, оборудование	157	—	—
Объекты недвижимости, принятые в эксплуатацию и находящиеся в процессе государственной регистрации	160	886 845	1 307 721
Справочно:			
Результат от переоценки объектов основных средств:			
первоначальной (восстановительной) стоимости	171		
амортизации	172		
Изменение стоимости объектов основных средств результате достройки, дооборудования, реконструкции, частичной ликвидации			

### Финансовые вложения

<i>Показатель</i>		<i>Долгосрочные</i>		<i>Краткосрочные</i>	
<i>Наименование</i>	<i>Код</i>	<i>На начало отчетного года</i>	<i>На конец отчетного года</i>	<i>На начало отчетного года</i>	<i>На конец отчетного года</i>
Вклады в уставные (складочные) капиталы других организаций — всего	510	329 637	1 425 962		
в том числе дочерних и зависимых хозяйственных обществ	511	329 637	1 425 962		
Государственные и муниципальные ценные бумаги	515				
Ценные бумаги других организаций — всего	520				
в том числе долговые ценные бумаги (облигации, векселя)	521				
Предоставленные займы	525	2425	1 33 415	152 426	245 331
Депозитные вклады	530			46 500	—
Прочие	535			47 015	44 142
Итого	540	332 062	1 559 377	245 941	289 473

**Дебиторская и кредиторская задолженность**

<i>Показатель</i>		<i>Остаток на начало отчетного года</i>	<i>Остаток на конец отчетного года</i>
<i>Наименование</i>	<i>Код</i>		
Дебиторская задолженность:			
краткосрочная — всего	610	2 081 281	3 031 413
в том числе:			
расчеты с покупателями и заказчиками	611	1 346 820	1 773 658
авансы выданные	612	207 172	277 146
прочая	613	527 289	980 609
долгосрочная — всего	620	—	37 000
в том числе:			
расчеты с покупателями и заказчиками	621		—
авансы выданные	622		
прочая	623	—	37 000
Итого	625	2 081 281	3 068 413
Кредиторская задолженность:			
краткосрочная — всего	630	1 239 333	3 261 648
в том числе:			
расчеты с поставщиками и подрядчиками	631	20 650	30 221
авансы полученные	632	27 792	29 728
расчеты по налогам и сборам	633	—	1 657 686
кредиты	634	—	—
займы	635	242 290	342 972
прочая	636	328 410	1 533 240
долгосрочная — всего	640	1 239 333	3 261 648
в том числе:			
кредиты	641	328 410	1 533 240
займы	642		
Итого	650	1 567 743	4 794 888



### Расходы по обычным видам деятельности (по элементам затрат)

<i>Показатель</i>		<i>За отчетный год</i>	<i>За предыдущий год</i>
<i>Наименование</i>	<i>Код</i>		
Материальные затраты	710	10 073 860	7 701 050
Затраты на оплату труда	720	1 357 680	985 850
Отчисления на социальные нужды	730	274 140	203 134
Амортизация	740	307 553	271 106
Прочие затраты	750	2 940 359	1 981 374
Итого по элементам затрат:	760	14 953 592	11 142 514
Изменение остатков (прирост, уменьшение:)			
незавершенного производства:	765	114 991	69 593
расходов будущих периодов	766	77 112	112 500
резервов предстоящих расходов	767		

### Обеспечения

<i>Показатель</i>		<i>Остаток на начало отчетного года</i>	<i>Остаток на конец отчетного года</i>
<i>Наименование</i>	<i>Код</i>		
Полученные — всего	810		
в том числе:			
векселя	811		
Имущество, находящееся в залоге	820		
из него			
объекты основных средств			
ценные бумаги и иные финансовые вложения			
прочее			
Выданные — всего	830		
в том числе:			
векселя	831		
Имущество, находящееся в залоге	840	67 100	48 027
из него			
объекты основных средств			
ценные бумаги и иные финансовые вложения			
прочее		67 100	48 027

**Дополнительная информация**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Среднесписочная численность работающих	5 205	5 681
Среднесписочная численность основного производственного персонала	4 721	4 874
Количество размещенных обыкновенных акций	20 411 300	20 411 300

**Макроэкономические, рыночные и отраслевые показатели**

<i>Показатель</i>	<i>Предыдущий год</i>	<i>Отчетный год</i>
Средний процент по долгосрочным обязательствам, %	13,00	12,00
Средний процент по краткосрочным обязательствам, %	13,00	12,00
Ставка рефинансирования, %	12,00	11,00
Темп инфляции, %	11,00	9,00
Требуемая ставка доходности собственного капитала, %	25,00	24,00
Средний номинальный темп прироста ВВП, %	X	16
Средний номинальный темп прироста объема производства в отрасли, %	X	18
Коэффициент $\beta$ вида деятельности	0,70	0,70
Безрисковая доходность, %	14,01	16,39
Рыночная премия за риск, %	6,00	6,00
Мультипликатор P/S (отношение капитализации к реализации)	2	2
Мультипликатор P/E (отношение капитализации к прибыли)	6	6
Средний отраслевой уровень производительности труда (через выручку), тыс. руб./чел.	1500	1500

---

## Библиографический список

1. Гражданский кодекс РФ.
2. Налоговый кодекс РФ.
3. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. (с изменениями и дополнениями).
4. Федеральный закон «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26 декабря 1995 г. (с изменениями и дополнениями).
5. Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» № 14-ФЗ от 8 февраля 1998 г. (с изменениями и дополнениями).
6. Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» № 127-ФЗ от 26 октября 2002 г. (с изменениями и дополнениями).
7. Федеральный закон «О финансовой аренде (лизинге)» № 164-ФЗ от 29 октября 1998 г. (с изменениями и дополнениями).
8. О формах бухгалтерской отчетности организаций. Приказ Минфина РФ № 67н от 22 июля 2003 г.
9. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования (утв. Минэкономки России 21.06.99 № ВК-477).
10. Порядок оценки стоимости чистых активов акционерных обществ № 10н/03-6/пз от 29 января 2003 г.
11. Порядок проведения анализа и оценки конкурентной среды на товарном рынке № 108 от 25 апреля 2006 г.
12. Положение по бухгалтерскому учету «Бухгалтерская отчетность организации» (ПБУ 4/99) № 43-н от 6 июля 1999 г.
13. Положение по бухгалтерскому учету «Информация по сегментам» (ПБУ 12/2000) № 11-н от 27 января 2000 г.
14. Положение по бухгалтерскому учету «Учет расчетов по налогу на прибыль» (ПБУ 18/02) № 114-н от 19 ноября 2002 г.

15. Положение по бухгалтерскому учету «Учет финансовых вложений» (ПБУ 19/02) № 126-н от 10 декабря 2002 г.
16. Положение по бухгалтерскому учету «Информация об участии в совместной деятельности» (ПБУ 20/03) № 105-н от 24 ноября 2003 г.
17. Анализ финансовой отчетности: Учеб. пособие / Под ред. О.В. Ефимовой, М.В. Мельник. М.: Омега-Л, 2004.
18. Бернстайн Л.А. Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация: Пер. с англ. М.: Финансы и статистика, 2002.
19. Финансово-экономический анализ для целей налогового консультирования / Бондарчук Н.В., Грачева М.Е., Ионова А.Ф., Карпасова З.М., Селезнева Н.Н. М.: ИнформБюро, 2008.
20. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. М.: Олимп-Бизнес, 2007.
21. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс: В 2 т. Пер. с англ. СПб.: Экономическая школа, 1997.
22. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами: Пер. с англ. М.: Финансы и статистика, 2003.
23. Внедрение сбалансированной системы показателей. М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.
24. Гохан П.А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний: Пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
25. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов: Пер. с англ. 4-е изд. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.
26. Донцова Л.В., Никифорова Н.А. Анализ финансовой отчетности: Учеб. пособие. М.: Дело и Сервис, 2003.
27. Каплан Р.С., Нортон Д.П. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию. М.: Олимп-Бизнес, 2005.
28. Ковалев В.В., Волкова О.Н. Анализ хозяйственной деятельности предприятия: Учебник. М.: ТК Велби, 2002.
29. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика. М.: ТК Велби: Проспект, 2007.
30. Ковалев В.В., Ковалев В.В. Учет, анализ и финансовый менеджмент: Учеб.-метод. пособие. М.: Финансы и статистика, 2006.

31. Когденко В.Г. Экономический анализ: Учеб. пособие. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2009.
32. Гиляровская Л.Т., Лысенко Д.В., Ендовицкий Д.А. Комплексный экономический анализ хозяйственной деятельности: учеб. М.: ТК Велби: Проспект, 2007.
33. Константины П. Анализ эффективности инвестиций методом CROCI: опыт ведущих компаний. М.: Вершина, 2007.
34. Котлер Ф. Основы маркетинга: Пер. с англ. М.: Прогресс. 1990.
35. Котлер Ф. Маркетинг менеджмент. Экспресс-курс: Пер. с англ. СПб: Питер, 2004.
36. Коупленд Т., Колер Т., Мури Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. 3-е изд., перераб. и доп.: Пер. с англ. М.: Олимп-Бизнес, 2005.
37. Крейнина М.Н. Финансовый менеджмент: Учеб. пособие. М.: Дело и Сервис, 1998.
38. Лукасевич И.Я. Финансовый менеджмент: Учебник. М.: Эксмо, 2008.
39. Любушин Н.П. Экономический анализ: Учеб. пособие. 2-е изд., переаб. и доп. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2007.
40. Мельник М.В., Когденко В.Г. Экономический анализ в аудите: Учеб. пособие. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2007.
41. Могилевский С.Д., Самойлов И.А. Корпорации в России: Правовой статус и основы деятельности: Учеб. пособие. М.: Дело.
42. Оценочная деятельность в экономике: Учеб. пособие. Ростов н/Д: МарТ, 2003.
43. Пайк Р., Нил Б. Корпоративные финансы и инвестирование. 4-е изд.: Пер. с англ. СПб.: Питер, 2006.
44. Пласкова Н.С. Стратегический и текущий экономический анализ: Учебник. М.: Эксмо, 2007.
45. Ришар Ж. Аудит и анализ хозяйственной деятельности предприятия: Пер. с фр. М.: ЮНИТИ, 1997.
46. Роуз П.С. Банковский менеджмент: Пер. с англ. М.: Дело, 1997.
47. Савицкая Г.В. Экономический анализ: Учеб. М.: Новое знание, 2004.

48. Селезнева Н.Н., Ионова А.Ф. Финансовый анализ. Управление финансами: Учеб. пособие для вузов. 2-е изд., перераб. и доп. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2006.
49. Скотт М. Факторы стоимости: Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости: Пер. с англ. М.: Олимп-Бизнес, 2005.
50. Хелферт Э. Техника финансового анализа. 10-е изд. СПб.: Питер, 2003.
51. Феррис К., Пешеро Б. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении: Пер. с англ. М.: Вильямс, 2003.
52. Финансовый менеджмент: теория и практика: Учебник / Под ред. Е.С. Стояновой. 5-е изд., перераб. и доп. М.: Перспектива, 2001.
53. Финансовый менеджмент: Учебник / Под ред. Е.И. Шохина. М.: КНОРУС, 2008.
54. Холмс Э. Риск-менеджмент: Пер. с англ. М.: Эксмо, 2007.
55. Хорин А.Н. Стратегический анализ: учебное пособие. М.: Эксмо, 2006.
56. Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С., Негашев Е.В. Методика финансового анализа. М.: ИНФРА-М, 2000.
57. Шуляк П.Н. Финансы предприятия: Учебник. 6-е изд., перераб. и доп. М.: Дашков и К, 2006.

## УЧЕБНИКИ, ДИПЛОМЫ, ДИССЕРТАЦИИ -

полные тексты

На сайте электронной библиотеки

[www.учебники.информ2000.рф](http://www.учебники.информ2000.рф)

### НАПИСАНИЕ на ЗАКАЗ:

1. Дипломы, курсовые, рефераты, чертежи...
2. Диссертации и научные работы
3. Школьные задания

Онлайн-консультации

ЛЮБАЯ тематика, в том числе ТЕХНИКА

Приглашаем авторов

---

## Оглавление

От авторов	3
<b>Раздел I. Теоретические основы принятия финансовых решений</b>	<b>5</b>
Глава 1. Содержание финансового менеджмента	6
Глава 2. Внешняя финансовая и правовая среда предпринимательства	28
<b>Раздел II. Краткосрочная финансовая политика</b>	<b>37</b>
Глава 3. Управление рыночной деятельностью	38
3.1. Предварительная оценка рыночной, инвестиционной, операционной и финансовой деятельности	38
3.2. Разработка рыночной стратегии	52
Глава 4. Управление оборотными активами	88
4.1. Оборотные активы и финансовый цикл	88
4.2. Управление оборотным капиталом	99
4.3. Разработка стратегии финансирования оборотных активов	104
4.4. Управление запасами	116
4.5. Управление дебиторской задолженностью	123
4.6. Управление высоколиквидными активами	136
4.7. Оценка эффективности использования оборотных активов	146
Глава 5. Управление операционной деятельностью	169
5.1. Управление персоналом	169
5.2. Управление расходами	181
5.3. Управление налоговой нагрузкой	203
5.4. Управление прибылью	222

---

<b>Раздел III. Долгосрочная финансовая политика</b>	<b>237</b>
Глава 6. Управление финансовой деятельностью	238
6.1. Эффект финансового рычага	239
6.2. Разработка стратегии финансирования	243
6.3. Разработка дивидендной политики	287
Глава 7. Управление инвестиционной деятельностью	299
7.1. Оценка инвестиционной привлекательности организации	299
7.2. Управление внеоборотными активами	312
7.3. Управление нематериальными активами	318
7.4. Управление основными средствами	323
7.5. Управление финансовыми вложениями	342
Глава 8. Управление риском и эффективностью деятельности организации	359
8.1. Управление совокупным риском	359
8.2. Управление рентабельностью собственного капитала	368
8.3. Управление ростом бизнеса	372
8.4. Показатели оценки бизнес-процессов	377
Глава 9. Разработка и оценка стратегии развития бизнеса	384
9.1. Разработка финансовой стратегии	384
9.2. Управление рисками	406
9.3. Оценка стоимости бизнеса. Анализ факторов стоимости	420
Выводы по анализу ситуации	431
Контрольные вопросы и задания	437
Приложения	449
Библиографический список	466