

Министерство образования и науки РФ  
Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования  
«Национальный исследовательский технологический университет «МИСиС»  
Новотроицкий филиал

# Финансовый менеджмент

Измайлова А.С.

Учебное пособие для студентов, обучающихся по направлениям

**38.03.01 «Экономика»**

**38.03.02 «Менеджмент»**

2017

НОВОТРОИЦК

УДК 336.6

ББК 65.261

И 37

**Рецензенты:**

*Зав. кафедрой экономики Орского гуманитарно-технологического института (филиала) ФГБОУ ВО «Оренбургский государственный университет», к.э.н., доцент*

***Т.В. Андреева***

*Зав. каф. гуманитарных и социально-экономических наук Новотроицкого филиала ФГАОУ ВО «Национальный исследовательский технологический университет «МИСиС», к.э.н., доцент*

***Е. А. Жантлисова***

Измайлова, А.С. Финансовый менеджмент: Учебное пособие по изучению дисциплины / Измайлова А.С. – Новотроицк.: НФ НИТУ «МИСиС», 2017. – 98 с.

*Учебное пособие раскрывает основные теоретические вопросы дисциплины «Финансовый менеджмент». Для успешного освоения дисциплины «Финансовый менеджмент» пособие рекомендуется использовать в комплексе с другими учебными, учебно-методическими, научными, справочными, нормативными и иными изданиями.*

*Использование учебного пособия в процессе изучения дисциплины «Финансовый менеджмент» способствует формированию общекультурных и профессиональных компетенций бакалавра экономики и менеджмента.*

*Рекомендовано Методическим советом НФ НИТУ "МИСиС"*

**ISBN 978-5-903472-22-2**

© ФГАОУ ВО  
Национальный исследовательский  
технологический университет  
«МИСиС»,  
Новотроицкий филиал,  
2017

## Содержание

Введение .....	5
РАЗДЕЛ I ВВЕДЕНИЕ В ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ .....	6
Тема 1 Сущность финансового менеджмента (далее ФМ) .....	6
1.1 Необходимость управления финансовыми ресурсами компании .....	6
1.2 Определение, субъект и объект ФМ .....	8
Тема 2 Содержание ФМ .....	14
2.1 Цель/задачи, стратегия/тактика ФМ .....	14
2.2 Генезис ФМ .....	16
2.3 Финансовый механизм и структура ФМ .....	18
Тема 3 Концепции ФМ .....	21
3.1 Теории адаптивных и рациональных ожиданий .....	21
3.2 Теории альтернативных, транзакционных и агентских издержек .....	22
3.3 Информационная асимметрия и концепция совершенных рынков капитала .....	24
РАЗДЕЛ II ФИНАНСОВАЯ ОТЧЕТНОСТЬ И ОСНОВЫ ФИНАНСОВОГО АНАЛИЗА .....	27
Тема 4 Финансовая отчетность компании .....	27
4.1 Содержание финансовой отчетности компании .....	27
4.2 Балансовый отчет компании .....	29
4.3 Отчет о финансовых результатах компании .....	31
Тема 5 Основные методы финансового анализа. Экспресс-анализ компании .....	33
5.1 Содержание и методы финансового анализа .....	33
5.2 Экспресс-анализ .....	35
Тема 6 Анализ имущественного состояния, ликвидности и платежеспособности компании .....	38
6.1 Анализ имущественного состояния .....	38
6.2 Анализ ликвидности и платежеспособности предприятия .....	39
Тема 7 Анализ денежных потоков и финансовой устойчивости предприятия .....	42
7.1 Анализ денежных потоков .....	42
7.2 Анализ финансовой устойчивости предприятия .....	43
Тема 8 Анализ финансовых результатов предприятия .....	47
8.1 Структурно-динамический анализ (СДА) .....	47
8.2 Факторный анализ прибыли от продаж .....	49

8.3 Качественный анализ прибыли, показатели рентабельности.....	50
Тема 9 Деловая активность организации .....	53
9.1 Понятие и сущность деловой активности организации.....	53
9.2 Показатели деловой активности организации .....	53
9.3 Относительные показатели деловой активности организации .....	55
9.4 Улучшение финансового состояния предприятия .....	57
РАЗДЕЛ III УПРАВЛЕНИЕ КАПИТАЛОМ .....	60
Тема 10 Капитал компании .....	60
10.1 Собственный и заемный капитал компании .....	60
10.2 Структура капитала компании .....	62
10.3 Стоимость заемного капитала компании .....	64
10.4 Стоимость собственного капитала компании. Средневзвешенная стоимость .....	66
Тема 11 Финансовый рычаг. Управление структурой капитала .....	69
11.1 Сущность финансового рычага .....	69
11.2 Управление структурой капитала с использованием финансового рычага.....	72
РАЗДЕЛ IV УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ.....	76
Тема 12 Управление оборотными активами.....	76
12.1 Основы управления оборотными активами предприятия .....	76
12.2 Подходы к управлению оборотными активами предприятия.....	78
Тема 13 Управление дебиторской задолженностью.....	81
13.1 Понятие и виды дебиторской задолженности .....	81
13.2 Работа с дебиторской задолженностью .....	82
13.3 Управление дебиторской задолженностью.....	84
13.4 Анализ дебиторской задолженности .....	86
13.5 Кредитная политика. Анализ рискованности дебиторов.....	87
Список источников.....	90
Приложение 1 .....	92
Приложение 2.....	93
Приложение 3.....	94
Приложение 4.....	95
Приложение 5.....	96
Приложение 6.....	97

## Введение

Изучение дисциплины «Финансовый менеджмент» предполагает выполнение следующих видов учебной работы: посещение лекций; подготовка к практическим занятиям и их посещение; выполнение курсовой работы и ее защита; подготовка экзамену и его сдача.

В настоящем учебном пособии изложены основные теоретические аспекты финансового менеджмента. Всего в пособии раскрыты 13 тем. Они объединены в четыре раздела: 1 – введение в финансовый менеджмент, 2 – финансовая отчетность и основы финансового анализа, 3 – управление капиталом, 4 – управление активами.

Для более глубокого изучения финансового менеджмента необходимо изучать и другие источники, руководствуясь при этом раскрытым в пособии содержанием тем данной дисциплины. В конце пособия приводится список рекомендуемых источников. Он не является исчерпывающим, и мере необходимости можно использовать и другие. В конце каждой темы приведен список вопросов. Их удобно использовать для повторения изученного материала.

При изучении дисциплины «Финансовый менеджмент» следует хорошо понимать, как согласуется аудиторная работа (проведение лекций и практических занятий) с изложенными в пособии учебными материалами. В учебном пособии изложен необходимый минимум для изучения дисциплины, своего рода квинтэссенция. Аудиторная лекция – шире и глубже освещает все темы, представленные в пособии. Наличие в пособии раскрытого содержания тем не отменяет и не заменяет посещение лекций. Но в случае пропусков по уважительной причине, поможет студенту по возможности изучать курс в домашних условиях, либо быстро сориентироваться по возобновлению посещаемости. Нужно знать, что теоретический материал пособия следует использовать как опорно-справочный конспект, изучая при этом рекомендуемые (и не только) источники.

Написание курсовой работы студентами, следует осуществлять в соответствии с Методическими указаниями по написанию курсовых работ по дисциплине «Финансовый менеджмент» (автор А.С. Измайлова), которые можно взять на абонементе библиотеки или на сайте НФ МИСиС.

## РАЗДЕЛ I ВВЕДЕНИЕ В ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

## Тема 1 Сущность финансового менеджмента (далее ФМ)

1.1 Необходимость управления финансовыми ресурсами компании

1.2 Определение, субъект и объект ФМ

1.3 Организация профессиональной деятельности финансового менеджера

## 1.1 Необходимость управления финансовыми ресурсами компании

Задачи управления деятельностью предприятия:

- ✓ необходимость выбора наиболее эффективных хозяйственных решений;
- ✓ взаимосвязь всех сфер деятельности фирмы, интегрируемая в конечных финансовых результатах;
- ✓ инновационная направленность, стимулируемая конкурентными условиями рынка;
- ✓ активная инвестиционная стратегия.

Задачи управления деятельностью компании предопределяют необходимость разработки эффективной финансовой стратегии, а также ее реализацию на основе оптимального использования ресурсов и обеспечения финансовой устойчивости.

Отсюда возникает необходимость поиска методологии эффективного управления финансами предприятия.

**Финансы** – экономические отношения, связанные с формированием, использованием денежных фондов субъектов хозяйствования и государства.

**Финансовые ресурсы** – совокупность денежных средств (доходы, внешние поступления и др.) предназначенные для:

- выполнения финансовых обязательств;
- финансирования текущих затрат;
- осуществления затрат по обеспечению расширенного воспроизводства.

Классификация финансовых ресурсов компании представлена на рисунке 1.1.

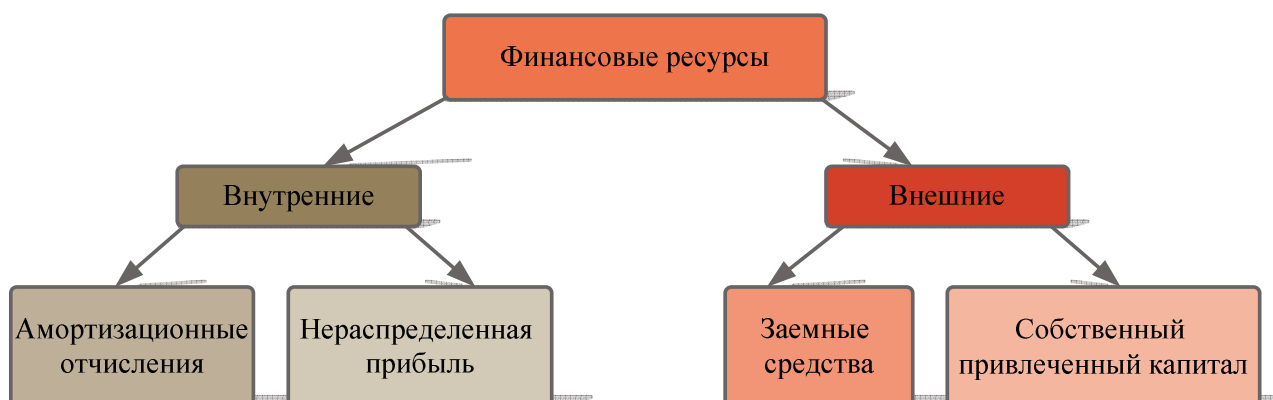


Рисунок 1.1 – Классификация финансовых ресурсов предприятия (по происхождению)

Таблица 1.1 – Состав финансового обеспечения предприятия

Форма финансового обеспечения	Источники финансовых ресурсов
Собственные средства предприятия	- поступления от учредителей при формировании уставного капитала - прибыль, остающаяся в распоряжении предприятия - амортизационные отчисления - резервы, накопленные предприятием - добавочный капитал - фонды, накопленные предприятием для целей потребления и развития
Заемные средства предприятия	- долгосрочный кредит банка - краткосрочный кредит банка - коммерческий кредит - кредиты разных видов из других источников (средства работников и т.п.) - кредиторская задолженность, постоянно находящаяся в обороте - средства, полученные от размещения векселей - лизинг - факторинг
Привлеченные средства предприятия	- дополнительные взносы средств в уставный капитал - средства, полученные в порядке перераспределения - средства долевого участия в текущей и инвестиционной деятельности - средства от эмиссии долговых ценных бумаг - паевые и иные взносы членов трудового коллектива, юр. и физ. лиц - страховое возмещение, полученное при наступлении страхового события - поступления платежей по франчайзингу, аренде и т.д.
Бюджетное финансирование предприятий	- бюджетные инвестиции - бюджетный кредит - государственные гарантии - инвестиционный налоговый кредит
Особые формы финансирования	- венчурное финансирование - проектное финансирование
Привлечение иностранного капитала	- получение кредитов от зарубежных банков - выпуск за рубежом долговых ценных бумаг - размещение акций на международных фондовых рынках

Значимость управления финансовыми ресурсами обусловлена их особенностями:

☀ **высокой ликвидностью финансовых ресурсов.** Это единственный вид ресурсов, трансформируемый непосредственно и с минимальным временным лагом в любой другой вид ресурсов. От того насколько эффективно и целесообразно они трансформируются в основные и оборотные средства, а также в средства стимулирования рабочей силы, зависит финансовое благополучие организации, ее владельцев, работников и общества в целом;

☀ **обеспечением формирования и реализации стратегии предприятия.** Финансовое обеспечение неотъемлемый элемент стратегии развития предприятия. От того насколько эффективно удовлетворены потребности предприятия в финансовых ресурсах зависит достижение стратегических целей и выполнение планов развития;

☀ **взаимосвязью с бухгалтерским учетом.** Учет движения финансовых ресурсов – один из компонентов бухгалтерского учета и связующее звено между управлением и учетом.

Проявление взаимосвязи бухгалтерского учета и ФМ:

- ☀️ оценка и анализ бухгалтерской отчетности является одним из разделов ФМ;
- ☀️ ряд разделов ФМ строится на знании бухгалтерского учета (например, управление запасами, дебиторской задолженностью и др.);
- ☀️ решение некоторых задач ФМ (увеличение прибыли и др.) возможно при использовании методов бухгалтерского учета (например, методов амортизации и др.).

## 1.2 Определение, субъект и объект ФМ

Определение финансового менеджмента достаточно серьезно варьируется у разных авторов. Одни характеризуют его как науку управления финансами (корпорации, предприятия), другие как науку, выражающую логику финансовых решений, третьи как искусство управления финансами, систему управления финансами, управление финансовыми ресурсами и денежными потоками.

Определения ФМ разных авторов:

✚ **Ендовицкий Д.А.:** ФМ – область научных исследований и вид практической деятельности, связанные с управлением финансовыми ресурсами и финансовыми отношениями, возникающими между хозяйствующими субъектами.

✚ **Ковалев В.В.:** ФМ – система взаимоотношений между различными субъектами по поводу привлечения и использования финансовых ресурсов.

✚ **Павлова Л.Н.:** – ФМ – это система, функционирование которой направлено на достижение общих целей управления предприятием.

✚ **Хотинская Г.И.:** ФМ – управление движением финансовых ресурсов и финансовых отношений, возникающих у хозяйствующих субъектов в процессе движения денежных средств.

✚ **Экономический словарь:** ФМ – управление финансовыми операциями, денежными потоками, призванное обеспечить привлечение, поступление денежных средств и их рациональное расходование в соответствии с программами, планами, реальными нуждами.

**Таким образом, ФМ – управление финансовыми ресурсами, потоками и отношениями организации, направленное на достижение ее целей.**

Отличие определений ФМ, даваемых российскими исследователями от определений американских и западноевропейских ученых.

Американские и западноевропейские экономисты определяют ФМ как управление финансами фирмы, имеющей главной своей целевой функцией максимизацию курса акций, чистой прибыли на акцию, уровня дивидендов и т. д.

В российской экономической литературе ФМ рассматривается шире – применительно не только к любому коммерческому предприятию, но и к другим сферам финансовой системы.

Связь ФМ с другими отраслями знаний:

- ☀️ информационный менеджмент;
- ☀️ статистика;
- ☀️ бухгалтерский учет;



- ☀️ экономический анализ;
- ☀️ страхование;
- ☀️ право;
- ☀️ управление рисками (риск-менеджмент) и др.

ФМ, как представлено на рисунке 1.2, связан практически со всеми подсистемами управления компанией.

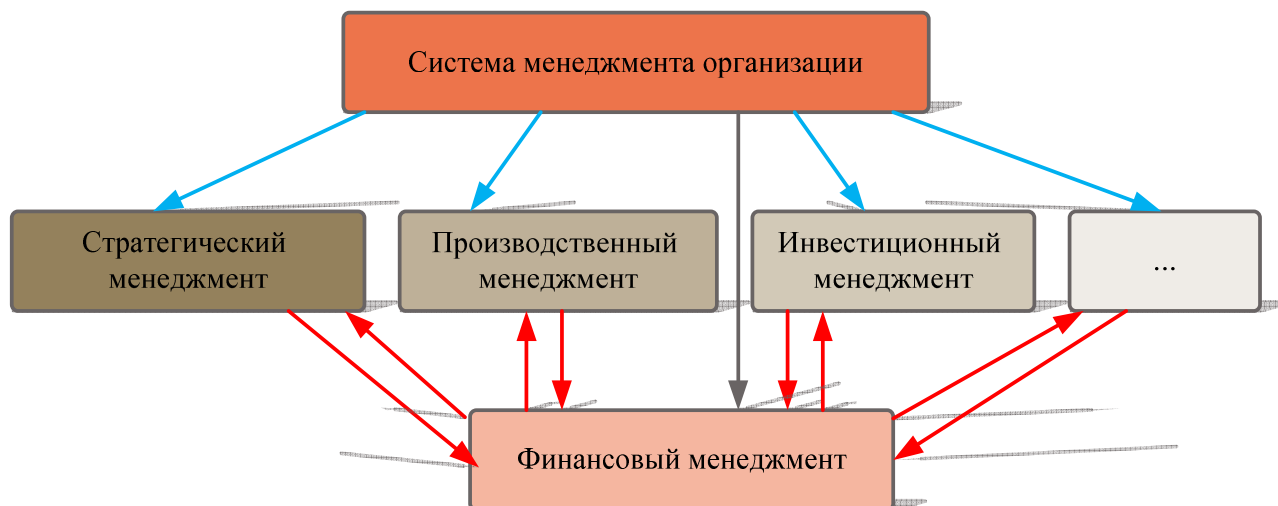


Рисунок 1.2 – Взаимосвязь ФМ с системой менеджмента организации

Субъекты и объекты ФМ в системе управления финансами предприятия представлены на рисунке 1.3

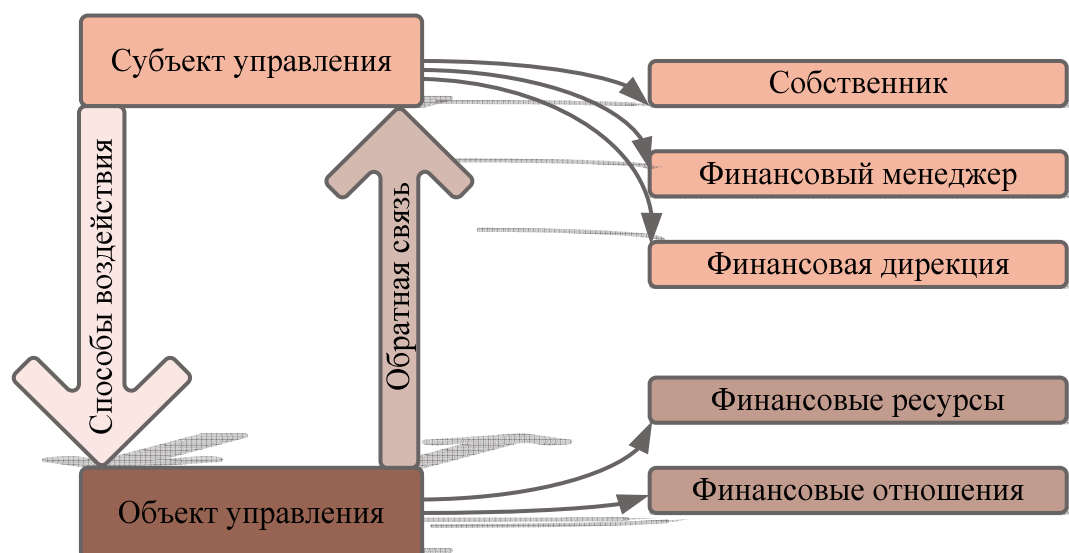


Рисунок 1.3 – Система управления ФМ

Специфика специалистов в области финансового управления напрямую отражается в

их функциональных обязанностях. Типичный функционал финансового директора:

- разработка финансовой политики компании, мер по обеспечению финансовой устойчивости компании;
- стратегическое планирование финансовой деятельности компании;
- разработка и внедрение системы бюджетирования;
- анализ финансово-хозяйственной деятельности компании;
- управление финансовыми потоками компании;
- контроль работы бухгалтерских служб, экономического и финансового отдела;
- налоговое планирование: расчет, анализ, оптимизация;
- ведение переговоров с финансовыми и кредитными организациями;
- постановка управленческого учета, составление управленческой отчетности;
- подготовка консолидированной отчетности;
- участие в экспертизе инвестиционных и бизнес-проектов компании;
- анализ и оценка финансовых рисков компании;
- участие в автоматизации работы финансового отдела, во внедрении ERP.

Типичный функционал финансового менеджера:

- анализ финансово-хозяйственной деятельности компании;
- финансово-экономическое планирование;
- расчет экономических и финансовых показателей;
- составление и контроль исполнения бюджета;
- подготовка банковских документов;
- проведение и контроль банковских платежей;
- ведение управленческого учета;
- участие в разработке мероприятий по снижению затрат;
- участие в автоматизации бизнес-процессов компании;
- составление аналитических и управленческих отчетов.

Таблица 1.2 – Требования к профессиональным навыкам финансового директора и финансового менеджера

Зарплатный диапазон	Профессиональные навыки	
	Финансового директора	Финансового менеджера
Рыночный	<ul style="list-style-type: none"> <li>– отличные знания в области финансового менеджмента (управление денежными потоками, управленческий учет, бюджетирование, налоговое планирование);</li> <li>– навыки стратегического управления;</li> <li>– хорошие навыки анализа финансово-хозяйственной деятельности;</li> <li>– опыт привлечения и управления заемными средствами;</li> <li>– опыт работы в определенной отрасли (производство, строительство, торговля и т.п.);</li> <li>– опыт работы руководителем финансовой службы / финансовым директором от 3 лет;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– образование высшее финансовое, экономическое;</li> <li>– знание бухгалтерского и управленческого учета в полном объеме;</li> <li>– знание методик финансово-экономического анализа;</li> <li>– навыки анализа и планирования финансовой деятельности;</li> <li>– опыт работы финансовым менеджером 2-3 года</li> </ul>

Продолжение таблицы 1.2

<p>Выше рыночного</p>	<p>– опыт работы в холдинге, крупной организации, компании с филиальной сетью;                  – опыт работы финансовым директором от 5 лет;                  Желательно:                  – наличие сертификатов ACCA, CFA, CPA / степень MBA;                  – отличные навыки трансформации отчетности в соответствии с международными стандартами (МСФО / GAAP);                  – знание английского языка на разговорном или свободном уровне</p>	<p>– опыт руководящей деятельности;                  – опыт работы финансовым менеджером от 5 лет;                  Желательно:                  – знание международных стандартов финансовой отчетности (МСФО/GAAP);                  – знание английского языка на разговорном или свободном уровне.</p>
<p>Ниже рыночного</p>	<p>– высшее образование (финансовое /экономическое);                  – уверенный пользователь ПК (MS Office, «1С», справочно-правовые системы «КонсультантПлюс», «Гарант»);                  – знание методов анализа хозяйственно-финансовой деятельности;                  – отличное знание бухгалтерского и налогового законодательства;                  – знания и практические навыки в области управленческого учета, бюджетирования, планирования, бухгалтерского и налогового учета;                  – опыт работы главным бухгалтером / руководителем финансовой службы /финансовым директором от 2 лет</p>	<p>– образование неполное высшее / высшее финансовое, экономическое;                  – знание основ экономики, бухгалтерского учета;                  – знание порядка и форм финансовых расчетов;                  – знание стандартов финансового учета и отчетности;                  – ПК – пользователь (MS Office (Excel – уверенное знание), 1С);                  – опыт работы финансовым менеджером работы от 1 года или бухгалтером, экономистом от 2 лет;</p>

### 1.3 Организация профессиональной деятельности финансового менеджера

Организационная структура ФМ зависит от:

- ☀ величины компании;
- ☀ масштабов деятельности;
- ☀ организационно-правовой формы бизнеса.

Финансовый менеджер выступает посредником между компанией и внешней финансовой средой (см. рисунок 1.4).

**Финансовый менеджер:** привлекает на финансовых рынках свободные денежные средства, потребность в которых возникает у компании в процессе текущей и инвестиционной деятельности. Привлеченные средства (в результате IPO, кредитования и др.) при их успешном использовании генерируют положительный чистый денежный поток, часть которого финансовый менеджер пускает на погашение основной суммы долга и покрытие финансовых издержек в виде процентов и дивидендов. В случае достаточности денежного потока и образования нераспределенной прибыли, ее часть реинвестируется в свою деятельность.

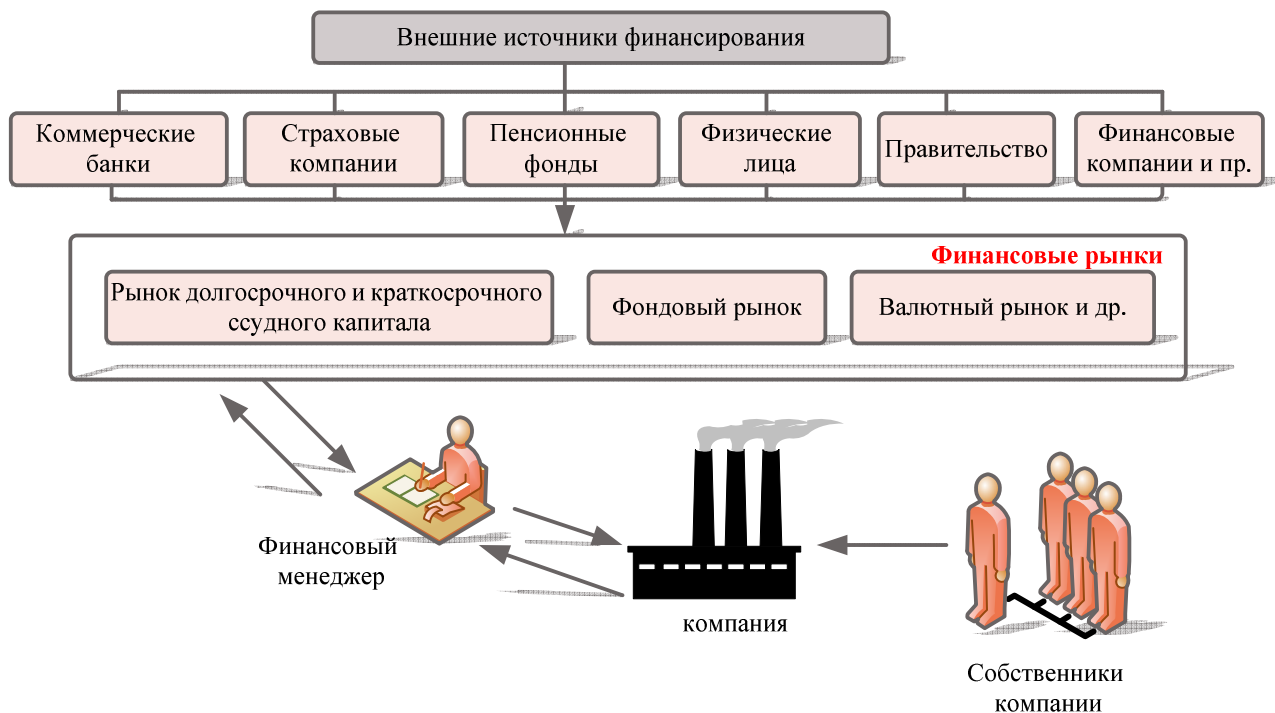


Рисунок 1.4 – Схема деятельности финансового менеджера

**Субъекты финансового рынка:** внимательно отслеживают финансовое состояние, результаты деятельности и уровень устойчивости компании, что прямо сказывается на уровне ее инвестиционной привлекательности и, в конечном счете, на рыночной стоимости.

**Собственники:** заинтересованы в максимизации своего благосостояния, поэтому оценивают деятельность финансовых менеджеров по показателям финансовых результатов и изменениям индикаторов роста стоимости компании.

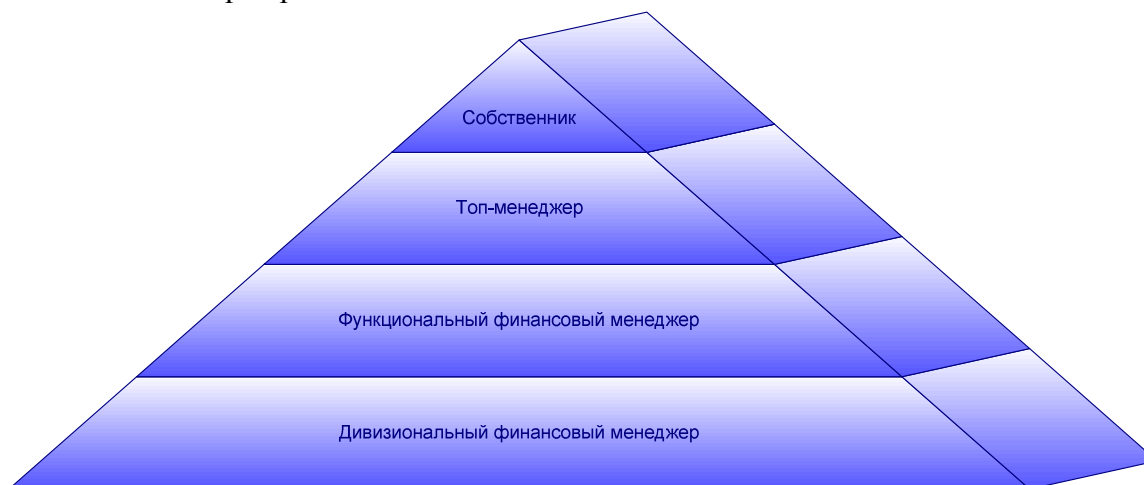


Рисунок 1.5 – Субъекты ФМ

**Топ-менеджмент** (совет директоров, правление и т.п.): занимается выработкой общих положений, координацией и контролем.

**Функциональный финансовый менеджер** – узкий специалист, например, в области

инвестиций, денежных потоков, антикризисного управления и др.

Дивизиональный финансовый менеджер назначается при дивизиональной организационной структуре в каждом крупном подразделении компании.

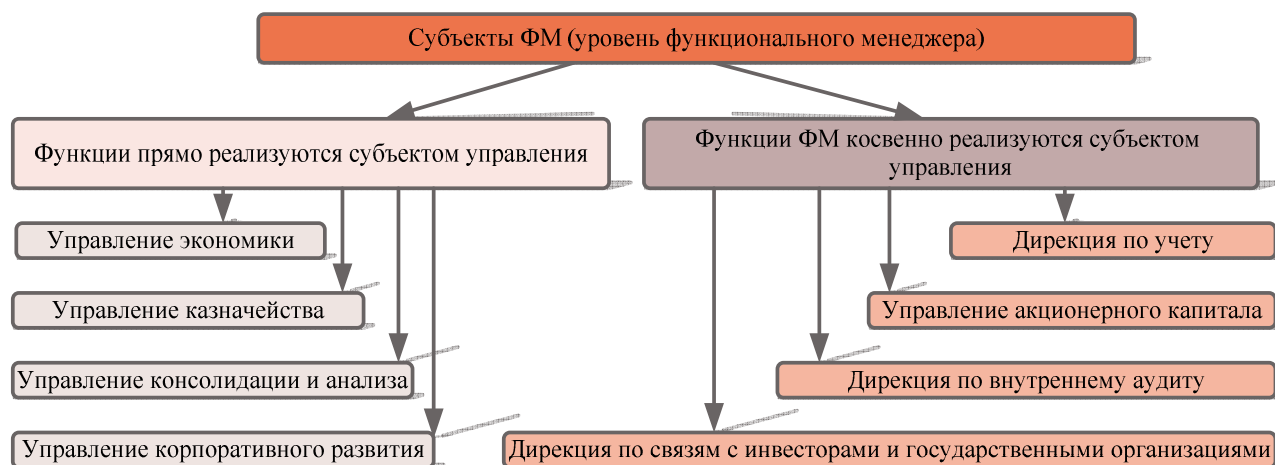


Рисунок 1.6 – Организационная структура ФМ на уровне функционального менеджера

### Вопросы для повторения:

1. Что такое финансовые ресурсы?
2. Опишите классификацию финансовых ресурсов предприятия.
3. В чем состоит значимость управления финансовыми ресурсами предприятия?
4. Охарактеризуйте объект и субъект финансового менеджмента.
5. Опишите взаимосвязь финансового менеджмента с системой менеджмента организации.
6. Опишите организационную структуру финансового менеджмента.

## Тема 2 Содержание ФМ

2.1 Цель/задачи, стратегия/тактика, функции и принципы ФМ

2.2 Генезис ФМ

2.3 Финансовый механизм и структура ФМ

### 2.1 Цель/задачи, стратегия/тактика ФМ

ФМ с практической точки зрения – это вид профессиональной деятельности, направленной на **достижение целей** предприятия благодаря эффективному использованию всей системы финансовых взаимосвязей, фондов и резервов, формирующих финансовый механизм предприятия в условиях рыночной экономики.

Финансовые цели предприятия могут быть представлены целой системой (деревом) целей, каждая из которых может выдвигаться на первый план в зависимости от конкретной ситуации.

Обычно цели (не только финансовые) делят по значимости на основные (главные) и второстепенные (подцели), а по горизонту планирования – на краткосрочные и долгосрочные. На рисунке 2.1 представлена система финансовых целей предприятия.

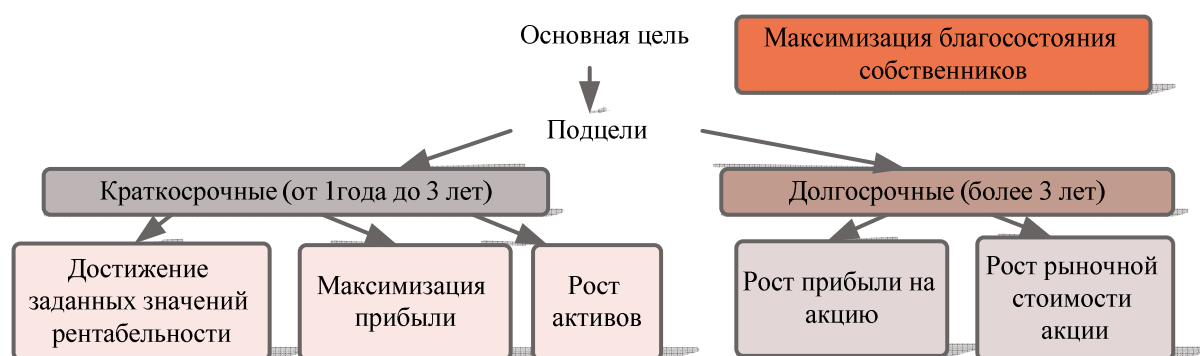


Рисунок 2.1 – Финансовые цели предприятия

Цели, указанные на рисунке 2.1, не являются единственно возможными. Следует понимать, что каждое конкретное предприятие формулирует собственные цели, исходя из условий, в которых ему приходится функционировать.

Финансовыми целями компании могут быть:

- ☀ выживание фирмы в конкурентной среде;
- ☀ достижение лидерства;
- ☀ избежание банкротства;
- ☀ достижение устойчивых темпов роста;
- ☀ минимизация издержек;
- ☀ обеспечение ликвидности;
- ☀ сохранение устойчивого финансового состояния предприятия и др.

ФМ как управленческий процесс есть управление взаимосвязанным комплексом финансовых отношений, частями которого являются:

- ☀ разработка и реализация финансовой стратегии предприятия;

- ☀ осуществление финансовой тактики предприятия;
- ☀ финансово-информационное обеспечение;
- ☀ оценка и систематизация резервов;
- ☀ оценка инвестиционных проектов и формирование портфеля инвестиций;
- ☀ оценка затрат на капитал и эффективность управления им;
- ☀ финансовое планирование и контроль.

Содержание стратегии и тактики, а также существующие взаимосвязи между ними представлены на рисунке 2.2

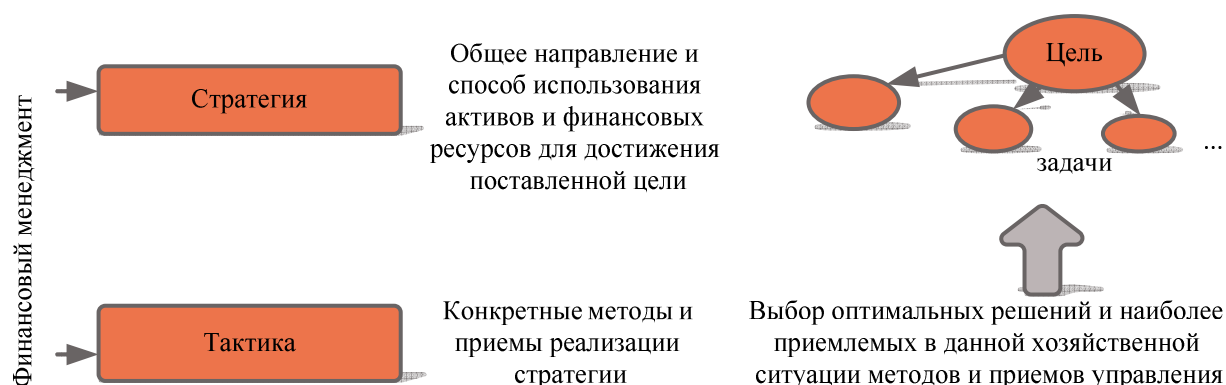


Рисунок 2.2 – Стратегия тактика ФМ

Подцели ФМ также называют задачами и часто не делают между ними разницы.

Однако следует помнить, что при формулировке цели обычно заявляют желаемое состояние, а при формулировке задачи – действие, которое нужно произвести для достижения желаемого состояния.

В качестве задач ФМ можно выделить следующие действия:

- ☀ обеспечивать рост рыночной стоимости организации (далее О.);
- ☀ способствовать наиболее эффективному использованию активов О.;
- ☀ оптимизировать и контролировать поток денежных средств О.;
- ☀ поддерживать финансовую устойчивость и платежеспособность О.;
- ☀ обеспечивать формирование достаточного объема финансовых ресурсов О.;
- ☀ оптимизировать и контролировать расходы О.;
- ☀ минимизировать предпринимательские и финансовые риски О.;
- ☀ способствовать росту инвестиционной активности О.;
- ☀ максимизировать прибыль О.;
- ☀ оптимизировать налоговые платежи О. и др.

При управлении финансами предприятия следует соблюдать определенные принципы (правила):

- ☀ системности;
- ☀ комплексности;
- ☀ научности;
- ☀ эффективности / безопасности;
- ☀ объективности / субъективности;
- ☀ качественности информации;
- ☀ непрерывности деятельности;

- ☀️ цикличности О., потока ресурсов, товара (услуги);
- ☀️ вариативности подходов к разработке конкретных управленческих решений;
- ☀️ интегрированности с другими системами управления О.;
- ☀️ вознаграждения и стимулирования;
- ☀️ стратегической ориентированности.

## 2.2 Генезис ФМ

**Генезис** – это происхождение, становление, развитие, результатом которого является определенное состояние исследуемого объекта.

Изучения становления ФМ как науки позволило ученым выделить основные историко-логические этапы формирования и периоды развития.

У Ендовицкого находим семь этапов становления и развития ФМ (см. рисунок 2.3).

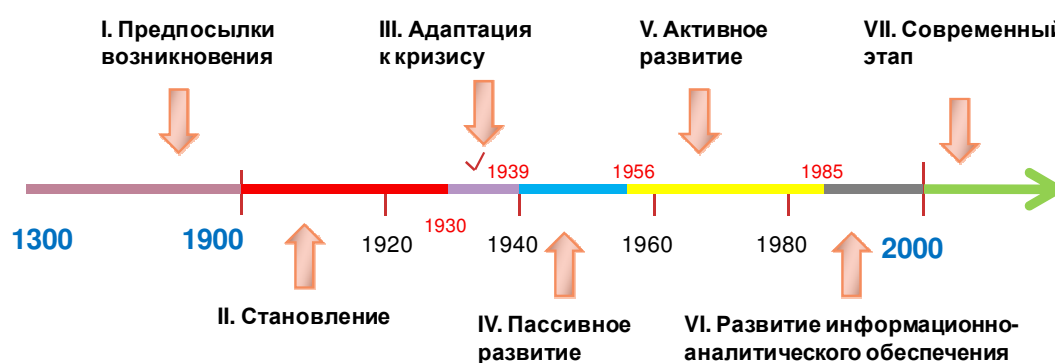


Рисунок 2.3 – Этапы становления и развития ФМ

Содержание этапов, отмеченных на рисунке 2.3, поясняется в таблице 2.1.

Таблица 2.1 – Основные характеристики этапов зарождения и развития ФМ

Этапы	Содержание этапов
I	Обоснование финансовых и инвестиционных решений
II	- оценка экономических последствий слияний и поглощений - анализ отдельных видов ценных бумаг - расчет финансовых последствий и издержек образования новых компаний
III	Банкротство и санация
IV	- внутренний анализ финансовой деятельности - планирование и контроль движения денежных средств и их эквивалентов. Концепции бюджетирования и дивидендной политики
V	Принятие решений, направленных на рост стоимости компании. Развитие портфельной теории
VI	Развитие аналитической концепции ФМ, теории риска, транснационального ФМ, аутсорсинга ФМ, МСФО, ситуационного и поведенческого подходов, стандартов корпоративного управления
VII	Глобализация, активное развитие IT-технологий

Значимые события:

**1582 г.** – С. Стивин описал принцип чистой текущей стоимости.

XIX – активная индустриализация, становление акционерных обществ как основной формы ведения бизнеса.



**1929 г.** – начало Великой депрессии.

**нач. 1950 гг.** - популяризация IRR.

**1952 г.** – Г. Марковиц сформулировал принципы портфельного анализа.

**1950-е г.** – распространение процессного подхода в ФМ.

**1958 г.** – Дж. Тобин – обосновал использование безрисковой ставки рентабельности для оптимизации портфеля инвестиций.

**1962 г.** – Дж. Уэстон и Т. Коупленд «Теория финансов и корпоративной политики» - 1-я книга по ФМ.

**сер. 1960 гг.** У. Шарп и Дж. Линтнер разработали модель оценки капитальных активов CAPM.

**сер. 1970 гг.** С. Росс разработал основы теории финансового арбитража (АРТ-модель).

**1978 г.** – специалисты ЮНИДО разработали руководство по оценке эффективности инвестиций.

**1960-1970-е гг.** – развитие системного подхода в ФМ.

**2008-2010 гг.** – глобальный финансовый кризис.

Таблица 2.2 – Факторы, повлиявшие на генезис ФМ

Факторы	Содержание факторов
<b>Слияния и поглощения</b>	1989 г. - распоряжение Совета КЕС №4064/89 «О контроле над сделками по слияниям и поглощениям»
<b>Процессы глобализации</b>	1973 – Комитет по МСФО 1947 – ГАТТ 1995 – ВТО Создание зоны евро, Таможенного союза, Североамериканской зоны свободной торговли
<b>Глобальные кризисы</b>	Великая депрессия. Кризис 2008-2010 гг.
<b>Корпоративное мошенничество</b>	30 июля 2002 г. – закон Сарбейнза-Оксли
<b>Компьютерные технологии</b>	Компьютеризация всех сфер общественной и повседневной деятельности. Развитие интернета

Функции ФМ, сформировавшиеся на сегодняшний день, представлены в таблице 2.3

Таблица 2.3 – Функции ФМ

Функции управляющей системы	Специальные функции
Организационное проектирование финансовой службы, компании и группы взаимосвязанных организаций	Управление активами
Финансовое стратегическое и тактическое планирование, прогнозирование, бюджетирование	Управление капиталом
Принятие и мониторинг финансово-инвестиционных решений	Управление обязательствами
Корпоративный учет и отчетность	Управление инвестициями
Финансово-инвестиционный анализ	Управление денежными потоками
Разработка систем вознаграждения и мотивации персонала	Управление рисками
Внутренний аудит	Антикризисное управление

2.3 Финансовый механизм и структура ФМ

**Финансовый механизм** – совокупность различных элементов воздействия на процесс формирования и реализации управленческих решений в финансово-инвестиционной области.

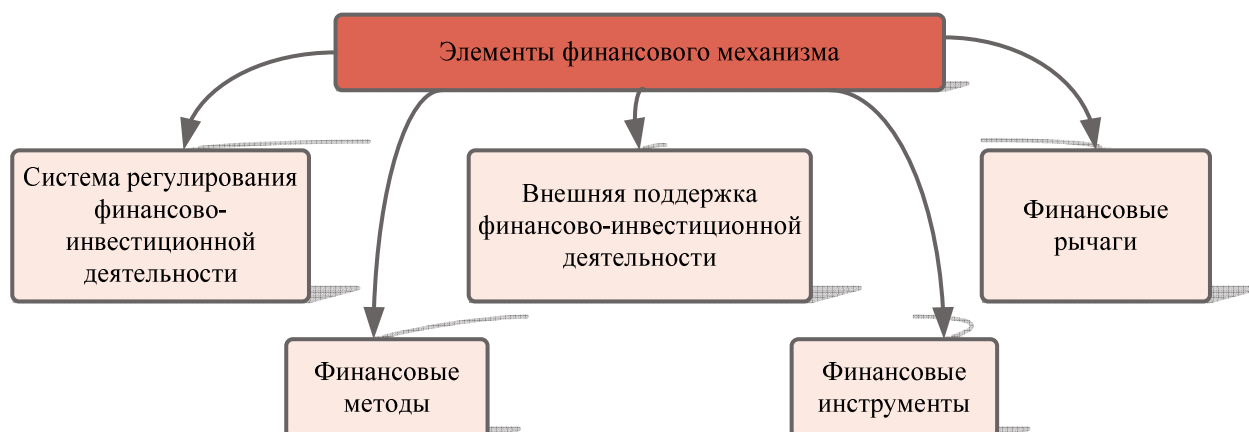


Рисунок 2.4 – Структура финансового механизма

Таблица 2.4 – Пояснение к структурным элементам финансового механизма.

<p><b>Система регулирования финансово-инвестиционной деятельности:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>☀ государственное регулирование;</li> <li>☀ рыночные механизмы;</li> <li>☀ корпоративный механизм регулирования.</li> </ul>	<p><b>Внешняя поддержка финансово-инвестиционной деятельности:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>☀ государственная поддержка в рамках бюджетного финансирования или поступлений из ГВФ, целевых программ и проч.;</li> <li>☀ кредитование хозяйствующих субъектов;</li> <li>☀ аренда и лизинговые операции;</li> <li>☀ страхование;</li> <li>☀ лицензирование;</li> <li>☀ селенг и проч.</li> </ul>
<p><b>Финансовые рычаги:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>☀ цены;</li> <li>☀ проценты;</li> <li>☀ денежный поток;</li> <li>☀ прибыль;</li> <li>☀ дивиденды;</li> <li>☀ амортизационные отчисления;</li> <li>☀ штрафы, пени, неустойки;</li> <li>☀ скидки и проч.</li> </ul>	<p><b>Финансовые методы:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>☀ балансовый метод;</li> <li>☀ методы оценки активов, капитала и обязательств;</li> <li>☀ методы эккаутинга;</li> <li>☀ экономико-статистические методы;</li> <li>☀ методы финансово-инвестиционного анализа;</li> <li>☀ дисконтирование;</li> <li>☀ наращение стоимости;</li> <li>☀ методы амортизации;</li> <li>☀ методы резервирования и страхования;</li> <li>☀ экономико-математические методы и проч.</li> </ul>
<p><b>Финансовые инструменты:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>☀ платежные инструменты;</li> <li>☀ инструменты инвестирования;</li> <li>☀ инструменты страхования;</li> <li>☀ кредитные инструменты.</li> </ul>	

Факторы, влияющие на максимизацию благосостояния собственников компании, представлены на рисунке 2.5.



Рисунок 2.5 – Факторы, влияющие на стоимость компании (способствующие максимизации благосостояния акционеров)

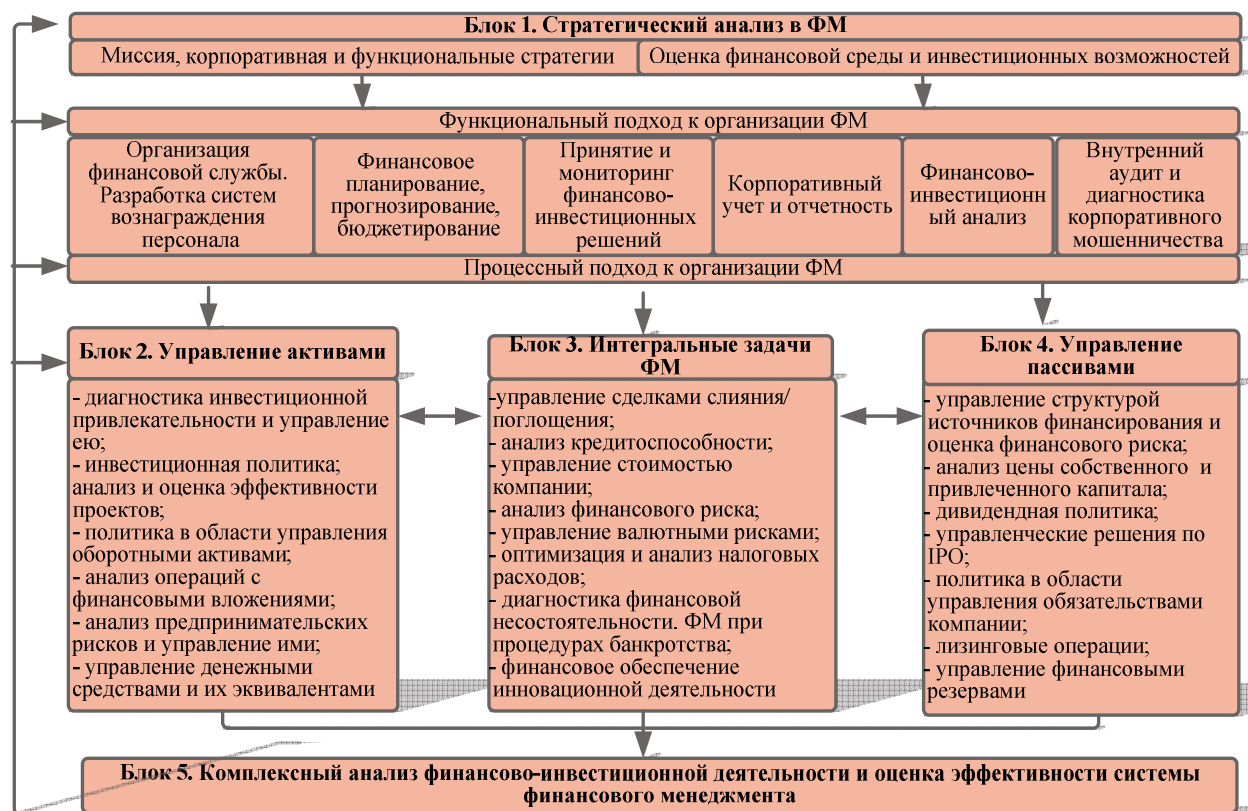


Рисунок 2.6 – Содержание ФМ

## Вопросы для повторения:

1. Расскажите о финансовых целях предприятия.
2. В чем различие между стратегией и тактикой управления финансами?
3. Опишите принципы управления финансами предприятия.
4. Опишите основные этапы развития финансового менеджмента.
5. Охарактеризуйте функции финансового менеджмента.
6. Опишите финансовый механизм.

### Тема 3 Концепции ФМ

- 3.1 Теории адаптивных и рациональных ожиданий
- 3.2 Теории альтернативных, транзакционных и агентских издержек
- 3.3 Информационная асимметрия и концепция совершенных рынков капитала

#### 3.1 Теории адаптивных и рациональных ожиданий

ФМ представляет собой синтетическую прикладную дисциплину, объединяющую подходы ряда научных отраслей: экономической теории, теории игр, инвестиционного анализа и др. Набор базовых концепций ФМ сформировался в XX в. (см. рисунок 3.1).

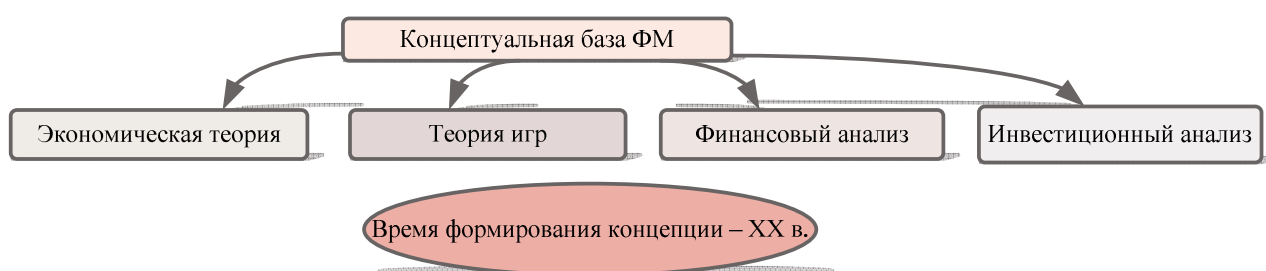


Рисунок 3.1 – Дисциплины, формирующие концептуальную основу ФМ

Концепция – мысль, система взглядов, понимание чего-нибудь.

#### **Основные концепции ФМ:**

1) Теория адаптивных ожиданий (Фридмен, 50-е гг.) предполагает, что экономические агенты:

- ☀ строят ожидания исключительно на информации прошлых периодов;
- ☀ делают систематические ошибки.

2) Теория рациональных ожиданий (далее ТРО) (Дж. Ф. Мут (1961), Р. Лукас (1972)) предполагает, что экономические агенты:

- ☀ стремятся получить всю доступную информацию;
- ☀ прогнозируют развитие ситуаций;
- ☀ принимают оптимальные решения (*max U*);
- ☀ не делают систематических ошибок.

В ФМ эти теории используются на равных правах и применяются в зависимости от того, какой подход лучше согласуется с эмпирическими данными.

3) Концепция премии за риск (компромисс между риском и доходностью) (Следствие ТРО) предполагает, что ...:

☀ рациональный инвестор из вариантов с равным уровнем риска выбирает тот, который обещает более высокую доходность;

*ИЛИ*

☀ из двух вариантов с равной ожидаемой доходностью – тот, который связан с меньшим риском.

Развитие подходов к определению риска финансовых вложений и уровня рискованной премии привело к возникновению современных теорий инвестиционного портфеля и

моделей финансовых рынков (см. рисунок 3.2).

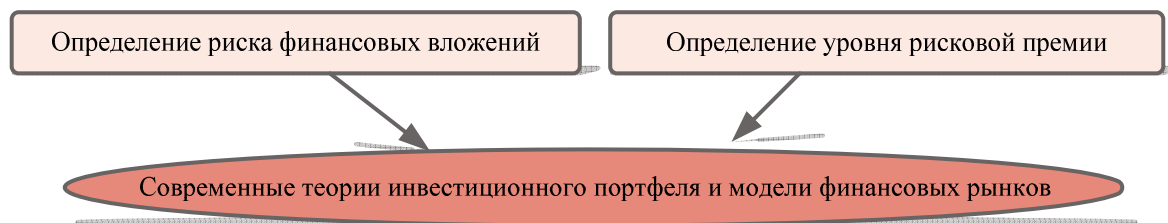


Рисунок 3.2 – Концептуальная основа теорий портфеля и моделей финансовых рынков

### 3.2 Теории альтернативных, транзакционных и агентских издержек

4) Теория транзакционных издержек сформулирована в работах Р. Коуза (1931), К. Эрроу (1969), О. Уильямсона (1985) (*нумерация по теориям в целом*).

Транзакционные издержки возникают в связи со сбором и обработкой информации, заключением сделок, принятием решений, организацией контроля и защитой прав собственности.

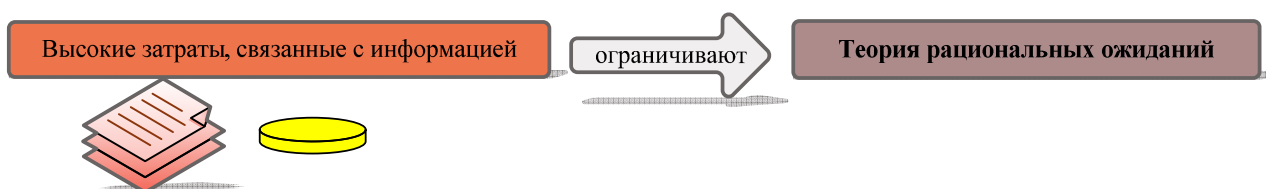


Рисунок 3.3 – Ограничение применимости теории рациональных ожиданий, связанное с затратами на информацию

5) Агентские издержки – частный случай транзакционных издержек. Проблема агентских издержек в ФМ впервые рассмотрена М. Дженсенем и У. Меклингом (1976).

Агентские издержки (понятие из теории контрактов) возникают из-за конфликта интересов наемных управляющих (агентов) и собственников компании.

**Проблема: наемные управляющие склонны максимизировать свое вознаграждение в ущерб интересам собственников. Основная причина информационная асимметрия – менеджеры осведомлены о деятельности компании лучше, чем ее акционеры.**

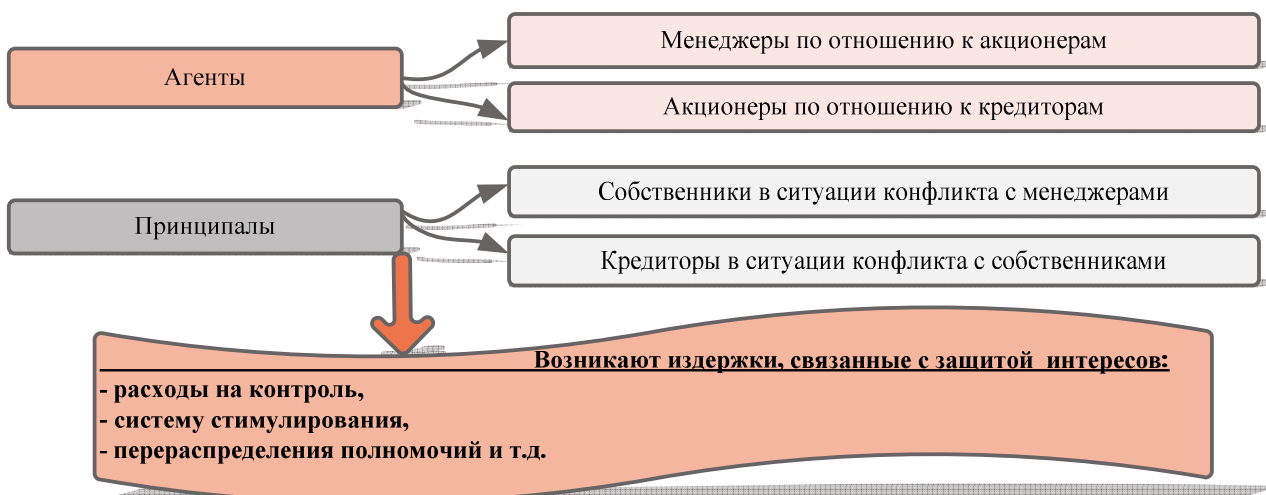


Рисунок 3.4 – Защита интересов принципалов приводит к появлению агентских издержек

Защита интересов принципалов связана с дополнительными затратами:

- ☀️ расходы на организацию контроля;
- ☀️ создание системы стимулирования;
- ☀️ перераспределение полномочий в пользу принципалов и др.

Все модели ФМ строятся с учетом необходимости обеспечения интересов собственников хозяйствующих субъектов, как принципалов в агентских отношениях. Для стоимостной оценки этих интересов используется критерий максимизации благосостояния акционеров (см. рисунок 3.5).



Рисунок 3.5 – Основы формирования моделей ФМ

б) Альтернативные или вмененные издержки (понятие из маржинальной теории стоимости) – это цена упущенных возможностей при выборе одного из взаимоисключающих вариантов экономических решений (наибольшие доходы от инвестирования). Учет альтернативных издержек в ФМ происходит в рамках концепции временной стоимости денег (см. рисунок 3.6).

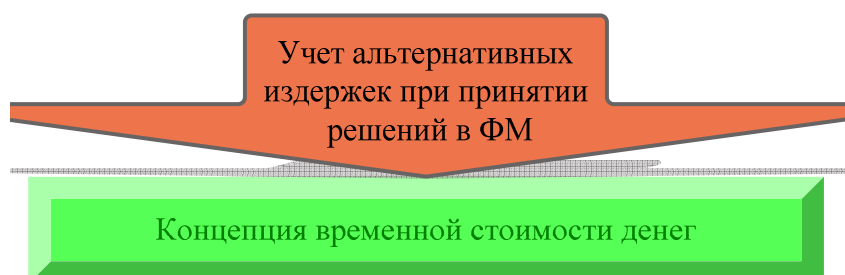


Рисунок 3.6 – Концепция временной стоимости денег

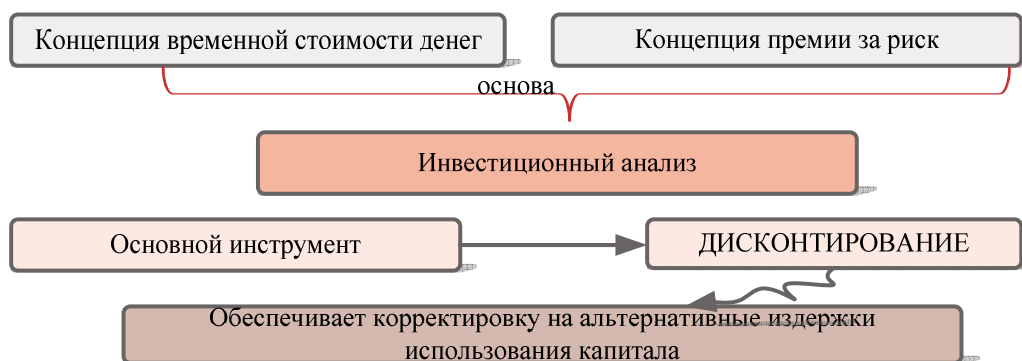


Рисунок 3.7 – Концептуальные основы инвестиционного анализа

### 3.3 Информационная асимметрия и концепция совершенных рынков капитала

7) Ситуация асимметрии информации впервые рассмотрена Дж. Акерлофом (1970).

Асимметрия информации – это ее несовершенство, возникающее, когда агенты со стороны предложения располагают более полной и достоверной информацией о товаре или услуге, чем агенты со стороны спроса.

На рынках с асимметричной информацией используются специфические инструменты (см. рисунок 3.8.).

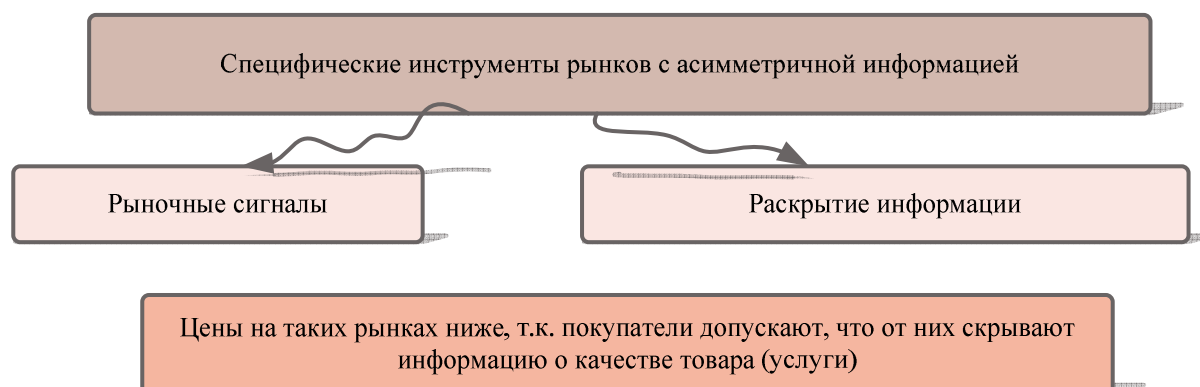


Рисунок 3.8 – Специфические инструменты рынков с асимметричной информацией

8) Теория рыночных сигналов (М. Спенс (1973)). Предлагает решение проблемы информационной асимметрии:

- ☀ при помощи средств индивидуализации (фирменные наименования);
- ☀ и/или предоставления гарантии или подобные мероприятия (как свидетельства добросовестности продавца).



**На финансовых рынках положительный сигнал – рост дивидендных выплат.**

9) Раскрытие информации (М. Спенс (1973), Дж. Ю. Стиглиц (1976)). Данный способ преодоления информационной асимметрии предполагает, что менее информированная сторона может:

- ☀ предпринять усилия и осуществить затраты на получение дополнительной



информации;

☀️ принудить более информированную сторону сделки раскрыть информацию (законодательно установленные обязанности эмитентов по раскрытию информации на рынке ценных бумаг).

10) Концепция совершенных рынков капитала основана на допущениях:

☀️ о рациональности инвесторов;

☀️ и отсутствии транзакционных издержек.

Концепция включает в себя следующие факторы:

✓ информация на рынке полностью и в равном объеме доступна всем инвесторам;

✓ отсутствуют налоги и операционные издержки;

✓ каждый инвестор может неограниченно заимствовать и инвестировать средства под безрисковую процентную ставку.

Безусловно, допущения (факторы) не соблюдаются на реальных рынках капитала. Но ряд теорий, а именно **теория инвестиционного портфеля Г. Марковица (1952)**, модель оценки финансовых активов **САРМ**, **теории структуры капитала и дивидендов Модильяни-Миллера** разработаны именно для идеальных (совершенных) рынков капитала (см. рисунок 3.9).

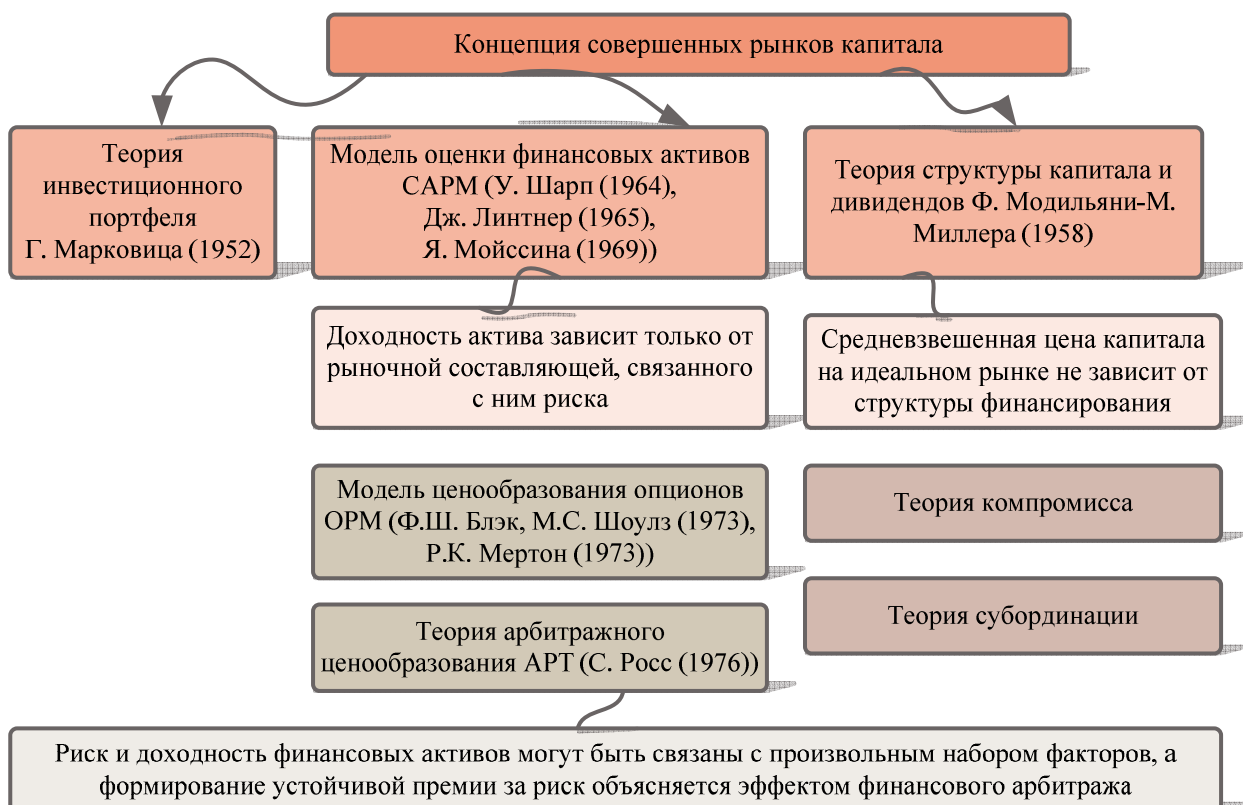


Рисунок 3.9 – Теории рынков капитала

Основной вывод САРМ заключается в зависимости доходности актива только от рыночной составляющей связанного с ним риска. Риск каждого актива, измеряемый стандартным отклонением (дисперсией) его ожидаемой доходности может быть разделен на две составляющие:

☀️ рыночный или систематический риск – колебания доходности, связанные с динамикой доходности рыночного портфеля (совокупности всех активов на рынке);

☀️ собственный риск, несистематический – индивидуальные колебания доходности финансового актива.

При диверсификации портфеля индивидуальные колебания взаимно уничтожаются, остается только рыночная составляющая риска. В связи с этим рыночный риск называют недиверсифицируемым, а собственный диверсифицируемым. Рациональные инвесторы на идеальном рынке капитала диверсифицируют свои портфели, вследствие чего требуют премии только за рыночный риск. Основное уравнение CAPM записывается в виде

$$r_i = r_f + \beta_i \cdot (r_m - r_f), \quad (3.1)$$

где  $r_i$  – ожидаемая доходность финансового актива, коэф.;

$r_f$  – безрисковая процентная ставка, коэф.;

$\beta_i$  – показатель уровня систематического риска – бэ́та-коэффициент;

$r_m$  – ожидаемая доходность рыночного портфеля, коэф.

Разность  $(r_m - r_f)$  представляет собой среднерыночную премию за риск. Систематический риск активов с  $\beta = 1$  равен среднему по рынку, при  $\beta > 1$  – выше среднего по рынку, а при  $\beta < 1$  – ниже среднего.

Сущность бэ́та-коэффициента хорошо понимается при использовании эмпирического правила:

Если рынок вырос на 10%, то доходность акции с  $\beta = 2$  поднимется на 20%, если рынок упал на 20%, то доходность акции с  $\beta = 2$  снизится на 20%.

CAPM – объясняет только 80% динамики доходности акций.

Арбитраж – получение безрисковой прибыли за счет разницы в ценах на один и тот же актив на двух рынках и более.

Концепция информационной эффективности. Гипотеза эффективности рынка (Ю. Фама (1970)).

Уровень цен в любой момент отражает всю доступную информацию и быстро изменяется при поступлении новой информации. Ни один инвестор не может переиграть рынок и получить сверхвысокую доходность.

### Вопросы для повторения:

1. Опишите теорию адаптивных ожиданий.
2. Охарактеризуйте теорию рациональных ожиданий.
3. Опишите теории альтернативных, транзакционных и агентских издержек.
4. Что такое информационная асимметрия?
5. Опишите концепцию совершенных рынков капитала.

## РАЗДЕЛ II ФИНАНСОВАЯ ОТЧЕТНОСТЬ И ОСНОВЫ ФИНАНСОВОГО АНАЛИЗА

### Тема 4 Финансовая отчетность компании

- 4.1 Содержание финансовой отчетности компании
- 4.2 Балансовый отчет компании
- 4.3 Отчет о финансовых результатах компании

#### 4.1 Содержание финансовой отчетности компании

Логика финансового управления компанией представлена на рисунке 4.1.

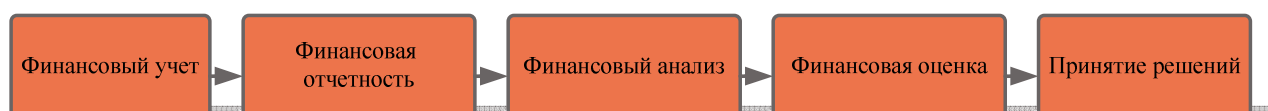


Рисунок 4.1 – Последовательность и виды деятельности при финансовом управлении компанией

**Финансовый учет** – это учет наличия и движения денежных средств, финансовых ресурсов. Его частью является бухгалтерский учет. Но бухгалтерский учет в свою очередь охватывает более широкий спектр данных.

**Финансовая отчетность** – есть обобщение данных финансового учета. Представлена в виде готовых отчетов для внешних пользователей информации.

**Финансовый отчет** – обязательная форма финансовой отчетности, предусмотренная законодательством большинства стран мира. Согласно международной методике финансовый отчет содержит следующие документы:

- ✓ финансовый баланс компании за отчетный период;
- ✓ отчет о совокупном доходе;
- ✓ отчет о движении капитала;
- ✓ отчет о движении денежных средств;
- ✓ **сводный доклад руководства компании.**

В соответствии с российским законодательством в составе годового финансового отчета предприятия представляются следующие документы:

- форма №1 «Бухгалтерский баланс»;
- форма №2 «Отчет о финансовых результатах»;
- форма №3 «Отчет о движении капитала»;
- форма №4 «Отчет о движении денежных средств»;
- форма №5 «Приложение к бухгалтерскому балансу»;
- **«Пояснительная записка»** с изложением основных факторов, повлиявших на итоговые результаты деятельности предприятия. С оценкой его финансового состояния;
- итоговая часть аудиторского заключения (для предприятий, подлежащих

обязательному аудиту), подтверждающая степень достоверности представленных сведений.

Сводный доклад компании – вербальная часть финансовой отчетности в свободном изложении, содержащая описание производственных достижений компании за предыдущий год, новых аспектов деятельности, которые будут влиять на функционирование компании в будущем.

Финансовую отчетность компании, как показано на рисунке 4.2, условно можно разделить на две части: цифровую и описательную (вербальную). Первая дает представление о результатах деятельности компании за предшествующие периоды, вторая – объясняет сложившееся положение дел и раскрывает планы компании относительно будущей деятельности.

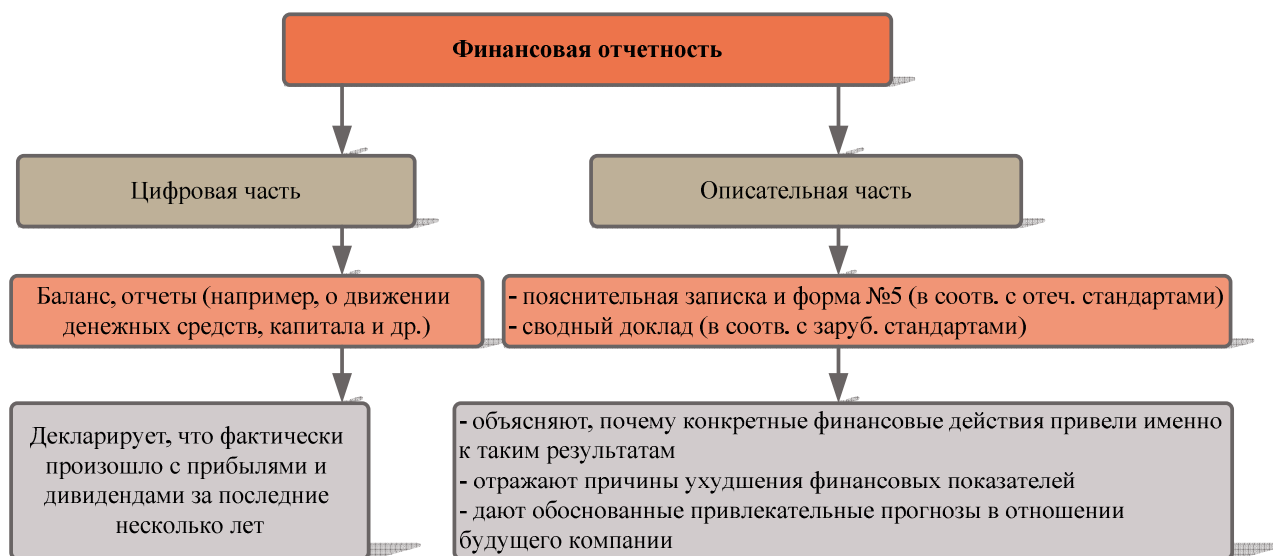


Рисунок 4.2 – Содержание финансовой отчетности компании

Пользователи финансовой отчетности компании являются либо внешними, либо внутренними по отношению к компании. Состав первых и вторых представлен на рисунке 4.3.

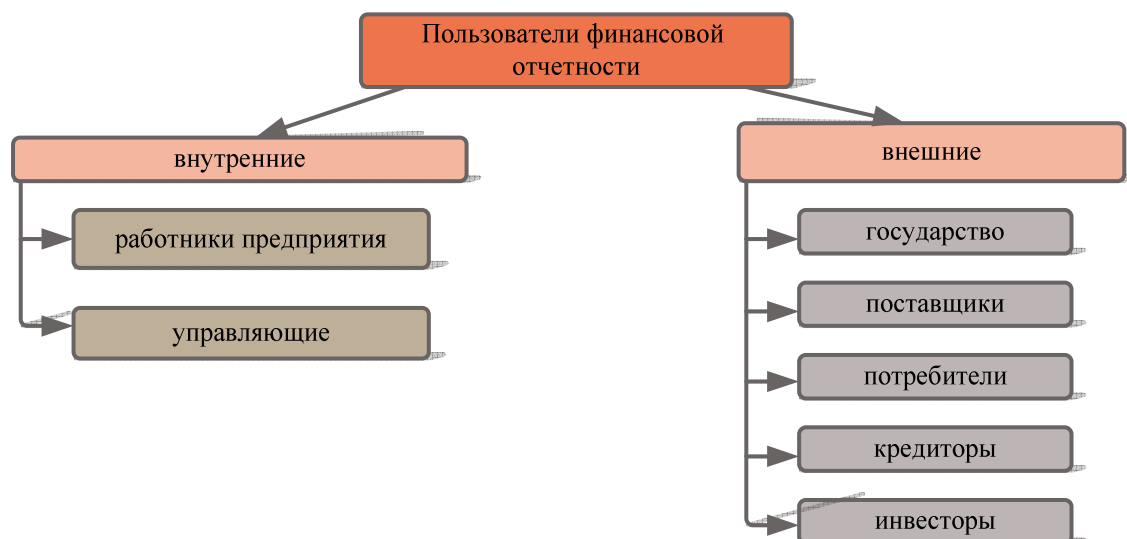


Рисунок 4.3 – Пользователи финансовой отчетности компании

Наиболее активными пользователями финансовой отчетности являются управляющие, т.к. их прерогативой является формирование политики управления финансами и, соответственно, определение будущего развития компании.

Необходимость составления финансовой отчетности компании состоит в последующем проведении финансового анализа. Актуальность изучения финансового состояния предприятия существенно возрастает в условиях финансовой нестабильности, кризисов.

### 4.2 Балансовый отчет компании

Основной формой финансовой отчетности компании является балансовый отчет.

**Балансовый отчет** – отражает финансовое положение предприятия за конкретный отчетный период, на определенную дату и отражает ресурсы предприятия в единой денежной оценке по их составу и направлениям использования (см. рисунок 4.4).

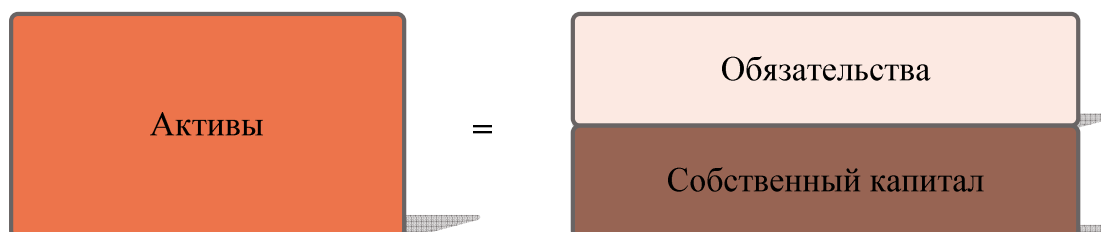


Рисунок 4.4 – Основное балансовое уравнение

Основное балансовое уравнение (см. формулу 4.1) показывает равенство активов (ценностей предприятия) и пассивов (источников формирования ценностей предприятия).

$$A = L + E, \quad (4.1)$$

где  $A$  (*assets*) – активы;

$L$  (*liabilities*) – обязательства;

$E$  (*equity*) – собственный капитал.

Основные статьи баланса компании представлены на рисунке 4.5.

Активы отражают состав и размещение хозяйственных средств предприятия. Они делятся на две большие группы – внеоборотные и оборотные (текущие). Текущие активы используются в течение короткого периода времени (менее 12 месяцев), внеоборотные – в течение длительного времени (более 12 месяцев).

Пассивы (*passiv*) – совокупность долгов, обязательств и собственного капитала компании; источники образования средств предприятия.

*Активы показывают, во что вложены средства компании, пассивы – за счет каких источников были получены эти средства.*

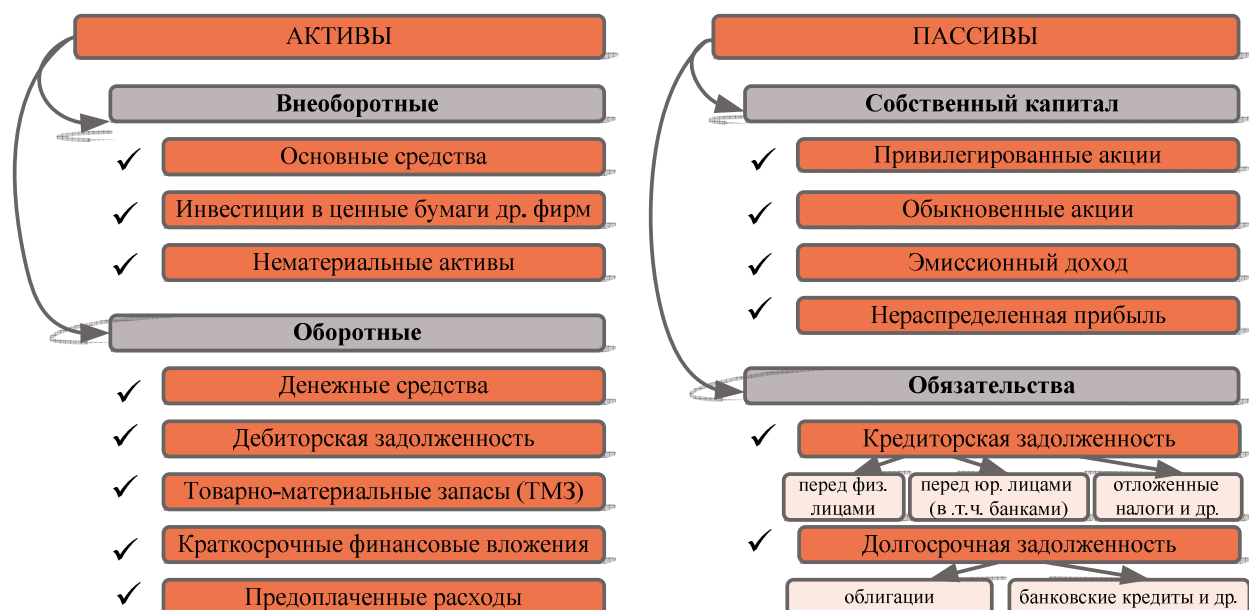


Рисунок 4.5 – Структура баланса компании

Эмиссионный доход акционерной компании образуется за счет разницы между ценой первичного размещения акций и их номинальной стоимостью (см. формулу 4.2).

$$C_{ad} = (P_m - P_n) \cdot Q_{ad}, \quad (4.2)$$

где  $P_m$  (*market price*) – рыночная цена акции;

$P_n$  (*nominal price*) – номинал акции;

$Q_{ad}$  (*additional quantity of common stocks*) – дополнительная эмиссия обыкновенных акций.

Накопленная нераспределенная прибыль – прибыль компании, остающаяся после уплаты налогов и выплаты дивидендов, используемая в целях реинвестирования на нужды ее развития. Этот источник используется, прежде всего, для приобретения оборудования и запасов. Т.е. **накопленная нераспределенная прибыль, отраженная в балансе, не представляет собой только наличные деньги**. Не является необычной ситуация, когда предприятие получает большую прибыль, но одновременно испытывает недостаток в денежных средствах.

Структуру собственного капитала компании можно определить по формуле 4.3.

$$E = C_{pr} + C_c + C_{ad} + I_r, \quad (4.3)$$

где  $C_{pr}$  (*preferred stocks*) – капитал, сформированный за счет выпуска привилегированных акций;

$C_c$  (*common stocks*) – капитал, сформированный за счет выпуска обыкновенных акций;

$I_r$  (*retained earnings*) – нераспределенная накопленная прибыль.

Согласно западным методикам составления финансовой отчетности, активы баланса представлены в порядке убывания их ликвидности, обязательства – в том порядке, в котором они подлежат оплате. В России наоборот (см. рисунок 4.6).

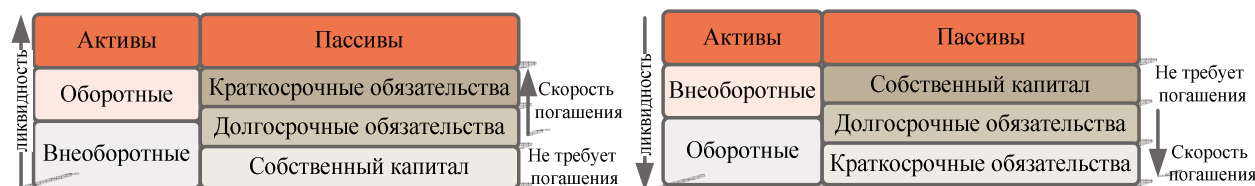


Рисунок 4.6 – Баланс по международным (слева) и отечественным стандартам

### 4.3 Отчет о финансовых результатах компании

**Отчет о финансовых результатах** – обязательная форма финансовой отчетности, содержащая сведения об операциях предприятия за отчетный период (например, за год).

Цель составления отчета – определение чистого результата деятельности с учетом источника, из которого он получен.

Виды деятельности предприятия (источники доходов):

- основная (операционная);
- инвестиционная;
- финансовая.

Подобное деление позволяет:

- ⚡ определить удельный вес доходов, полученных от разных видов деятельности;
- ⚡ отделить производственную себестоимость продукции от непроизводственных расходов (по управлению и реализации) и расходов по финансовой деятельности. Это позволяет выявить причины неэффективности предприятия.

Таблица 4.1 – Отчет о финансовых результатах компании (отечественный стандарт)

Показатель	за отчетный период	за аналогичный период прошлого года
Выручка от реализации		
Себестоимость		
<b>Валовая прибыль</b>		
Коммерческие расходы		
Управленческие расходы		
<b>Прибыль (убыток) от продаж</b>		
Проценты к получению		
Проценты к уплате		
Доходы от участия в др. организациях		
Прочие доходы		
Прочие расходы		
<b>Прибыль до налогообложения</b>		
Налог на прибыль		
<b>Чистая прибыль</b>		

В отличие от баланса, который показывает состав и стоимость имущества на

определенную дату, отчет о финансовых результатах дает представление об операциях компании за период времени, например, за год.

### **Вопросы для повторения:**

1. Опишите последовательность и виды деятельности при финансовом управлении компанией.
2. Что такое финансовая отчетность?
3. Кто является пользователями финансовой отчетности?
4. Опишите балансовый отчет предприятия и его структуру.
5. Опишите отчет о финансовых результатах компании.



**Тема 5 Основные методы финансового анализа. Экспресс-анализ компании**

- 5.1 Содержание и методы финансового анализа
- 5.2 Экспресс-анализ

**5.1 Содержание и методы финансового анализа**

**Финансовый анализ** – это изучение основных показателей финансового состояния и финансовых результатов деятельности организации с целью принятия заинтересованными лицами управленческих, инвестиционных и прочих решений.

Содержание финансового анализа предприятия отражает его структура, изображенная на рисунке 5.1.



Рисунок 5.1 – Содержание финансового анализа

Основными методами финансового анализа являются горизонтальный и вертикальный анализ.

**Вертикальный анализ** – представляет бухгалтерскую отчетность в виде относительных величин, характеризующих структуру обобщенных итоговых показателей. Обязательным элементом этого анализа служат динамические ряды этих величин. Это дает возможность определять и прогнозировать структурные сдвиги.

Пример выполненного вертикального анализа представлен в таблице 5.1. Вертикальный анализ позволяет определить удельные веса отдельных статей баланса, отчета о прибылях и убытках и других форм и при несоответствии их нормальному значению (с учетом ситуации, в которой находится предприятие, отраслевой принадлежности и т.д.) провести углубленный анализ и выявить источники проблем / резервы улучшения финансового состояния предприятия.

Например, по данным таблицы 5.1 видно, что наибольший удельный вес в общей структуре внеоборотных активов занимают основные средства (более половины всех внеоборотных активов).

Таблица 5.1 – Вертикальный анализ внеоборотных активов ОАО «АЛРОСА» за 2010-2012гг.

Показатель	2010		2011		2012	
	тыс. руб.	%	тыс. руб.	%	тыс. руб.	%
Нематериальные активы	29367	0,01	111433	0,04	116226	0,04
Результаты исследований и разработок	12841	0,01	31159	0,01	140745	0,05
Нематериальные поисковые активы	143	0	120735	0,05	635428	0,21
Материальные поисковые активы	142863	0,06	109774	0,04	308725	0,1
Основные средства	162551141	68,07	160693057	63,63	171317009	55,76
Доходные вложения в материальные ценности	795127	0,33	777506	0,31	761520	0,25
Финансовые вложения	75097178	31,45	87644288	34,7	132351275	43,08
Отложенные налоговые активы	61922	0,03	502612	0,2	1029558	0,34
Прочие внеоборотные активы	107738	0,05	2556090	1,01	583670	0,19
Итого по разделу I	238798320	100	252546654	100	307244156	100

Горизонтальный анализ позволяет выявить тенденции изменения отдельных статей или их групп, входящих в состав бухгалтерской отчетности. В основе этого анализа лежит исчисление темпов роста и прироста.

Темп роста рассчитывается по формуле

$$TP = \frac{П_t}{П_{t-1}} * 100\% \quad (5.1)$$

где  $П_t$  - значение показателя в отчетном (t-ом) периоде;

$П_{t-1}$  - значение показателя в предшествующем (t-1) периоде.

Абсолютное отклонение (изменение)

$$AO = П_t - П_{t-1} \quad (5.2)$$

Пример горизонтального анализа представлен в таблице 5.2.

Таблица 5.2 – Горизонтальный анализ капитала и резервов ОАО «АЛРОСА» за 2010-2012гг.

Показатель	Годы, тыс. руб.			АО, тыс. руб.		ТР,%	
	2010	2011	2012	2011-	2012-	2011/ 2010	2012/ 2011
				2010	2011		
Уставный капитал	3682483	3682483	3682483	0	0	100	100
Переоценка внеоборотных активов	10466431	8586976	8213636	-1879455	-373340	82,04	95,65
Добавочный капитал (без переоценки)	50039138	50038802	50038870	-336	68	100	100
Резервный капитал	736500	736500	736500	0	0	100	100
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	93556978	123161496	155746280	29604518	32584784	131,64	126,46
Итого по разделу III	158481530	186206257	218417769	27724727	32211512	117,49	117,3

Темп прироста рассчитывается по формуле

$$ТП = \frac{АО}{П_{t-1}} * 100\% \quad (5.3)$$

Результаты финансового анализа позволяют выявить проблемы в деятельности организации и выступают в качестве основы финансового планирования.

## 5.2 Экспресс-анализ

В зависимости от степени детализации анализ финансового состояния, как представлено на рисунке 5.2, подразделяется на детализированный углубленный анализ и экспресс-анализ.

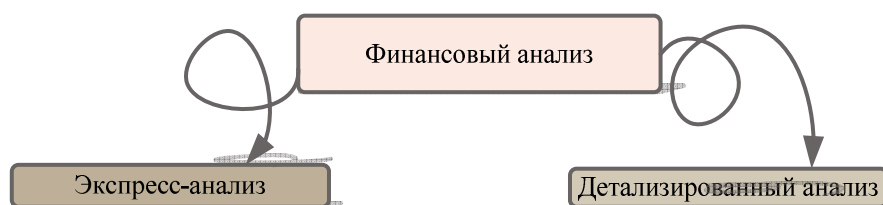


Рисунок 5.2 – Виды финансового анализа в зависимости от степени детализации

Важность экспресс-анализа обусловлена тем, что не всегда у пользователя (акционера, инвестора, кредитора) есть возможность или потребность, провести всесторонний, детальный, углубленный экономический анализ.

Часто возникает необходимость именно в оперативной, обзорной оценке финансового состояния. Поэтому в процессе управления текущей деятельностью предприятий большая роль отводится экспресс-анализу, позволяющему быстро и своевременно получить основную информацию, необходимую для оперативного управления.

Смысл экспресс-анализа заключается в отборе небольшого количества наиболее значимых и сравнительно несложных в исчислении показателей, сравнении фактических значений показателей с нормативами, а также в отслеживании показателей в динамике.

Источниками информации для экспресс-анализа являются: пояснительная записка к отчетности, унифицированные формы финансовой отчетности — бухгалтерский баланс, отчет о финансовых результатах, приложение к бухгалтерскому балансу.

Экспресс-анализ финансового состояния предприятия выполняется в три этапа:

- ☀️ подготовительный этап;
- ☀️ предварительный обзор финансовой отчетности;
- ☀️ экономическое чтение и анализ показателей отчетности.

Цель первого этапа — убедиться в том, что отчетность готова к чтению: проверяются правильность и ясность заполнения, валюта баланса и все промежуточные итоги, наличие всех необходимых реквизитов.

На втором этапе происходит ознакомление с пояснительной запиской к отчетности, оценка условий, в которых функционировало предприятие в отчетном периоде, а также

оценка тенденций основных показателей производственно-финансовой деятельности предприятия.

Третий этап является ключевым, главным в экспресс-анализе. На данном этапе выполняются расчет и оценка в динамике ряда показателей, которые используются в пространственно-временных сопоставлениях.

Показатели разделяются на две группы. В первую группу включены показатели финансово-хозяйственного потенциала предприятия, во вторую — показатели результатов его финансово-хозяйственной деятельности.

Результаты расчетов оформляются в виде соответствующих аналитических таблиц (см. таблицы 5.3 и 5.4 соответственно), на основе которых затем формулируются выводы и рекомендации по принятию решений.

Таблица 5.3 – Исходные данные для анализа финансово-хозяйственного потенциала предприятия в рамках экспресс-анализа

Направление	Показатель	Источник/алгоритм
Оценка имущественного положения	1.1. Хозяйственные средства, находящиеся в распоряжении предприятия, тыс. р.	Валюта баланса
	1.2. Стоимость основных средств, тыс. р.	Баланс предприятия, пояснительная записка
	1.3. Коэффициент износа основных средств	Пояснительная записка, либо амортизация/первоначальная стоимость основных средств
Оценка финансового положения	2.1. Собственные оборотные средства предприятия, тыс. р.	итого по разделу 2 – итого по разделу 5
	2.2. Привлеченные в оборот средства, тыс. р.	краткосрочные кредиты и займы + кредиторская задолженность
	2.3. Общий коэффициент покрытия (норматив $\geq 1,5$ )	итого по разделу 2 /итого по разделу 5
	2.4. Коэффициент соотношения привлеченных и собственных средств (норматив $\leq 1,0$ )	привлеченные / собственные
	2.5. Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами (норматив $\geq 0,2$ )	собственные оборотные средства / итого по разделу 2

Значения всех показателей рассчитываются по состоянию на начало или конец отчетного периода (года). Для получения в достаточной степени объективных результатов целесообразно анализировать финансовые показатели не менее чем за три отчетных периода (года).

Полученные значения показателей сопоставляются с нормативными значениями. Если в результате расчетов показатель 2.1 имеет отрицательное значение, а значения показателей 2.3, 2.4, 2.5 не соответствуют нормативным значениям, то предприятие можно отнести к разряду финансово неустойчивых и неплатежеспособных субъектов хозяйствования.

Положительная динамика показателей 1.1, 1.2, 2.1 и одновременно снижение в динамике показателя 1.3 свидетельствуют о некотором улучшении имущественного и финансового положения предприятия.

Очень благоприятно увеличение в динамике показателя 2.5, что является одной из характеристик укрепления финансовой устойчивости данного предприятия. В целом наличие собственных оборотных средств предприятия и их прирост говорят об улучшении его финансового состояния.

Таблица 5.4 – Исходные данные для анализа результатов финансово-хозяйственной деятельности предприятия в рамках экспресс-анализа

Направление	Показатель	Источник/алгоритм
Анализ прибыльности	1.1. Прибыль до налогообложения, тыс. р.	Отчет о финансовых результатах
	1.2. Рентабельность продаж, %	Прибыль от продаж / выручка
Анализ динамичности	2.1. Темп роста выручки от продажи, %	Отчет о финансовых результатах
	2.2. Темп роста прибыли до налогообложения, %	Отчет о финансовых результатах
Анализ эффективности использования экономического потенциала	3.1. Рентабельность активов, %	Чистая прибыль / валюта баланса
	3.2. Рентабельность собственного капитала, %	Чистая прибыль / итог раздела 3 баланса
	3.3. Показатель оборачиваемости производственных запасов	Выручка / Запасы

С помощью экспресс-анализа можно получить общее представление о качественных и количественных изменениях в финансовой политике предприятия. Данный вид анализа позволяет также оценить масштабы экономического потенциала. Предложенный набор коэффициентов может быть расширен по усмотрению того, кто проводит анализ. Это зависит от глубины и задач финансового анализа.

Минимальные затраты времени на проведение экспресс-анализа позволяют проводить его регулярно, обеспечивают получение необходимого объема информации о состоянии и результатах деятельности организации, что, в свою очередь, позволяет принимать более обоснованные управленческие решения.

#### **Вопросы для повторения:**

1. Что такое финансовый анализ? По каким основным направлениям он проводится?
2. Что такое вертикальный и горизонтальный анализ?
3. Опишите экспресс-анализ.
4. Опишите анализ финансово-хозяйственного потенциала, проводимый в рамках экспресс-анализа.
5. Опишите анализ результатов финансово-хозяйственной деятельности предприятия, проводимый в рамках экспресс-анализа.

**Тема 6 Анализ имущественного состояния, ликвидности и платежеспособности компании**

- 6.1 Анализ имущественного состояния
- 6.2 Анализ ликвидности и платежеспособности предприятия

**6.1 Анализ имущественного состояния**

Этапы анализа имущественного состояния предприятия:

**Первый этап – составление аналитического баланса.** Аналитический баланс позволяет проводить и систематизировать аналитические расчеты, осуществляемые для оценки финансового состояния предприятия и его изменений за анализируемый период. Структура аналитического баланса представлена в таблице 6.1.

Таблица 6.1 – Аналитический баланс предприятия

Наименование статей / разделов баланса
<b>АКТИВ</b>
1. Имобилизованные средства (Внеоборотные активы)
2. Мобильные средства (оборотные активы)
2.1 Материальные оборотные средства (Запасы)
2.2 Денежные средства, расчеты и пр. оборотные активы (оборотные за минусом запасов)
2.3 Прочие оборотные активы
<b>БАЛАНС</b>
<b>ПАССИВ</b>
1. Собственные средства
2. Заемные средства
2.1 Долгосрочные кредиты и займы
2.2 Краткосрочные кредиты и займы
2.3 Кредиторская задолженность
2.4 Прочие краткосрочные пассивы
<b>БАЛАНС</b>

**Второй этап – оценка структуры и динамики баланса.** Оценка структуры и динамики баланса проводится при помощи методов вертикального и горизонтального анализа.

**Третий этап – оценка актива баланса и основных средств производства.** Анализ имущественного положения предприятия предполагает расчет показателей, представленных в таблице 6.2.

Таблица 6.2 – Основные показатели имущественного положения предприятия

Наименование показателя	Формулы
Доля основных средств в активах, %	$\frac{\text{Осн. ср} - \text{ва}}{\text{Активы}} * 100\%$
Доля активной части основных средств в их общей сумме, %	$\frac{\text{Акт. часть осн. ср} - \text{в}}{\text{Осн. ср} - \text{ва}} * 100\%$
Коэффициент износа основных средств	$\frac{\text{Накоп. износ}}{\text{Перв. ст} - \text{ть осн. ср} - \text{в}}$
Коэффициент износа активной части основных средств	$\frac{\text{Накоп. износ акт. части осн. ср} - \text{в}}{\text{Перв. ст} - \text{ть акт. части осн. ср} - \text{в}}$
Коэффициент обновления	$\frac{\text{ст} - \text{ть введ. в экпл. осн. ср} - \text{в}}{\text{баланс. ст} - \text{ть осн. ср} - \text{в}}$

### 6.2 Анализ ликвидности и платежеспособности предприятия

**Платежеспособность** предприятия – способность предприятия своевременно погашать свои платежные обязательства денежными ресурсами.

Пользователи информации о платежеспособности предприятия:

- ☀ Само предприятие (оценка и прогнозирование финансовой деятельности);
- ☀ Внешние пользователи (кредиторы, инвесторы и др. Цель – определить сможет ли предприятие вовремя возвращать предоставленные ему денежные средства).

Внешние пользователи определяют платежеспособность предприятия на основе анализа ликвидности баланса.

**Ликвидность баланса** – возможность организации обратить активы в наличные средства и погасить свои платежные обязательства; степень покрытия обязательств предприятия его активами, срок превращения которых в денежные средства соответствует сроку погашения платежных обязательств.

**Ликвидность предприятия** – шире, чем ликвидность баланса, т.к. для погашения долгов предприятие может привлечь средства со стороны.



Рисунок 6.1 – Группировка активов по ликвидности и пассивов по срочности погашения

Пример группировки активов и пассивов представлен в таблице 6.3.

Таблица 6.3 – Группировка активов по ликвидности и пассивов по срочности погашения ОАО «АЛРОСА» за 2010-2012 гг., млрд. руб.

Актив	2010	2011	2012	Пассив	2010	2011	2012	платежный излишек (+), недостаток (-)		
								2010	2011	2012
A1	3	13	15	П1	10	14	16	- 7	- 1	- 1
A2	9	8	9	П2	9	19	13	0	- 11	- 4
A3	29	34	41	П3	102	88	125	- 73	- 54	- 84
A4	239	253	307	П4	159	186	218	80	67	89
Баланс	280	308	372	Баланс	280	307	372	-	-	-

После группировки активов и пассивов рассчитываются показатели текущей и перспективной ликвидности.

$$\text{Текущая ликвидность} = (A1 + A2) - (П1 + П2)$$

$$\text{Перспективная ликвидность} = A3 - П3$$

Формулы для расчета относительных показателей ликвидности представлены в таблице 6.4.

Таблица 6.4 – Финансовые коэффициенты, характеризующие ликвидность и платежеспособность

Название	Формула	Значение	Комментарий
Общий показатель ликвидности	$L1 = (A1 + 0,5A2 + 0,3A3) / (П1 + 0,5П2 + 0,3П3)$	$\geq 1$	дает общее представление о ликвидности баланса
Коэффициент абсолютной ликвидности	$L2 = A1 / (П1 + П2)$	$> 0,2 - 0,7$	показывает, какую часть краткосрочной задолженности организация может погасить в ближайшее время за счет денежных средств
Коэффициент быстрой (критич.) ликвидности	$L3 = (A1 + A2) / (П1 + П2)$	допуст. 0,7-0,8 желат. $\geq 1,5$	Показывает, какая часть краткосрочных обязательств организации может быть немедленно погашена за счет средств на различных счетах, в краткосрочных ценных бумагах, а также поступлений по расчетам



Продолжение таблицы 6.4

Коэффициент текущей ликвидности	$L4=(A1+A2+A3)/(П1+П2)$	$\geq 2$ минимум 1	показывает, какую часть текущих обязательств по кредитам и расчетам можно погасить, мобилизовав все оборотные средства
Коэффициент обеспеченности собственными средствами	$L5=(П4-A4)/(A1+A2+A3)$	$\geq 0,1$	характеризует наличие собственных оборотных средств у организации, необходимых для ее финансовой устойчивости
Коэффициент маневренности капитала	$L6=A3/[(A1+A2+A3)-(П1+П2)]$	уменьшение в динамике	показывает, какая часть функционирующего капитала обездвижена в производственных запасах и долгосрочной дебиторской задолженности
Коэффициент восстановления платежеспособности	$L7=[L4к+0,5*(L4к-L4н)]/2$ L4 на начало и на конец	$> 1$	рассчитывается в случае, если хотя бы один из коэффициентов L4 или L5 принимает значение меньше критического
Коэффициент утраты платежеспособности	$L8=[L4к+0,25*(L4к-L4н)]/2$	$> 1$	рассчитывается в случае, если оба коэффициента L4 и L5 принимают значение меньше критического

**Вопросы для повторения:**

1. Опишите основные этапы анализа имущественного состояния предприятия.
2. Что относится к основным показателям имущественного положения предприятия?
3. Что такое ликвидность и платежеспособность предприятия?
4. Как осуществить анализ ликвидности предприятия?
5. Опишите финансовые коэффициенты, характеризующие ликвидность и платежеспособность.

**Тема 7 Анализ денежных потоков и финансовой устойчивости предприятия**

- 7.1 Анализ денежных потоков
- 7.2 Анализ финансовой устойчивости

**7.1 Анализ денежных потоков**

Анализ денежных потоков проводится при помощи показателей, представленных в таблице 7.1.

Таблица 7.1 – Показатели анализа денежных потоков организации

Показатель	Формула	Комментарий
Показатель качества прибыли $K_{соот.}$ Отношение чистого денежного потока по всем видам деятельности к чистой прибыли	$K_{соот.} = \frac{CF_{оп} - CF_{оо}}{P_ч} = \frac{NCF}{P_ч}$	Если чистый денежный поток отрицательный, а прибыль не подтверждена реальными денежными потоками, создается угроза банкротства (особенно, если ситуация повторяется несколько лет подряд)
Коэффициент достаточности денежных поступлений для формирования оборотного капитала $K_{дост1}$	$K_{дост1} = \frac{CF_{птд}}{КО}$	Отрицательный приток денежных средств по текущей деятельности при наличии прибыли говорит о финансовых затруднениях, требует дополнительных финансовых вливаний
Коэффициент достаточности чистого денежного потока для покрытия краткосрочных обязательств $K_{дост2}$	$K_{дост2} = \frac{CF_{оп} - CF_{оо}}{КО} = \frac{NCF}{КО}$	Если чистый денежный поток меньше нуля, организация не имеет наличности для покрытия краткосрочных обязательств, что может привести к банкротству
Коэффициент общей платежеспособности $K_{об.пл.}$	$K_{об.пл.} = \frac{ДС_{н.г.} + CF_{оп}}{CF_{оо}}$	Показывает по сколько раз приток превышает отток. Превышение – позитивная тенденция
Коэффициент оборачиваемости денежных средств $K_{об.}$	$K_{об.} = \frac{N_{продаж}}{ДС}$	Показывает число оборотов денежных средств в анализируемом периоде
Коэффициент эффективности денежных потоков $K_{эф.}$	$K_{эф.} = \frac{NCF}{CF_{оо}}$	Если чистый денежный поток меньше нуля, организация не имеет денежных средств для погашения обязательств

Источники: формы бухгалтерской отчетности №1, №2, №3.

Обозначения, используемые в таблице:

- CF<sub>оо</sub> – общий отток денежных средств;
- CF<sub>оп</sub> – общий приток денежных средств;
- NCF – чистый денежный поток;
- Р<sub>ч</sub> – чистая прибыль;
- CF<sub>птд</sub> – приток денежных средств по текущей деятельности;
- КО – краткосрочные обязательства;
- ДС<sub>н.г.</sub> – денежные средства на начало года;
- Н<sub>продаж</sub> – выручка;
- ДС – среднегодовая величина денежных средств организации по балансу.

## 7.2 Анализ финансовой устойчивости предприятия

Финансовая устойчивость предприятия – такое состояние его денежных ресурсов, которое обеспечивает развитие преимущественно за счет собственных средств при сохранении платежеспособности и кредитоспособности при минимальном уровне риска.

Показатель финансовой устойчивости – излишек или недостаток источников средств для формирования запасов и затрат.

Запасы и затраты (ЗЗ) = запасы + текущие обязательства + НДС по приобретенным ценностям

Источники формирования запасов и затрат:

- 1) собственные оборотные средства (капитал) (СОС)  
 $СОС = \text{Собственный капитал (СК)} - \text{внеоборотные активы (ВА)}$
- 2) функционирующий капитал (КФ)  
 $КФ = \text{СК} + \text{долгосрочные обязательства (ДО)} - \text{ВА}$
- 3) общая величина основных источников формирования запасов и затрат (ОИФ)  
 $ОИФ = \text{СК} + \text{ДО} + \text{ККЗ (крат. кредиты и займы)} - \text{ВА}$

Таблица 7.2 – Источники формирования запасов и затрат ОАО «АЛРОСА» в 2010-2012гг., тыс. руб.

Показатель	Формула	2010	2011	2012
Собственные оборотные средства (СОС)	Собственный капитал (СК) – внеоборотные активы (ВА)	- 80 316 790	- 66 340 397	- 88 826 387
Функционирующий капитал (КФ)	СК + долгосрочные обязательства (ДО) – ВА	21 629 961	21 308 929	36 136 068
Общая величина основных источников формирования запасов и затрат (ОИФ)	СК + ДО + ККЗ (крат. кредиты и займы) – ВА	30 685 189	39 937 894	49 118 464

Показатели обеспеченности запасов и затрат источниками формирования:

1. Излишек (+) или недостаток (-) собственных оборотных средств  

$$\pm \Phi^{с1} = СОС - ЗЗ$$
2. Излишек (+) или недостаток (-) собственных и долгосрочных заемных источников формирования запасов и затрат

$$\pm\Phi^{C2} = K\Phi - 33$$

3. Излишек (+) или недостаток (-) общей величины основных источников формирования запасов и затрат

$$\pm\Phi^{C3} = OИФ - 33$$

Трехкомпонентный показатель типа финансовой устойчивости:

$$S(\Phi) = \begin{cases} 1, & \text{если } \Phi > 0 \\ 0, & \text{если } \Phi < 0 \end{cases}$$

Типы финансовой устойчивости:

Абсолютная устойчивость S(1,1,1) – высокая платежеспособность, предприятие не зависит от кредиторов.

Нормальная устойчивость S (0,1,1) – нормальная платежеспособность, нормативное использование заемных средств.

Неустойчивое финансовое состояние S(0,0,1) – нарушение платежеспособности, необходимо привлечение дополнительных источников.

Кризисное финансовое состояние S(0,0,0) – неплатежеспособность предприятия.

Таблица 7.3 – Относительные показатели соотношения запасов и источников финансирования, позволяющие определить тип финансовой устойчивости

Формула	Значение	Тип финансовой устойчивости
$(COC + KK3)/33$	$>1$	Абсолютная финансовая устойчивость
$(COC + KK3)/33$	$= 1$	Нормальная финансовая устойчивость
$(COC+KK3+K3+PKП)/33$	$= 1$	Неустойчивое финансовое состояние
$(COC+KK3+K3+PKП)/33$	$< 1$	Кризисное финансовое состояние

*КЗ – кредиторская задолженность*

*ПКП – прочие краткосрочные пассивы*

Коэффициенты финансовой устойчивости представлены в таблице 7.4.

Коэффициент автономии – показывает то, что организация не зависит от внешних источников финансирования. Чем выше данный коэффициент, тем более финансово устойчива организация. Она достаточно привлекательна и для кредиторов, так как значительный удельный вес собственного капитала служит гарантией возврата заемных средств.

Коэффициент финансовой зависимости – показатель обратный коэффициенту автономии. Его рост свыше 60% свидетельствует о том, что большая часть средств не принадлежит организации и при неблагоприятных условиях может повлиять на платежеспособность и привести к банкротству.

Коэффициент обеспеченности собственными средствами оборотных активов – показывает степень покрытия оборотных активов за счет собственных оборотных средств.

Коэффициент маневренности собственного капитала – показывает, какая часть собственного капитала используется для финансирования текущей деятельности организации. Высокое значение ( $> 0,5$ ) свидетельствует о высокой финансовой независимости, устойчивом финансовом состоянии организации.

Таблица 7.4 – Коэффициенты финансовой устойчивости

Показатель	Оптимальное значение	Формула расчета
Коэффициент автономии (финансовой независимости)	$\geq 0,5$	$K_{авт} = \frac{СК}{ВБ}$
Коэффициент финансовой устойчивости	$\geq 0,7$	$K_{ф.у.} = \frac{СК + ДО}{ВБ}$
Коэффициент финансовой зависимости	$\leq 0,5$	$K_{ф.зав.} = \frac{ЗК}{А}$
Коэффициент финансирования	$> 1$	$K_{фин} = \frac{СК}{ЗК}$
Финансовый леверидж (рычаг)	$< 0,7$	$K_{лев} = \frac{ЗК}{СК}$
Коэффициент маневренности собственного капитала	$\geq 0,2-0,5$	$K_{ман} = \frac{СК - ВА}{СК}$
Коэффициент обеспеченности оборотных активов собственными средствами	$\geq 0,1$	$K_{об.о.ак.соб.ср.} = \frac{СК - ВА}{ОА}$
Коэффициент обеспеченности материальных запасов собственными средствами	$\geq 0,6$	$K_{об.мат.зап.соб.ср} = \frac{СК - ВА}{З}$
Коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств	Рост коэффициентов	$K_{пр} = \frac{ДО}{СК + ДО}$
Коэффициент соотношения мобильных и иммобилизованных средств	– положительная тенденция	$K_{соот} = \frac{ОА}{ВА}$
Индекс постоянного актива	$< 1$	$J_{п.а.} = \frac{ВА}{СК}$

Коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств – показывает, какая часть деятельности организации финансируется наряду с собственными средствами за счет долгосрочных заемных средств для обновления и расширения производства.

Коэффициент соотношения мобильных и иммобилизованных средств – отражает величину оборотных активов на 1 рубль внеоборотных активов. Чем выше значение этого коэффициента, тем больше средств организация вкладывает в оборотные активы, которые относятся к наиболее мобильной части имущества.

Основные составляющие финансовой устойчивости показаны на рисунке 7.1.



Рисунок 7.1 – Составляющие финансовой устойчивости предприятия

**Вопросы для повторения:**

1. Охарактеризуйте показатели, используемые для анализа денежных потоков предприятия.
2. Что такое финансовая устойчивость предприятия?
3. Перечислите типы финансовой устойчивости предприятия.
4. Опишите коэффициенты финансовой устойчивости предприятия.

## Тема 8 Анализ финансовых результатов предприятия

8.1 Структурно-динамический анализ

8.2 Факторный анализ прибыли от продаж

8.3 Качественный анализ прибыли, показатели рентабельности

### 8.1 Структурно-динамический анализ (СДА)

Помимо чисто вертикального и горизонтального анализа данных отчета о финансовых результатах выполняют и СДА.

Цель СДА – дать оценку относительно того может ли организация генерировать доход. Источник – отчет о финансовых результатах (далее отчет).

Варианты СДА прибыли:

- ☀ Исчисление удельного веса элементов отчета в процентах к выручке;
- ☀ Исчисление удельного веса элементов отчета в процентах к прибыли до налогообложения;
- ☀ Исчисление удельного веса элементов отчета в процентах к общей сумме доходов и общей сумме расходов.

Первый вариант. СДА позволяет:

- ☀ Удельные показатели показывают структуру распределения выручки и позволяют увидеть, какие ее доли использовались на покрытие определенных групп расходов и формирование прибыли;
- ☀ Динамика распределения выручки одновременно дает возможность определения среднего уровня доходности реализованных товаров (работ, услуг) – уровня валовой прибыли и рентабельности производственно-сбытовой деятельности (рентабельности продаж);
- ☀ Появляется возможность определения «проблемных зон», препятствующих росту конечного финансового результата от основных видов деятельности, в частности чрезмерного (в плане финансовых последствий) повышения уровня коммерческих и управленческих расходов и/или неблагоприятной рыночной конъюнктуры, а также опережающего роста себестоимости реализованной продукции товаров (работ, услуг) по сравнению с выручкой.

Таблица 8.1 – Структурно-динамический анализ прибыли ОАО «АЛРОСА» за 2010-2012 гг. (в процентах к выручке)

Показатель	2010		2011		2012		Изменение	
	тыс. руб.	%	тыс. руб.	%	тыс. руб.	%	2011-2010	2012-2011
Выручка	96 820 391	100,00	117 783 576	100,00	129 477 947	100,00	-	-
Себестоимость	50 099 091	51,74	48 031 506	40,78	57 911 020	44,73	-10,96	3,95
Валовая прибыль	46 721 300	48,26	69 752 070	59,22	71 566 927	55,27	10,96	-3,95
Коммерческие расходы	4 266 433	4,41	5 324 046	4,52	6 240 175	4,82	0,11	0,30
Управленческие расходы	8 548 619	8,83	10 397 790	8,83	13 474 453	10,41	0,00	1,58
Прибыль от продаж	33 906 248	35,02	54 030 234	45,87	51 852 299	40,05	10,85	-5,82

Доля прибыли от продаж в выручке характеризует рентабельность продаж.

Сокращение удельного веса прибыли от продаж и рентабельности продаж – негативная тенденция. Она допустима только в случаях обоснованного завышения управленческих и коммерческих расходов, например, связанного с реализацией стратегии. Однако в последующем рост управленческих расходов должен покрываться ростом выручки.

Второй вариант СДА – определение удельного веса финансового результата каждой самостоятельной в экономическом смысле группы операций в прибыли до налогообложения, которая является алгебраической суммой прибыли и убытков от всех видов операций за период.

Преимущество данного варианта – возможность оценить влияние на конечный финансовый результат операций, не относящихся к основным видам деятельности.

Целесообразно проводить при положительных значениях сальдо по всем видам деятельности. При наличии убытков делать в % к прибыли от продаж.

Сокращение доли прибыли от продаж расценивается отрицательно. Динамика ее удельного веса отражает, в определенной мере, изменение рыночной доли компании и конкурентоспособность ее продукции.

Третий вариант СДА – сопоставление изменения структуры общей суммы доходов, полученных от всех видов операций, со структурой соответствующих им расходов.

Таблица 8.2 – Анализ динамики структуры доходов и расходов ОАО «АЛРОСА» за 2010-2012, в %

Показатель	2010		2011		2012		Изменение	
	тыс. руб.	%	тыс. руб.	%	тыс. руб.	%	2011-2010	2012-2011
Выручка	96820391	90,64	117783576	88,47	129477947	82,06	-2,17	-6,41
Проценты к получению	262672	0,25	534450	0,4	930401	0,59	0,15	0,19
Доходы от участия в др. организациях	2157226	2,02	5568444	4,18	6719993	4,26	2,16	0,08
Прочие доходы	7574202	7,09	9252682	6,95	20665034	13,1	-0,14	6,15
Всего доходов	106814491	100	133139152	100	157793375	100	0	0
Себестоимость	50099091	52,64	48031506	49,22	57911020	52,82	-3,42	3,6
Коммерческие расходы	4266433	4,48	5324046	5,46	6240175	5,69	0,98	0,23
Управленческие расходы	8548619	8,98	10397790	10,66	13474453	12,29	1,68	1,63
Проценты к уплате	8732219	9,17	7107875	7,28	8030689	7,32	-1,89	0,04
Прочие расходы	23535700	24,73	26715720	27,38	23988803	21,88	2,65	-5,5
Всего расходов	95182062	100	97576937	100	109645140	100	0	0
Общий финансовый результат	11632429	100	35562215	100	48148235	100	0	0
Сальдо отложенных налоговых активов и обязательств	-898401	-7,72	2061935	5,8	-686015	-1,42	13,52	-7,22
Текущий налог на прибыль	-3190542	-27,43	-8105149	-22,79	-7804871	-16,21	4,64	6,58
Чистая прибыль	7543486	64,85	29519001	83,01	39657349	82,37	18,16	-0,64



### Преимущество метода:

- ☀ возможность применения для любых соотношений различных групп финансовых результатов;
- ☀ по каждой из однородных по экономическому содержанию групп хорошо видна структура доходов и расходов.

Факторы, влияющие на прибыль от продаж:

- ☀ объем продаж;
- ☀ структура продаж (соотношение долей высокоприбыльной и низкоприбыльной продукции);
- ☀ изменение цен на реализуемую продукцию;
- ☀ затраты, включаемые в себестоимость.

## 8.2 Факторный анализ прибыли от продаж

**Факторный анализ прибыли от продаж** – расчет, в процессе которого натуральный объем продаж отчетного года пересчитывается в ценах и затратах предыдущего, что позволяет выявить их влияние на изменение прибыли от продаж.

Порядок выполнения факторного анализа прибыли от продаж:

1. Рассчитываются затраты и прибыль базисного года на единицу объема продаж;
2. Определяется величина выручки, затрат и прибыли, перемножением их значения на единицу на объем продаж отчетного периода;
3. Рассчитывается изменение прибыли от продаж в отчетном периоде по сравнению с базовым ДП;
4. Рассчитывается прирост объема продаж

$$\Delta(\%)V_{\text{пр}} = \frac{V_{\text{пр}}^{1,0}}{V_{\text{пр}}^0} - 1,$$

где  $V$  – выручка;

верхний индекс 1,0 – означает значение показателя по базису пересчитанное на фактический объем продаж (4-й столбец);

индекс 1 – значение показателя в отчетном период;

индекс 0 – значение показателя в нулевом периоде.

5. Определяется влияние на прибыль объема продаж

$$\Delta V = \Pi_{\text{пр}}^0 * \Delta(\%)V_{\text{пр}},$$

6. Далее рассчитывается влияние всех факторов по следующим формулам  
- влияние цен на прибыль

$$\Delta P = B^1 - B^{1,0}$$

- влияние себестоимости

$$\Delta C = C^1 - C^{1,0}$$

- влияние коммерческих расходов

$$\Delta КР = КР^{1,0} - КР^1$$

- влияние управленческих расходов

$$\Delta УР = УР^{1,0} - УР^1$$

- влияние структуры продаж

$$\Delta СП = \Delta П - \Delta V - \Delta Р - \Delta С - \Delta КР - \Delta УР$$

7. Рассчитывается совокупное влияние всех факторов

### 8.3 Качественный анализ прибыли, показатели рентабельности

Определение качественного уровня достижения определенных финансовых результатов, таких как:

- ✚ маржинальный доход (МД), обеспечивающий покрытие постоянных затрат и получение прибыли;

- ✚ точка критического объема продаж (К) – порог рентабельности, характеризующий объем продукции, работ, услуг, реализация которых обеспечивает покрытие всех затрат;

- ✚ запас финансовой прочности (ЗФП) отражает объем реализации, до которого организация может снижать количество продаж, не нанося вреда финансовому состоянию.

Расчет показателей производится следующим образом:

$$МД = В - С$$

$$К = \frac{КР + УР}{МД/В}$$

$$ЗФП = В - К$$

Таблица 8.3 – Показатели оценки качественного уровня достижения финансовых результатов ОАО «АЛРОСА» за 2010-2012 гг.

Показатель	2010	2011	2012	Изменение	
				2011-2010	2012-2011
Выручка	96820391	117783576	129477947	20963185	11694371
Себестоимость	50099091	48031506	57911020	-2067585	9879514
Маржинальный доход	46721300	69752070	71566927	23030770	1814857
Доля маржинального дохода в выручке, %	48,26	59,22	55,27	10,96	-3,95
Коммерческие расходы	4266433	5324046	6240175	1057613	916129
Управленческие расходы	8548619	10397790	13474453	1849171	3076663
Критическая точка объема продаж	26554189,81	26548186,42	35669672,52	-6003,38	9121486,09
Запас финансовой прочности	70266201,19	91235389,58	93808274,48	20969188,38	2572884,90
Запас финансовой прочности к выручке, %	72,57	77,46	72,45	4,89	-5,01
Прибыль от продаж	33906248	54030234	51852299	20123986	-2177935

Рентабельность – относительная характеристика эффективности деятельности организации. Позволяет оценить эффективность деятельности организации, как в целом, так и по отдельным направлениям (финансовой, инвестиционной, предпринимательской деятельности и т.д.).



Рисунок 8.2 – Показатели рентабельности, объединенные в группы

Таблица 8.4 – Формулы для расчета рентабельности

Показатель	Формула
Рентабельность активов (общая)	$\frac{НП}{А} * 100$
Рентабельность активов (экономическая)	$\frac{ЧП}{А} * 100$
Рентабельность внеоборотных активов	$\frac{НП}{ВА} * 100$
Рентабельность оборотных активов	$\frac{НП}{ОА} * 100$
Рентабельность производственных фондов	$\frac{НП}{(ОС + З)} * 100$
Рентабельность собственного капитала	$\frac{НП}{СК} * 100$
Рентабельность собственного капитала (финансовая)	$\frac{ЧП}{СК} * 100$
Рентабельность заемного капитала	$\frac{НП}{ЗК} * 100$
Рентабельность продаж	$\frac{П_{пр}}{В} * 100$
Рентабельность затрат на производство и реализацию продукции	$\frac{П_{пр}}{С} * 100$

Рентабельность можно считать по чистой прибыли и по прибыли до налогообложения.

Таблица 8.5 – Показатели рентабельности ОАО «АЛРОСА» за 2010-2012 гг.

Показатель	2010	2011	2012	Изменение 2012-2011
Активы	279667602	306795381	372110047	65314666
Собственный капитал	158481530	186206257	218417769	32211512
Заемный капитал	121186072	120589124	153692278	33103154
Внеоборотные активы	238798320	252546654	307244156	54697502
Оборотные активы	40869282	54248727	64865891	10617164
Налогооблагаемая прибыль	11632429	35562215	48148235	12586020
Чистая прибыль	7543486	29519001	39657349	10138348
Рентабельность активов (капитала)		10,07	11,68	1,61
Рентабельность собственного капитала		17,13	19,6	2,47
Рентабельность заемного капитала		24,42	28,92	4,5
Рентабельность внеоборотных активов		14,48	17,2	2,72
Рентабельность оборотных активов		74,77	80,84	6,07

**Вопросы для повторения:**

1. Опишите методику проведения структурно-динамического анализа прибыли.
2. Опишите методику проведения факторного анализа прибыли от продаж.
3. Опишите показатели качественного уровня достижения прибыли.
4. Опишите показатели рентабельности.

## Тема 9 Деловая активность организации

- 9.1 Понятие и сущность деловой активности организации
- 9.2 Показатели деловой активности организации
- 9.3 Относительные показатели деловой активности организации
- 9.4 Улучшение финансового состояния предприятия

### 9.1 Понятие и сущность деловой активности организации

Деловая активность – характеристика преимуществ организации, ее способности к развитию, эффективности и достижению целей собственников и т.д.

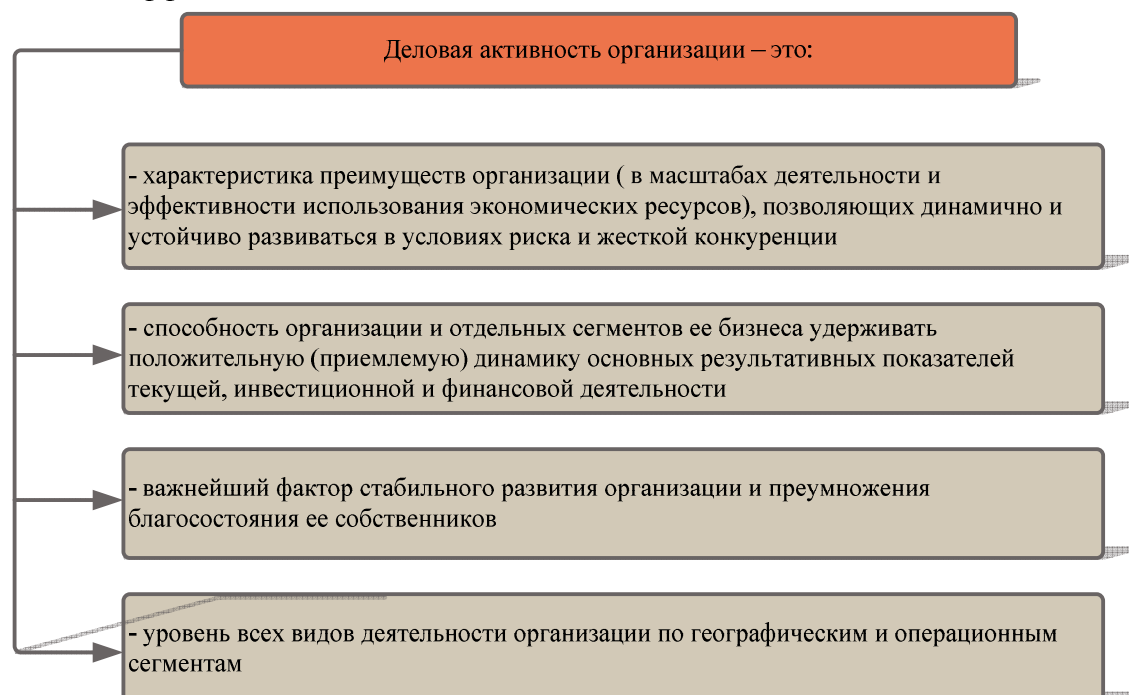


Рисунок 9.1 – Комплексное определение деловой активности организации

### 9.2 Показатели деловой активности организации

Показатели деловой активности, как показано на рисунке 9.2, можно разделить на прямые и косвенные.

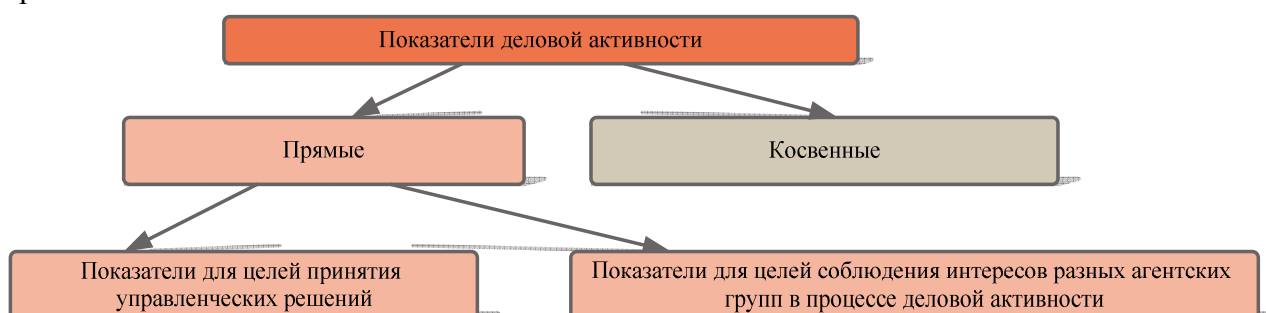


Рисунок 9.2 – Группы показателей деловой активности

Прямые показатели однозначно отражают уровень и динамику деловой активности коммерческой организации.

Косвенные показатели влияют на деловую активность лишь при определенных условиях (например, объем потребляемой электроэнергии).

Прямые показатели, в свою очередь, делятся на две большие группы. Первая группа – показатели, анализ и оценка которых способствуют принятию управленческих решений в отношении исследуемых организаций, вторая – показатели, позволяющие выявить, в чьих интересах организация проявляет деловую активность.

Показатели, относящиеся к первой группе, представлены на рисунке 9.3.

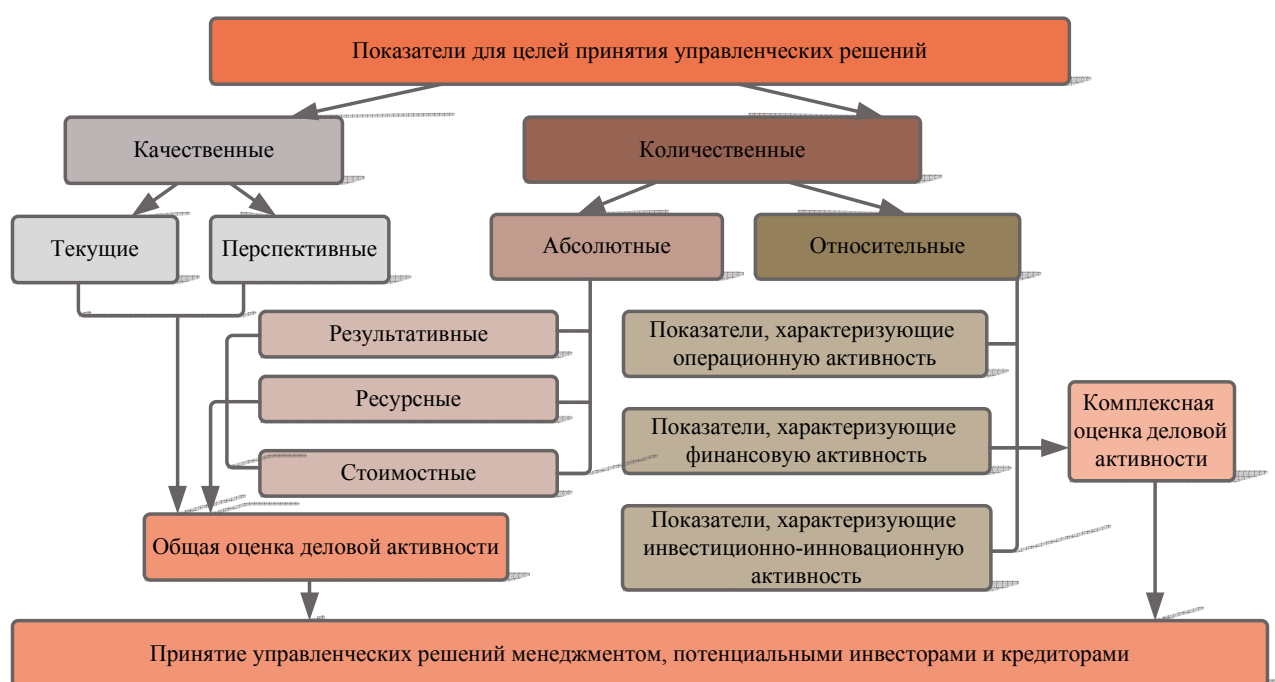


Рисунок 9.3 – Система показателей для целей принятия управленческих решений

По второй группе в основном рассчитывают показатели состава и структуры добавленной стоимости.

Качественные показатели представлены в таблице 9.1.

Таблица 9.1 – Качественные показатели деловой активности коммерческой организации

Текущие показатели	Перспективные показатели
<ul style="list-style-type: none"> <li>☀ Наличие стабильных покупателей и поставщиков</li> <li>☀ Широта рынков сбыта продукции</li> <li>☀ Конкурентоспособность продукции</li> <li>☀ Деловая репутация</li> <li>☀ Влияние на ценообразование в отрасли и др.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>☀ Приобретение нового высокотехнологичного оборудования</li> <li>☀ Модернизация технологии производства</li> <li>☀ Привлечение высококвалифицированного персонала</li> <li>☀ Участие в государственных программах и получение выгодных заказов</li> <li>☀ Активные маркетинговые исследования и др.</li> </ul>

Результативные показатели отражают характер деловой активности с точки зрения

полученных производственных и финансовых результатов. Ресурсные – характеризуют величину инвестированного капитала.

Таблица 9.2 – Результативные и ресурсные показатели деловой активности

Группы показателей	Показатели	Комментарий
Результативные	Стоимость валовой продукции, выручка от продаж, валовая прибыль, прибыль от продаж, прибыль до налогообложения, чистая прибыль	Отражают способность организации выполнять производственную программу, генерировать доходы в процессе хозяйственной деятельности
Ресурсные	Величина совокупных активов, внеоборотных активов, основных средств, оборотных активов, запасов, сырья и материалов, незавершенного производства и др.	Позволяют судить о масштабах хозяйственной деятельности. Нарращивание капитала свидетельствует об увеличении деловой активности. Прирост основных средств свидетельствует об инвестиционной направленности деятельности, а запасов и незавершенного производства – о проявлении текущей (операционной) деловой активности

### 9.3 Относительные показатели деловой активности организации

Анализируя относительные показатели деловой активности целесообразно использовать три группы относительных показателей:

- ☀ структурные;
- ☀ динамические;
- ☀ денежно-потоковые.

#### 1. По текущей деятельности:

##### 1.1 Структурные

- ✓ Доля оборотных активов в активах
- ✓ Доля запасов в оборотных активах

*Относительный рост оборотных активов в целом и запасов в частности можно рассматривать как расширение текущей деятельности, что указывает на увеличение операционной активности*

##### 1.2 Динамические

- ✓ Коэффициент оборачиваемости совокупных активов (Выручка/Активы)
- ✓ Коэффициент оборачиваемости (Выручка/Оборотные активы)

*Характеризуют результативность использования совокупных и текущих активов. Рост в динамике свидетельствует о наращивании текущей деловой активности.*

##### 1.3 Денежно-потоковые

- ✓ Коэффициент операционной деловой активности (Приток денежных

средств по текущей деятельности / отток денежных средств по текущей деятельности)

*Увеличение этого показателя отражает способность организации генерировать денежные средства в процессе текущей деятельности, следовательно, рост деловой активности.*

### 2. По финансовой деятельности:

#### 2.1 Структурные

- ✓ Удельный вес кредитов и займов в сумме краткосрочных обязательств

*Наращивание заемного финансирования отражает повышение активности организации на финансовых рынках и рынках капитала*

#### 2.2 Динамические

- ✓ Соотношение процентных поступлений и выплат (Проценты к получению / Проценты к уплате)

- ✓ Коэффициент обновления акционерного капитала (Стоимость акций, распространенных среди акционеров за отчетный период / Стоимость акционерного капитала на конец периода)

*Иллюстрирует результативность финансовых операций. Чем выше эти показатели, тем активнее организация реализует свою финансовую политику.*

*Указывают на способность организации привлекать денежные средства путем распространения акций среди юр. и физ. лиц.*

#### 2.3 Денежно-потоковые

- ✓ Коэффициент финансовой деловой активности (Приток денежных средств по финансовой деятельности / Отток денежных средств по финансовой деятельности)

*Характеризует способность организации привлекать денежные средства из внешних источников для финансирования. Рост показателя – означает наращивание финансовой активности организации.*

### 3. По инвестиционно-инновационной деятельности:

#### 3.1 Структурные

- ✓ Доля основных средств в сумме активов
- ✓ Доля нематериальных активов в сумме активов
- ✓ Доля долгосрочных финансовых вложений в сумме активов

*Увеличение удельного веса основных средств свидетельствует о наращивании производственного потенциала и инвестиционной активности. Увеличение нематериальных активов указывает на рост инновационной активности. Рост долгосрочных финансовых вложений характеризует активность организации в отношении получения контроля за деятельностью других хозяйствующих субъектов.*

#### 3.2 Динамические

- ✓ Коэффициент обновления основных средств (Основные средства, поступившие за период / Остаток основных средств на конец периода)

- ✓ Коэффициент расходов на НИОКР (Расходы за период / Результативно выполненные работы на конец периода)

*Отражает динамичность поступления основных средств в организацию. При приобретении новых и более совершенных основных средств может рассматриваться как индикатор инновационной активности*

#### 3.3 Денежно-потоковые



✓ Коэффициент инвестиционной деловой активности (Отток денежных средств по инвестиционной деятельности / Приток денежных средств по инвестиционной деятельности)

*Превышение оттока денежных средств над притоком свидетельствует о росте инвестиционных вложений организации, следовательно, о росте инвестиционной активности.*

Таблица 9.3 – Показатели деловой активности ОАО «АЛРОСА» за 2010-2012 гг.

Показатель	2010	2011	2012	Базисный ТР, в %
<b>Показатели операционной активности</b>				
Доля запасов в оборотных активах, %	65,50	56,76	58,75	89,69
Коэффициент оборачиваемости оборотных активов	2,37	2,17	2,00	84,26
Коэффициент операционной деловой активности	1,21	1,35	1,14	94,27
<b>Показатели финансовой активности</b>				
Доля кредитов и займов в сумме краткосрочных обязательств, %	47,07	56,55	45,19	96,01
Коэффициент соотношения процентных поступлений и выплат	0,03	0,08	0,12	385,15
Коэффициент финансовой деловой активности	0,91	0,70	1,26	137,91
<b>Показатели инвестиционно-инновационной активности</b>				
Доля основных средств в активах, %	58,12	52,38	46,04	79,21
Коэффициент обновления основных средств	5,28	7,32	14,21	269,13
Коэффициент инвестиционной деловой активности	2,06	1,73	4,13	200,56

#### **9.4 Улучшение финансового состояния предприятия**

Основной целью анализа финансового состояния предприятия является не только выявление его проблем, но и определение основных направлений его улучшения. Анализ финансового состояния и последующее его улучшение являются взаимосвязанными процессами и реализуются последовательно в соответствии с этапами, приведенными на рисунке 10.1.

Рассмотрим подробнее каждый из этих этапов.

В процессе анализа финансового состояния происходит сравнение рассчитываемых показателей с предыдущими значениями, установленными критериями и т.д. При этом делаются выводы, характеризующие ситуацию как негативную или позитивную. Определяются факторы, которые повлияли на сложившуюся ситуацию. При этом всю совокупность факторов желательно разделить на внешние, на которые предприятие не может влиять, и внутренние, находящиеся в его компетенции. Важность этого процесса обусловлена последующей необходимостью улучшения финансового состояния, что делается исключительно за счет определения мероприятий, воздействующих на внутренние факторы.

Далее необходимо определить изменения и составить прогнозные отчет о финансовых результатах и бухгалтерский баланс.

Одно из самых позитивных изменений – наращивание объемов выпуска (естественно востребованной продукции (для этого нужна модернизация)), как следствие рост выручки и прибыли.



Рисунок 10.1 – Этапы улучшения финансового состояния предприятия

На рисунке 10.2 представлен алгоритм определения факторов, которые повлияли на текущее финансовое положение предприятия. По рисунку видно, что выявлять нужно не только факторы, негативно повлиявшие на финансовые показатели деятельности предприятия, но и обусловившие позитивные изменения в деятельности предприятия.

При планировании будущей деятельности предприятия позитивные тенденции необходимо усиливать, а негативные ослаблять.

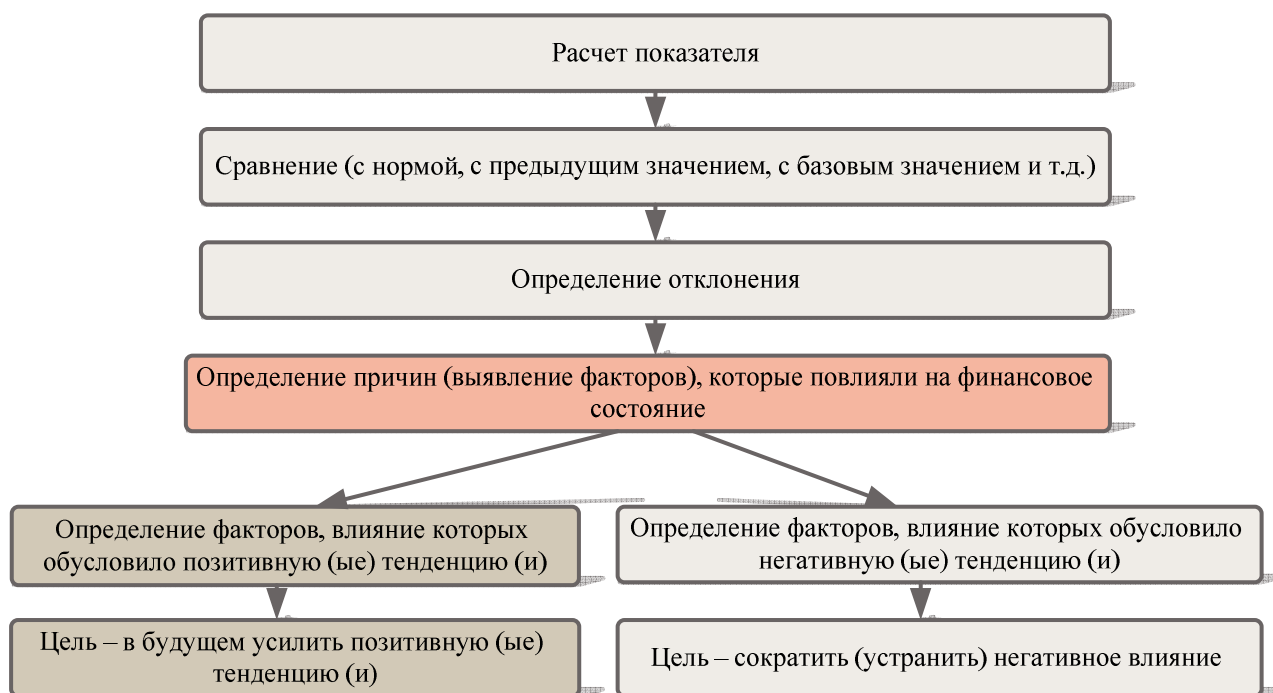


Рисунок 10.2 – Определение факторов, обусловивших текущее финансовое состояние предприятия

**Вопросы для повторения:**

1. Что такое деловая активность организации?
2. Охарактеризуйте показатели деловой активности предприятия.
3. Опишите качественные показатели деловой активности предприятия.
4. Опишите относительные показатели деловой активности предприятия.
5. Опишите, как можно достичь улучшения финансового состояния предприятия.
6. Какие факторы определяют финансовое состояние предприятия?

## РАЗДЕЛ III УПРАВЛЕНИЕ КАПИТАЛОМ

## Тема 10 Капитал компании

- 10.1 Собственный и заемный капитал компании
- 10.2 Структура капитала компании
- 10.3 Стоимость заемного капитала компании
- 10.4 Стоимость собственного капитала компании. Средневзвешенная стоимость

## 10.1 Собственный и заемный капитал компании

Существуют разные определения капитала компании.

**Капитал** – общая ценность финансовых ресурсов, вложенных в организацию в денежной, материальной и нематериальной формах с целью извлечения прибыли.

**Капитал** – стоимость, авансированная (инвестированная) в производство с целью извлечения прибыли (воспроизводства новой стоимости).

Капитал имеет двойственный характер:

- с одной стороны, это денежная сумма, вкладываемая в предприятие для получения прибыли (т.е. это источник средств, который отражается в пассиве баланса);
- с другой, капитал – это совокупность средств производства (актив баланса).

Капитал компании находится в процессе постоянного кругооборота. В зависимости от того, на какой стадии кругооборота он находится, различают:

- ✓ капитал в денежной форме,
- ✓ капитал в производительной форме,
- ✓ капитал в товарной форме.

Капитал в денежной форме – это пассивы фирмы, а в производительной и товарной – активы.

По объекту инвестирования различают основной и оборотный капитал;

По источникам средств – собственный и заемный капитал.

Компании в процессе своей деятельности привлекают финансовые ресурсы из различных источников, например кредиты и акционерный (собственный) капитал. Следуя основной цели – получение прибыли, менеджмент должен стремиться использовать финансовые ресурсы максимально эффективно. Основное правило здесь состоит в том, чтобы рыночная стоимость, создаваемая для акционеров, превышала бы стоимость исходных факторов производства.

**Собственный капитал** – совокупность средств, принадлежащих владельцам предприятия на правах собственности, участвующая в процессе производства и приносящая прибыль. Структура собственного капитала представлена на рисунке 10.1.

**Уставный капитал** – образуется в момент создания организации и состоит в зависимости от организационно-правовой формы из номинальной стоимости акций, паевых взносов, долей собственников, стоимостной оценки имущества и др.

**Добавочный капитал** – отражает прирост стоимости имущества при переоценке, эмиссионный доход, курсовые разницы.

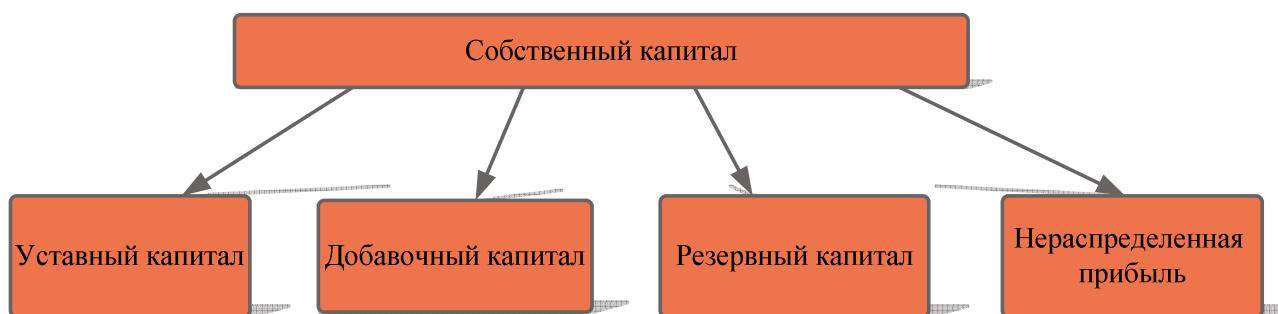


Рисунок 10.1 – Собственный капитал компании

Резервный капитал – предусматривается для наиболее рискованных видов деятельности, особенно внешнеэкономической, и организационно-правовых форм (АО). Формируется за счет обязательных ежегодных отчислений (не менее 5% от чистой прибыли).

Нераспределенная прибыль – отражает информацию о наличии и движении сумм нераспределенной прибыли отчетного периода, прошлых лет.

Заемный капитал – это долговые обязательства компании. Структура заемного капитала представлена на рисунке 10.2.

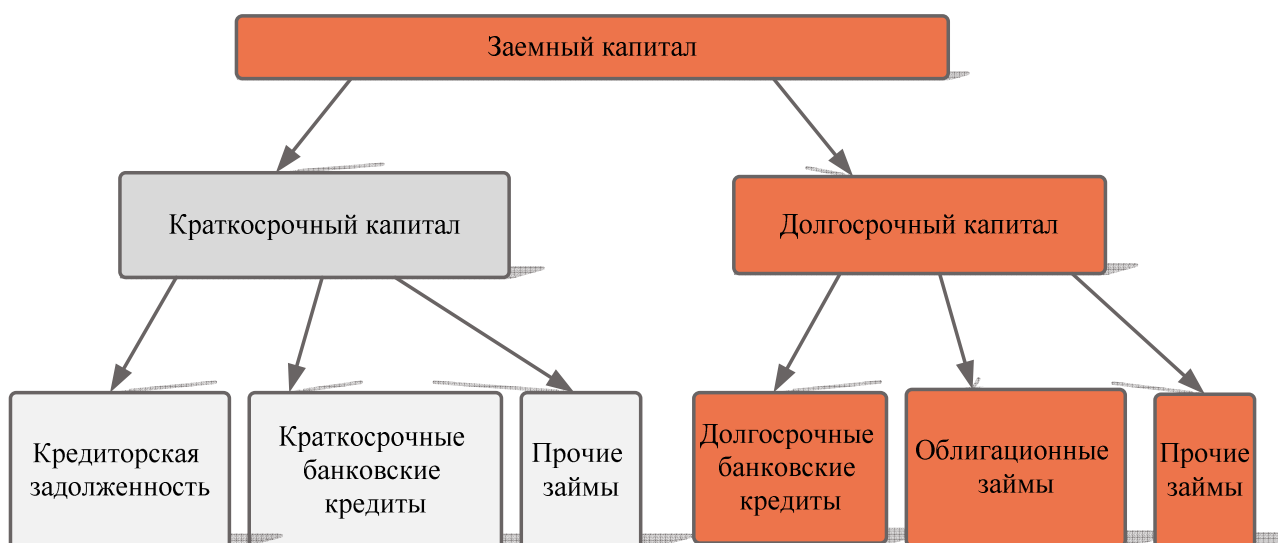


Рисунок 10.2 – Структура заемного капитала компании

Заемные средства необходимы для:

- ✓ финансирования растущих предприятий (когда темпы роста собственных источников отстают от темпов роста предприятия);
- ✓ модернизации производства;
- ✓ освоения новых видов продукции;
- ✓ расширения своей доли на рынке;
- ✓ приобретения другого бизнеса.

Между собственным и заемным капиталом существуют определенные различия. Они описаны в таблице 10.1.

Таблица 10.1 – Различия между собственным и заемным капиталом предприятия

Признак	Вид капитала в структуре капитала предприятия	
	Собственный	Заемный
Право на участие в управлении предприятием	Дает такое право	Не дает такого права
Отношение к финансовому риску	Увеличение доли собственного капитала снижает финансовый риск	Увеличение доли заемного капитала увеличивает финансовый риск
Право на получение прибыли	По остаточному принципу	Первоочередные
Очередность удовлетворения требований при банкротстве	По остаточному принципу	Первоочередные
Срок и условия оплаты и возврата капитала	Однозначно не установлены	Четко определены кредитным соглашением
Основное направление финансирования	Долгосрочные активы	Краткосрочные активы

## 10.2 Структура капитала компании

**Структура капитала** – соотношение источников финансирования деятельности организации в их общем объеме.

Предприятие постоянно сталкивается с необходимостью выбора рационального соотношения собственных и заемных источников. С одной стороны, чем больше собственных источников финансирования, тем устойчивее финансовое положение предприятия, с другой – чем больше предприятие использует в своей деятельности заемные источники, тем выше рентабельность собственного капитала.

Причины, обуславливающие необходимость управления структурой капитала:

✓ стоимость элементов капитала различна, и привлекая более дешевые ресурсы, организация может значительно повысить доходность собственного капитала, компенсируя повышенные риски;

✓ комбинируя различные элементы капитала, организация может повысить свою рыночную стоимость и инвестиционную привлекательность.

Важно учитывать преимущества и недостатки, связанные с привлечением того или иного вида капитала, которые укрупнено представлены в таблице 10.2.

Таблица 10.2 – Достоинства и ограничения, связанные с привлечением собственного и заемного капитала

Собственный капитал		Заемный капитал	
Достоинства	Ограничения	Достоинства	Ограничения
Обеспечение финансовой независимости	Высокая стоимость (цена)	Низкая стоимость (цена)	Снижение финансовой независимости
Обеспечение финансовой устойчивости	Невозможность обеспечить прирост рентабельности собственного капитала	Широкие возможности привлечения	Снижение финансовой устойчивости
		Прирост рентабельности собственного капитала	Финансовые риски
		Налоговая экономия	

При использовании заемных средств в объеме, превышающем 50% барьер, у компании увеличиваются финансовые риски (риски сокращения чистой прибыли, снижения финансовой устойчивости и независимости, риски процентной ставки).

Реально же вопрос о рациональном соотношении собственных и заемных источников финансирования для конкретной компании может быть решен только исходя из условий ее работы, состава имущества и других обстоятельств. Главное, чем определяется принятие решений о структуре источников финансирования – соответствие структуры источников структуре имущества, обеспечение финансовой устойчивости.

#### **Факторы формирования оптимальной структуры капитала:**

- вид экономической деятельности компании (отраслевая специфика): структура имущества и длительность операционного цикла. Компании с «тяжелой» структурой активов (значительным объемом внеоборотных активов) в основном ориентируются на финансирование за счет собственных источников. Наличие высоколиквидных активов и активов универсального применения (например, автомобилей) упрощает привлечение заемных средств, сохраняя невысокий уровень риска неликвидности. Длительность операционного цикла – высокая оборачиваемость средств, благоприятный фактор привлечения заемных источников;

- темпы роста оборота компании. Чем они выше, тем больше ее склонность к заимствованиям;

- уровень доходности. Чем выше уровень рентабельности инвестированного капитала, тем компании легче привлечь инвесторов и тем выше кредитный рейтинг и возможности привлечения заемного капитала;

- уровень налогообложения прибыли. Поскольку процентные платежи по заемным источникам уменьшают налогооблагаемую прибыль, компании выгодно привлекать заемные средства;

- стоимость заемного финансирования (рост затрат на заемный капитал), связанная с конъюнктурой финансового рынка. При существенном росте процентных ставок, увеличивается риски компании, эффект финансового рычага не возникает, привлечение заемного капитала нецелесообразно;

- склонность руководства и собственников к заимствованиям (финансовый менталитет). При консервативном подходе, неприятии риска компания будет ориентирована на развитие за счет собственных источников. Стремление получить прирост прибыли на вложенные собственные средства, невзирая на растущие финансовые риски, формирует агрессивный подход к структуре финансирования компании и заемный капитал используется в максимально возможном размере.

В таблице 10.3 приведены условные данные по компаниям, имеющим одинаковые активы, но разную структуру капитала.

Таблица 10.3 – Компании с одинаковым объемом капитала, но разной его структурой

Капитал	Компания А	Компания Б	Компания В
Собственный капитал	200	300	250
Заемный капитал	300	200	250
ИТОГО:	500	500	500

Цель управления структурой капитала – поиск оптимального соотношения между собственным и заемным капиталом, различными краткосрочными и долгосрочными источниками его формирования.

Оптимальная структура капитала – основана на компромиссе между достижением максимально возможной экономии на налогах, обусловленной привлечением заемных средств и дополнительными затратами, связанными с повышением вероятности возникновения финансовых затруднений с ростом доли заемного капитала.

Структура капитала оказывает непосредственное влияние на формирование рыночной стоимости организации. Эта связь характеризуется показателем средневзвешенной стоимости. Поэтому концепция структуры капитала исследуется в комплексе с концепцией стоимости капитала.

### 10.3 Стоимость заемного капитала компании

Включение в процесс воспроизводства финансовых ресурсов связано с определенными затратами. Эти затраты сводятся к выплатам собственникам ресурсов в виде дивидендов, процентов и т. д.

*Стоимость капитала* – общая сумма средств, которую нужно уплатить за использование определенного объема привлекаемых на рынке капитала финансовых ресурсов, выраженная в процентах к этому объему.

$$St - \text{ть капитала в \% годовых} = \frac{\text{выплаты владельцу капитала за год}}{\text{капитал, привлеченный от этого владельца}} \quad (10.1)$$

Показатель стоимости капитала имеет различный экономический смысл для отдельных субъектов хозяйствования:

- для инвесторов и кредиторов уровень стоимости капитала характеризует требуемую ими норму доходности на предоставляемый в пользование капитал;
- для хозяйственного субъекта, формирующего капитал с целью производственного или инвестиционного использования, уровень его стоимости – это цена, которую субъект платит за использование капитала.

Оценка стоимости отдельных элементов привлекаемого предприятием заемного капитала имеет ряд особенностей, основными из которых являются:

а) относительная простота формирования базового показателя оценки стоимости. Таким базовым показателем является стоимость обслуживания долга в форме процентов за кредит, купонной ставки по облигациям и т. д. Этот показатель прямо оговорен условиями кредитного договора, условиями эмиссии или другими формами контрактных обязательств предприятия;

б) учет налогового корректора. Так как выплаты по обслуживанию долга относятся на издержки, они уменьшают размер налогооблагаемой базы предприятия и снижают, таким образом, стоимость заемного капитала на ставку налога на прибыль. Налоговый корректор представляет собой множитель  $(1-T)$ , где  $T$  — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;



в) стоимость привлечения заемного капитала имеет высокую степень связи с уровнем кредитоспособности предприятия, оцениваемым кредитором. Чем выше уровень кредитоспособности предприятия по оценке кредитора, тем ниже стоимость привлекаемого этим предприятием заемного капитала;

г) привлечение заемного капитала связано с возвратным денежным потоком не только по обслуживанию долга, но и по погашению обязательств по основной сумме этого долга. Это генерирует особые виды финансовых рисков, наиболее опасных по своим последствиям (приводящих иногда к банкротству предприятия). Снижение уровня этих рисков ведет к возрастанию стоимости заемного капитала. Так, ставка процента по долгосрочному кредиту, позволяющая предприятию снизить риск неплатежеспособности в текущем периоде, всегда выше, чем по краткосрочному.

Особенности оценки стоимости заемного капитала в разрезе базовых элементов:

1. *Стоимость финансового кредита* определяется по формуле

$$K1 = I * (1 - T), \quad (10.2)$$

где  $K1$  – стоимость заемного капитала, привлекаемого в форме банковского кредита;

$I$  – ставка процента за банковский кредит;

$T$  – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью.

2. *Стоимость финансового лизинга* определяется на основе ставки лизинговых платежей (лизинговой ставки). Эта ставка включает две составляющие – постепенный возврат суммы основного долга, представляющего собой годовую норму амортизации актива, привлеченного на условиях лизинга, и стоимость непосредственного обслуживания лизингового долга.

Стоимость финансового лизинга определяется по формуле

$$K2 = (L - NA) * (1 - T), \quad (10.3)$$

где  $K2$  — стоимость заемного капитала, привлекаемого в форме финансового лизинга;

$L$  – годовая лизинговая ставка;

$NA$  – годовая норма амортизации актива, привлеченного на условиях финансового лизинга;

$T$  – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью.

3. *Стоимость облигационного займа* оценивается на базе ставки купонного процента по облигации и рассчитывается по формуле

$$K3 = K_o * (1 - T) / (1 - F), \quad (10.4)$$

где  $K3$  – стоимость заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии облигаций;

$K_o$  – текущая доходность облигации;

$T$  – ставка налога на прибыль;

$F$  – уровень эмиссионных затрат по отношению к сумме привлеченных за счет эмиссии средств, выраженный в долях единицы.

#### 10.4 Стоимость собственного капитала компании. Средневзвешенная стоимость

Особенности оценки стоимости собственного капитала:

1) оценка стоимости вновь привлекаемого собственного капитала носит вероятностный характер. Если привлечение заемного капитала основано на определенных контрактных обязательствах предприятия, то привлечение основной суммы собственного капитала таких обязательств не содержит (за исключением эмиссии привилегированных акций). Любые обязательства предприятия по выплате дивидендов держателям простых акций являются расчетными величинами и могут быть скорректированы по результатам хозяйственной деятельности;

2) суммы выплат собственникам капитала входят в состав налогооблагаемой прибыли, что увеличивает стоимость собственного капитала по сравнению с заемным;

3) привлечение собственного капитала связано с более высоким уровнем риска инвесторов, что увеличивает его стоимость на размер премии за риск. Это связано с тем, что при банкротстве предприятия претензии собственников основной части этого капитала (за исключением владельцев привилегированных акций) подлежат удовлетворению в последнюю очередь;

4) привлечение собственного капитала не связано с возвратным денежным потоком по основной его сумме, что определяет выгодность использования этого источника, несмотря на более высокую его стоимость. Возвратный денежный поток по привлекаемому собственному капиталу включает платежи процентов и дивидендов. Это определяет большую безопасность использования собственного капитала с позиций обеспечения платежеспособности и финансовой устойчивости предприятия, что стимулирует его готовность идти на более высокую стоимость привлечения этого капитала.

Особенности оценки стоимости собственного капитала в разрезе базовых элементов.

1. *Оценка стоимости привилегированных акций.* Размер дивидендов по привилегированным акциям обычно определен заранее, стоимость этого источника определяется по формуле:

$$K4 = D/P * (1 - F), \quad (10.5)$$

где  $K4$  – стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии привилегированных акций;

$D$  – дивиденды на одну привилегированную акцию;

$P$  – рыночная цена привилегированной акции;

$F$  – уровень затрат на размещение новых акций, выраженный в долях единицы.

2. *Оценка стоимости обыкновенных акций* может производиться различными способами.

Согласно модели прогнозируемого роста дивидендов стоимость данного источника капитала рассчитывается по формуле:

$$K5 = g + D_0/P_0(1 - F), \quad (10.6)$$

где  $K5$  – стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии обыкновенных акций;

$Do$  – ожидаемый дивиденд на акцию;

$g$  – темп роста дивиденда;

$Po$  – рыночная цена обыкновенной акции;

$F$  – уровень затрат на размещение новых акций, выраженный в долях единицы.

Другая модель оценки стоимости обыкновенных акций основана на показателе прибыли на акцию, а не на величине дивиденда. Считается, что именно показатель величины прибыли на акцию отражает реальный доход, полученный акционерами, независимо от того, выплачивается ли он в виде дивидендов или реинвестируется, чтобы принести выгоды в будущем. В данном случае стоимость источника капитала «обыкновенные акции» рассчитывается по формуле:

$$K5 = EPS/Po(1 - F), \quad (10.7)$$

где  $K5$  – стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии обыкновенных акций;

$EPS$  – прибыль, доступная обыкновенным акционерам на одну обыкновенную акцию;

$Po$  – рыночная цена обыкновенной акции;

$F$  – уровень затрат на размещение новых акций, выраженный в долях единицы.

Модель расчета стоимости обыкновенных акций, включающая премию за риск, выглядит следующим образом:

$$K5_{\text{риск}} = K5 + \text{премия за риск}, \quad (10.8)$$

где  $K5_{\text{риск}}$  – стоимость источника «обыкновенные акции» с учетом риска;

$K5$  – стоимость источника «обыкновенные акции» без учета риска.

Премия за риск выражается в процентах и устанавливается на договорной основе.

Вышеперечисленные методы не являются взаимоисключающими: ни один из них не превалирует над другими и все они не исключают ошибки при практическом применении. Желательно применять тот метод, который использует наиболее достоверные данные в каждом конкретном случае.

3. *Оценка стоимости источника «нераспределенная прибыль».* Стоимость капитала, формируемого за счет нераспределенной прибыли, может быть определена следующим образом. Чистый доход предприятия, остающийся после налогообложения и выплаты дивидендов по привилегированным акциям, принадлежит владельцам обыкновенных акций. Держатели облигаций получают от предприятия проценты, владельцы привилегированных акций — фиксированный дивиденд, поэтому оставшийся у предприятия доход принадлежит владельцам обыкновенных акций и является своеобразной рентой за пользование собственным капиталом.

Предприятие может либо выплатить доходы в качестве дивидендов, либо реинвестировать их на развитие производства. Если часть дохода реинвестирована,

альтернативные затраты для них будут следующими: акционеры могли бы получить эти доходы в качестве дивидендов и далее вложить их в акции или другие ценные бумаги. Таким образом, предприятие должно заработать на нераспределенной прибыли как минимум столько же, сколько его акционеры могут заработать на альтернативных инвестициях с эквивалентным риском. В противном случае владельцы обыкновенных акций предпочтут получить дивиденды и используют эти средства на рынке капитала. В некотором смысле реинвестирование прибыли равносильно приобретению ими новых акций своего предприятия. Поэтому стоимость источника «нераспределенная прибыль»  $K_6$  численно примерно равна стоимости источника «обыкновенные акции»  $K_5$ .

**Средневзвешенная стоимость капитала.** *Средневзвешенная стоимость капитала* определяется как среднеарифметическая взвешенная величина стоимости отдельных элементов капитала. В качестве «весов» каждого из элементов выступает его удельный вес в общей сумме сформированного или намечаемого к формированию капитала. Средневзвешенная стоимость капитала может определяться в следующих вариантах:

- фактическая средневзвешенная стоимость капитала, рассчитанная по фактически сложившейся структуре элементов капитала и фактическому уровню стоимости каждого из них;
- прогнозируемая средневзвешенная стоимость капитала, рассчитанная по планируемой динамике структуры элементов капитала и прогнозируемому уровню стоимости каждого из них;
- оптимальная средневзвешенная стоимость капитала по оптимизированной целевой структуре элементов капитала и прогнозируемому уровню стоимости каждого из них.

#### **Вопросы для повторения:**

1. Что такое капитал предприятия?
2. Какие формы капитала существуют?
3. Охарактеризуйте собственный капитал и его структуру.
4. Опишите заемный капитал и его виды.
5. Что такое структура капитала и почему ею необходимо управлять?
6. Охарактеризуйте факторы формирования оптимальной структуры капитала.
7. Как определить стоимость заемного капитала?
8. Как определить стоимость собственного капитала?
9. Что такое средневзвешенная стоимость капитала?

Тема 11 Финансовый рычаг. Управление структурой капитала

11.1 Сущность финансового рычага

11.2 Управление структурой капитала с использованием финансового рычага

11.1 Сущность финансового рычага

Эффект финансового рычага возникает как следствие привлечения заемного капитала.

Существуют два подхода к пониманию и оценке финансового рычага (см. рисунок 11.1):

- европейский (эффект финансового рычага — ЭФР) — как прирост рентабельности (доходности) собственного капитала, при использовании заемных средств;
- американский (финансовый леве́ридж — ФЛ) — как чувствительность изменения чистой прибыли (и прибыли на акцию) при использовании заемных средств; он позволяет оценить финансовый риск.

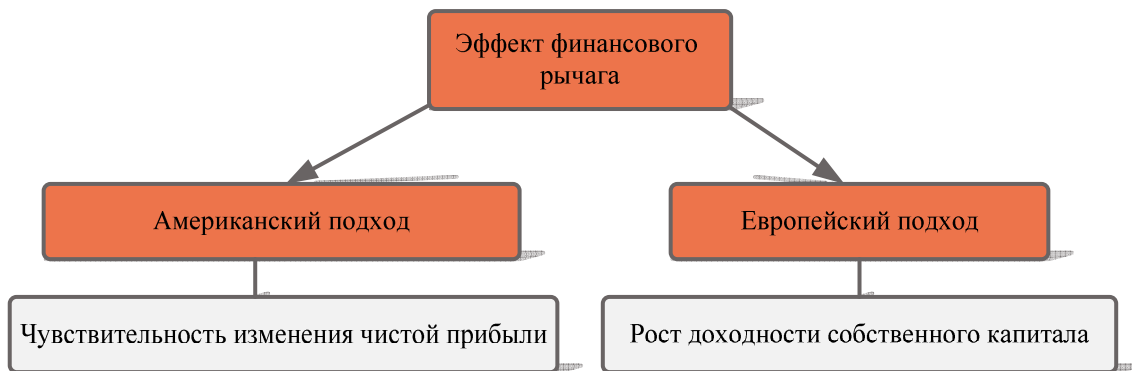


Рисунок 11.1 – Подходы к оценке финансового рычага

**Европейский подход.** Привлечение заемных средств при определенных условиях позволяет увеличить отдачу вложенных собственных средств, т.е. обеспечить превышение доходности собственного капитала над доходностью актива.

При привлечении и использовании кредитов и займов в качестве источников финансирования может возникнуть эффект финансового рычага (ЭФР): не вкладывая в предприятие дополнительный собственный капитал (он замещается заемными средствами), владельцы получают большую сумму чистой прибыли, «заработанную» заемным капиталом. Кроме этого компания получает возможность воспользоваться «налоговым щитом», так как в отличие от дивидендов по акциям сумма процентов за кредит вычитается из общей величины прибыли, подлежащей налогообложению. Однако, чтобы воспользоваться преимуществами эффекта финансового рычага, предприятию необходимо выполнить обязательное условие — заработать операционную прибыль, достаточную как минимум для покрытия процентных платежей по заемным средствам.

Эффект финансового рычага (ЭФР) — это прирост рентабельности собственных средств, получаемый при использовании заемных средств, при условии, что экономическая рентабельность активов фирмы больше ставки процента по кредиту.

Нет заемного капитала:

$$P_{с.к.} = \frac{P_{чист.}}{СК} = (1 - T) * P_{акт.}$$

Есть заемный капитал:

$$P_{с.к.} = (1 - T) * P_{акт.} + ЭФР$$

$$\text{ЭФР} = (1 - T) * (P_{\text{акт.}} - \text{СРСП}) * \frac{\text{ЗК}}{\text{СК}}$$

где Пчист. – чистая прибыль, остающаяся в распоряжении предприятия после выплаты процентов за кредит и налога на прибыль.

СРСП – средняя расчетная ставка процента по заемным средствам.

T – ставка налога на прибыль.

Ракт. – рентабельность активов или экономическая рентабельность, рассчитанная по операционной прибыли.

СК – сумма собственного капитала организации.

ЗК – сумма заемного капитала.

Под средней расчетной ставкой процента понимается относительная средняя стоимость всего заемного капитала. Можно также определить среднюю ставку процента по формуле

$$\text{СРСП} = \frac{\text{Сумма финансовых издержек}}{\text{Сумма заемных средств}} * 100\%$$

В таблице 11.1 показано, что привлечение заемного капитала (использование смешанного финансирования) оказывает влияние на доходность собственного капитала.

Таблица 11.1 – Расчет рентабельности собственного капитала для предприятия, финансируемого только за счет собственного капитала и для предприятия, использующего смешанное финансирование

Показатели	Предприятие 1	Предприятие 2
Активы, млн. руб.	200000	200000
Пассивы, млн. руб.	200000	200000
в т.ч.		
Собственный капитал, млн. руб.	200000	100000
Заемный капитал, млн. руб.		100000
Операционная прибыль, млн. руб.	20000	20000
Рентабельность активов, %	0,1	0,1
Проценты по займу, млн. руб.		3500
Прибыль до выплаты налогов, млн. руб.	20000	16500
Ставка налога, %	20	20
Налог, млн. руб.	4000	3300
Чистая прибыль, млн. руб.	16000	13200
Рентабельность собственного капитала, %	8	13,2

Как видно из таблицы 11.1, использование займа позволяет фирме увеличить рентабельность собственного капитала. Это и есть ЭФР.

Эффект финансового рычага проявляется в увеличении рентабельности собственного капитала в результате смешанного финансирования, т.е. использования и собственных и заемных средств.

Эффект финансового рычага проявляется в воздействии заемного капитала на финансовое положение владельцев собственного капитала.

Преимущество финансового рычага заключается в том, что капитал, взятый в долг под фиксированный процент, вторично использовать для инвестиций, приносящих прибыль, более высокую, чем установленный процент. Этот дополнительный доход накапливается как прибыль

владельцев фирмы. Умение пользоваться финансовым рычагом заключается в том, что нужно взять в долг столько, сколько позволяют кредиторы, увеличив при этом ставку доходности собственного капитала на разницу между достигнутой ставкой доходности инвестированного капитала и ставкой уплаченного ссудного процента.

Риск состоит в том, что рычаг может работать в противоположном направлении, если получаемая компанией прибыль, ниже чем стоимость заемного капитала. Чем выше доходность активов, тем сильнее воздействие рычага при одной и той же цене заемного капитала.

**Американский подход.** Эффект финансового рычага применяется при выборе оптимальной структуры капитала и составлении планов финансирования, а также при оценке финансовых рисков.

Финансовый риск сопряжен с возможностью роста финансовых издержек по мере увеличения доли заемного капитала. Очевидно, что сумма процентных платежей увеличивается по мере роста удельного веса заемного капитала в общей структуре источников финансирования предприятия. Следовательно, финансовый рычаг (леверидж) отражает степень зависимости предприятия от кредиторов, то есть величину риска потери платежеспособности. Чем выше финансовый леверидж, тем выше риск: во-первых, неполучения чистой прибыли, а во-вторых, — банкротства предприятия.

Финансовый леверидж (ФЛ) показывает, насколько изменится прибыль до выплаты налогов и соответственно чистая прибыль и прибыль на акцию при изменении операционной прибыли на 1% .

**ФЛ** принято измерять отношением суммы операционной прибыли к величине чистой прибыли до налогообложения. Очевидно, что ФЛ возрастает при увеличении доли заемных средств.

$$П_{\text{чист.}} = (П - Пр) * (1 - T)$$

$$\Delta П_{\text{чист.}} = (1 - T) * \Delta П$$

$$ФЛ = \frac{\Delta П_{\text{чист.}} / П_{\text{чист.}}}{\Delta П / П} = \frac{\Delta П * (1 - T) * П}{(П - Пр) * (1 - T) * \Delta П} = \frac{П}{П - Пр}$$

где П – прибыль до выплаты процентов и налогов, операционная прибыль;

П<sub>чист.</sub> – чистая прибыль;

Пр – уплаченная сумма процентов по заемным средствам;

T – ставка налога на прибыль.

Например, у предприятия, получившего операционную прибыль 18 млн. рублей, и уплатившего 3 млн. рублей процентов за кредит, финансовый леверидж составит 1,2 (18 / (18 – 3)). Если же степень финансовой зависимости предприятия была в 1,2 раза выше, то есть ему пришлось заплатить 3,6 млн. рублей процентных платежей, эффект финансового рычага будет равен 1,25 (18 / (18 – 3,6)). В первом случае увеличение операционной прибыли на 1 процентный пункт обеспечит собственникам рост чистой прибыли до налогообложения в расчете на 1 акцию на 1,2 пункта, во втором — на 1,25 процентных пункта. Столь же быстро будут снижаться доходы владельцев в случае снижения операционной прибыли.



### 11.2 Управление структурой капитала с использованием финансового рычага

В финансовом менеджменте применяется два подхода управления структурой капитала. Первый описывает эффект финансового рычага как чувствительность рентабельности собственного капитала к изменению доли заемного капитала, второй – оценивает влияние на величину прибыли на одну акцию.

#### 1-й подход

В соответствии с этой концепцией критерием выбора оптимальной структуры капитала является показатель рентабельности (доходности) собственного капитала:

$$P_{с.к.} = \frac{П_{чист.}}{СК} * 100\%$$

$$ЭФР = (1 - T) * \underbrace{(P_{акт.} - СРСП)}_{\text{Дифференциал}} * \underbrace{\frac{ЗК}{СК}}_{\text{Плечо ФР}}$$

Увеличивая долю заемных средств (плечо), важно следить за дифференциалом ( $P_{акт.} - СРСП$ ), поскольку он не должен быть отрицательным. Чем меньше дифференциал, тем больше риск кредитора. Таким образом, нельзя увеличивать плечо рычага любой ценой, а необходимо регулировать его в зависимости от дифференциала.

В таблице 11.2 представлены расчеты вариантов финансирования деятельности компании с разной структурой капитала.

Таблица 11.2 – Оценка схем финансирования деятельности компании по модели рентабельности собственного капитала

Показатели	Варианты финансирования (СК/ЗК)			
	80/20	60/40	40/60	20/80
Пассивы, млн. руб.	<b>200000</b>	<b>200000</b>	<b>200000</b>	<b>200000</b>
в т.ч.				
Собственный капитал, млн. руб.	<b>160000</b>	<b>120000</b>	<b>80000</b>	<b>40000</b>
Заемный капитал, млн. руб.	<b>40000</b>	<b>80000</b>	<b>120000</b>	<b>160000</b>
Операционная прибыль, млн. руб.	<b>20000</b>	<b>20000</b>	<b>20000</b>	<b>20000</b>
Рентабельность активов, %	0,1	0,1	0,1	0,1
Проценты по займу, млн. руб.	<b>1000</b>	<b>3500</b>	<b>7500</b>	<b>21000</b>
Прибыль до выплаты налогов, млн. руб.	19000	16500	12500	-1000
Ставка налога, %	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
Налог, млн. руб.	3800	3300	2500	0
Чистая прибыль, млн. руб.	15200	13200	10000	-1000
Рентабельность собственного капитала, %	9,5	11	12,5	-2,5
СРСП	2,5	4,375	6,25	13,125
Дифференциал	7,5	5,625	3,75	-3,125
Плечо	0,25	0,666667	1,5	4
ЭФР	1,5	3	4,5	-10

Как видно из таблицы 11.2, при наращивании заемного капитала, повышается риск невозрата кредитных ресурсов, поэтому цена заемных средств, выражаемая процентной ставкой



становится выше. Это приводит к тому, что большая часть прибыли уходит на выплату процентов и сокращению дифференциала. При превышении СРСП над экономической рентабельностью эффект финансового рычага становится отрицательным.

Для предприятия важно выбрать такое соотношение собственного и заемного капитала, при котором рентабельность собственного капитала устраивает владельцев предприятия, но в то же время кредитные риски находятся в приемлемом диапазоне.

### 2-й подход

Во второй модели критерием выбора лучшей структуры капитала выступает показатель чистой прибыли на одну акцию:

$$\text{ЧП}_{\text{акц.}} = \frac{\text{ЧП}}{N_{\text{об.акц.в обращении}}}$$

Если компания имеет привилегированные акции, то чистая прибыль на одну обыкновенную акцию будет определяться по формуле

$$\text{ЧП}_{\text{акц.}} = \frac{\text{ЧП} - d_{\text{пр.акц.}}}{N_{\text{об.акц.в обращении}}},$$

$d_{\text{пр.акц.}}$  – дивиденды по привилегированным акциям, руб.

На первом этапе расчетов по модели рассчитываются показатели чистой прибыли на акцию для каждого варианта. На следующем этапе аналитически и графически определяют точку безразличия для каждой пары вариантов.

Цель – установление точек безразличия (равновесия), в которых прибыль на акцию будет иметь одно и то же значение независимо от выбранной схемы финансирования.

Точка безразличия или равновесия между любыми двумя способами финансирования может быть определена нахождением П в следующем уравнении:

$$\frac{(\text{П} - \text{Пр}) * (1 - T) - d_{\text{пр.акц.}}}{N_{\text{об.акц.в обращении}}(1)} = \frac{(\text{П} - \text{Пр}) * (1 - T) - d_{\text{пр.акц.}}}{N_{\text{об.акц.в обращении}}(2)}$$

(1) и (2) — планы финансирования. Модель финансового рычага представляют в виде таблицы, включающей параметры, влияющие на выбор наилучшего варианта финансирования по критерию «чистая прибыль на акцию».

**Пример.** Организация имеет капитал, состоящий только из акционерного капитала в размере 5 млн. руб. Планирует увеличить его на 2 млн. руб. для инвестиций в оборудование.

Ожидаемая операционная прибыль (в случае привлечения капитала и реализации инвестиционного решения) — 1 млн. руб.

Рассматриваются 3 варианта финансирования:

- 1) Эмиссия обыкновенных акций (40 000 обыкновенных акций номиналом 50 руб. каждая);
- 2) Эмиссия облигаций под 10%;

3) Эмиссия привилегированных акций (дивиденды 8%).

Текущая величина прибыли до выплаты процентов и налогов составляет 1000000 руб., ставка налога (условная) равна 50%. В настоящее время 100000 обыкновенных акций находится в обращении.

Расчеты, представленные в таблице 11.3, позволяют сравнить разные способы финансирования и увидеть их влияние на показатель прибыли на акцию.

Таблица 11.3 – Оценка вариантов финансирования деятельности компании (подход, основанный на влиянии структуры капитала на величину прибыли на акцию)

Показатели	Обыкновенные акции	Долговые обязательства	Привилегированные акции
Операционная прибыль	1000000	1000000	1000000
Проценты		200000	
Прибыль до налогообложения	1000000	800000	1000000
Налог 50%	500000	400000	500000
Прибыль после налогообложения	500000	400000	500000
Дивиденды по привилегированным акциям			160000
Чистая прибыль после выплаты дивидендов	500000	400000	340000
Количество обыкновенных акций в обращении	140000	100000	100000
Чистая прибыль на акцию	3,57	4	3,4

Следующим этапом является определение точек равновесия, в которых прибыль на акцию будет иметь одно и то же значение независимо от выбранной схемы финансирования. Определить точку равновесия важно для принятия решения о структуре капитала.

$$\frac{(П - 0) * (1 - 0,5) - 0}{140000(1)} = \frac{(П - 200000) * (1 - 0,5) - 0}{100000(2)}$$

**П=700 000**

$$\frac{(П - 0) * (1 - 0,5) - 0}{140000(1)} = \frac{(П - 0) * (1 - 0,5) - 160000}{100000(3)}$$

**П= 1 120 000**

На рисунке 11.2 представлен график, отражающий зависимости величины прибыли на акцию от операционной прибыли для разной структуры капитала.

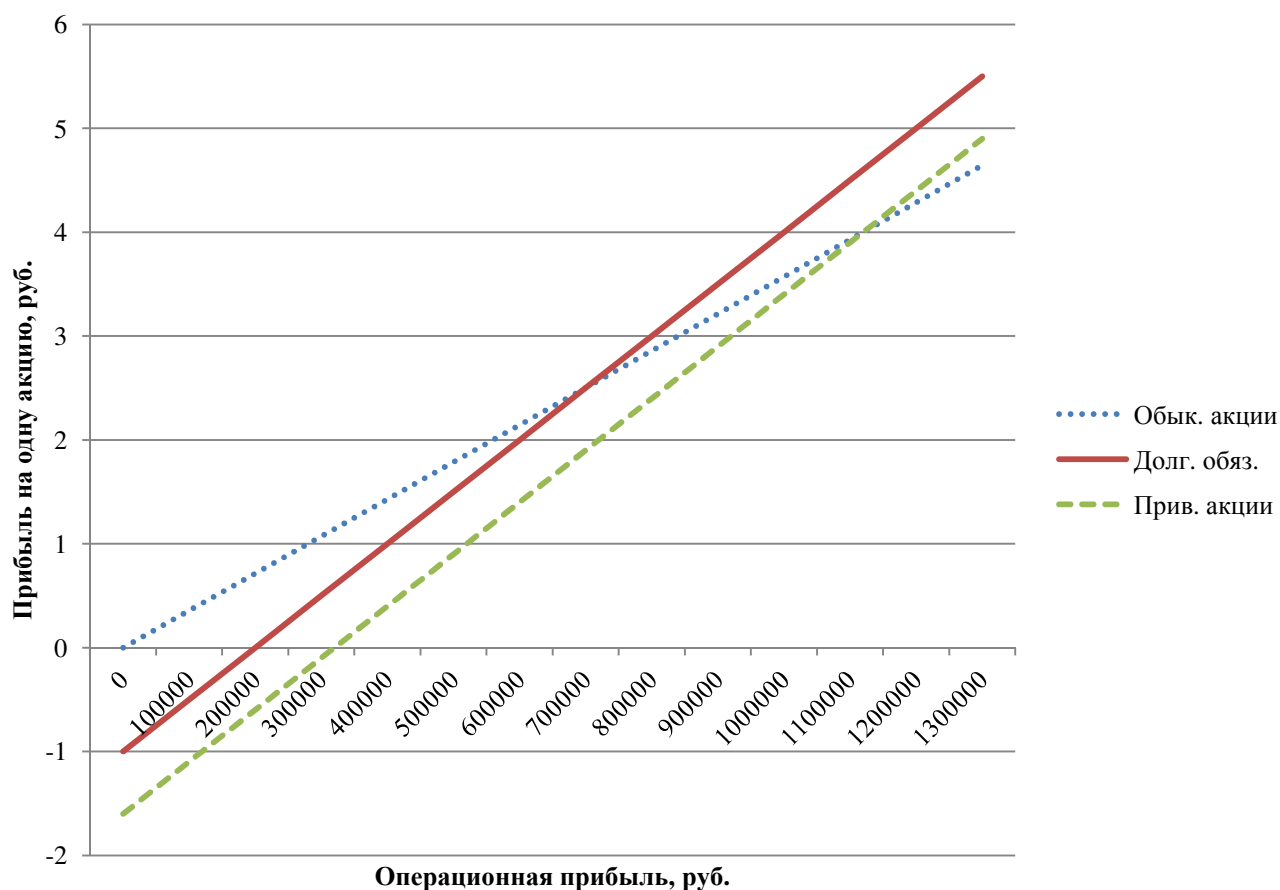


Рисунок 11.2 – Влияние способов финансирования на величину прибыли на акцию

Отсюда получаем: операционная прибыль в точке равновесия двух вариантов финансирования равна 1120000.

Выводы:

1. При любом уровне операционной прибыли вариант финансирования 2) «долговые обязательства» лучше, чем вариант «привилегированные акции» по критерию «чистая прибыль на акцию» (линия долговых обязательств на графике находится выше линии привилегированных акций).

2. При уровне операционной прибыли выше 700000 вариант «долговые обязательства» лучше, чем вариант финансирования «обыкновенные акции». Если операционная прибыль ниже 700000, будет действовать обратная зависимость.

3. При уровне операционной прибыли выше 1120000 вариант финансирования «привилегированные акции» предпочтительнее, чем вариант финансирования «обыкновенные акции».

#### Вопросы для повторения:

1. Что такое финансовый рычаг?
2. Какие подходы существуют для его определения?
3. Опишите сущность американского подхода.
4. Опишите сущность европейского подхода.
5. Как управлять структурой капитала при помощи финансового рычага?

## РАЗДЕЛ IV УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ

## Тема 12 Управление оборотными активами

- 12.1 Основы управления оборотными активами предприятия
- 12.2 Подходы к управлению оборотными активами предприятия

## 12.1 Основы управления оборотными активами предприятия

Оборотные активы – это активы, которые используются в течение 12 месяцев, либо в течение нормального операционного цикла организации (не превышающего один год).

Классификация оборотных активов:

1. По характеру участия в операционном процессе:
  - ✓ оборотные активы, обслуживающие производственный цикл организации (запасы сырья, материалов, полуфабрикатов, незавершенное производство, готовая продукция);
  - ✓ оборотные активы, обслуживающие финансовый цикл организации (денежные средства, дебиторская задолженность и др.).
2. По видам оборотных активов:
  - ✓ запасы сырья, материалов и полуфабрикатов;
  - ✓ запасы готовой продукции;
  - ✓ незавершенное производство;
  - ✓ дебиторская задолженность;
  - ✓ денежные активы (в т.ч. краткосрочные финансовые вложения) и прочие.
3. По источникам финансирования:
  - ✓ оборотные активы, сформированные за счет как собственного, так и заемного капитала;
  - ✓ чистый оборотный капитал, характеризующий ту часть оборотных активов, которая сформирована за счет собственного капитала и долгосрочных обязательств;
  - ✓ собственный оборотный капитал, показывающий часть оборотных активов, которая сформирована за счет собственного капитала организации.
4. По устойчивости суммы оборотных активов:
  - ✓ постоянная часть – неизменная часть оборотных активов, не зависящая от сезонных и других колебаний операционной деятельности; неснижаемый остаток оборотных активов, необходимый организации для ведения операционной деятельности;
  - ✓ переменная часть – оборотные активы, формируемые в связи с сезонным возрастанием объема производства и реализации продукции, необходимостью создания в отдельные периоды хозяйственной деятельности запасов товарно-материальных ценностей для сезонного хранения и переработки.

На управление оборотными активами влияют особенности операционного цикла организации. Движение оборотных активов в операционном цикле показано на рисунке 12.1.

Операционный цикл – период полного оборота всей суммы оборотных активов, в процессе которого происходит смена отдельных их видов. Продолжительность операционного цикла выступает важнейшей переменной определяющей объем, структуру и эффективность использования оборотных активов.

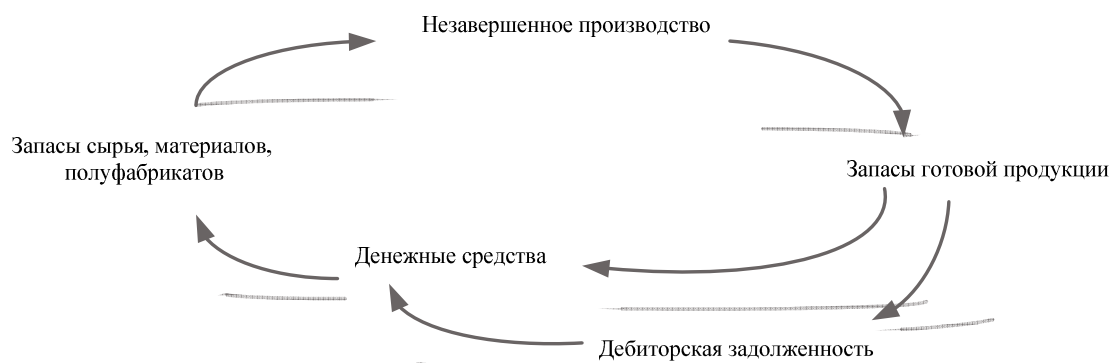


Рисунок 12.1 – Движение оборотных активов в процессе операционного цикла

Составляющие операционного цикла:

**Производственный цикл** – период полного оборота материальных элементов оборотных активов, начиная с момента поступления сырья, материалов и полуфабрикатов в организацию и заканчивая моментом отгрузки покупателям произведенной из них готовой продукции.

**Финансовый цикл** – период полного оборота денежных средств, инвестированных в оборотные активы, начиная с момента погашения кредиторской задолженности за полученные сырье, материалы и полуфабрикаты и заканчивая оплатой дебиторской задолженности за поставленную готовую продукцию.

**Цель управления оборотными активами** – формирование необходимого объема и состава активов, оптимизация процесса их обращения. Содержание политики управления оборотными активами предприятия отражено на рисунке 12.2.



Рисунок 12.2 – Элементы политики управления оборотными активами организации

**Факторы, влияющие на качество управления оборотными активами:**

✓ макроэкономические факторы: социально-экономическая ситуация в стране и условия хозяйствования (налоги, субсидии, дотации, поддержка отраслей, реальный уровень процентной ставки, уровень инфляции, уровень заработной платы, курс национальной валюты, возможность краткосрочных финансовых вложений и т.д.);

✓ мезоэкономические, т.е. региональные и отраслевые факторы: характер развития региона (предпринимательский, дотационный либо смешанный), динамика развития отрасли (подъем либо спад), тип рыночной структуры (совершенная либо несовершенная конкуренция), которые определяют особенности механизма ценообразования, ситуация на отраслевом рынке, цены на ресурсных рынках и т.д.;

✓ микроэкономические факторы: сфера, масштабы и динамика деятельности

предприятия, отраслевая принадлежность, особенности используемых технологий при производстве товаров и услуг, динамика и структура активов и пассивов, структура затрат, организационная структура, каналы сбыта и их эффективность, текущие показатели финансово-экономической деятельности, сезонность формирования прибыли и т.д.

Другими важными факторами, оказывающими влияние на активы и финансовые результаты предприятия, являются: качество действующего законодательства, уровень развития сектора государственных услуг, природные условия, степень развития инфраструктуры, социально-экономические условия и другие.

## 12.2 Подходы к управлению оборотными активами предприятия

Различают три основных подхода к управлению оборотными активами предприятия:

- ✓ консервативный;
- ✓ умеренный;
- ✓ агрессивный.

Сущность данных подходов применительно к управлению оборотными активами в целом раскрыта в таблице 12.1.

Таблица 12.1 – Подходы к управлению оборотными активами предприятия в целом

Подход	Описание
Консервативный	Поддержание высокого уровня финансовой надежности в сочетании с отсутствием больших возможностей для роста и развития. Характеризуется большими запасами продукции, низкой дебиторской задолженностью, большим запасом наличности. <b>Достоинства:</b> минимальные финансовые риски <b>Недостатки:</b> низкий прирост оборотных средств, низкая эффективность продаж, сужение круга клиентской базы, неэффективность использования денежных средств
Умеренный	Сочетает в себе преимущества консервативного и агрессивного подходов. Поддержание среднего уровня финансовой надежности в сочетании с определенными возможностями для роста и развития: вовлечение средств в оборот предприятия за счет собственных и привлеченных средств, умеренно расширенное воспроизводство продукции, умеренные запасы продукции, умеренная дебиторская задолженность, умеренный запас наличности. <b>Достоинства:</b> сбалансированное соотношение между уровнем риска и эффективностью использования финансовых ресурсов
Агрессивный	Поддержание минимального уровня финансовой надежности в сочетании с большими возможностями для роста и развития: активное вовлечение средств в оборот предприятия, расширенное воспроизводство продукции, минимальные запасы продукции, высокий уровень дебиторской задолженности, активное использование наличности. <b>Достоинства:</b> эффективные продажи, расширение круга клиентов, эффективность использования денежных средств. <b>Недостатки:</b> низкий уровень надежности, высокий уровень банкротства при наступлении неблагоприятных макроэкономических условий

Описанные выше подходы применимы ко всем элементам оборотных активов предприятия. В таблице 12.2 раскрыто содержание консервативного, умеренного и агрессивного подходов к управлению запасами, дебиторской задолженностью и денежными средствами.

Таблица 12.2 – Подходы к управлению отдельными элементами оборотных активов предприятия

Подход	Описание	Риск / доходность
<b>Запасы</b>		
Консервативный	Завышенный объем страховых и резервных запасов на случай перебоев с поставками и прочих форс-мажорных обстоятельств, большие потери на хранение запасов и отвлечение средств из оборота	Уровень риска остановки производства – минимальный. Снижение доходности за счет потерь на запасах
Умеренный	Формирование резервов на случай типовых сбоев	Средний риск – средняя доходность
Агрессивный	Минимум запасов, поставки «точно в срок»	Максимальная доходность, но малейшие сбои грозят остановкой (задержкой) производства
<b>Дебиторская задолженность</b>		
Консервативный	Жесткая политика предоставления кредита клиентам, минимальная отсрочка платежа, работа только с надежными клиентами	Низкий риск невыполнения обязательств клиентами и задержки оплаты, но одновременно – снижение доходности за счет сужения круга клиентов и отсутствия прироста продаж
Умеренный	Предоставление среднерыночных (стандартных) условий поставки и оплаты	Средний риск – средняя доходность
Агрессивный	Большая отсрочка, гибкая политика кредитования клиентов	Рост доходности за счет расширения круга клиентов, но одновременно – повышение риска появления просроченной дебиторской задолженности и ухудшения структуры активов
<b>Денежные средства</b>		
Консервативный	Хранение большого остатка денежных средств на счетах, их обесценивание	Высокая ликвидность – низкий риск – низкая доходность
Умеренный	Формирование сравнительно небольших страховых резервов, инвестирование в надежные финансовые инструменты	Средний риск – средняя доходность
Агрессивный	Хранение минимального остатка денежных средств на расчетных счетах, вложение свободных денежных средств в краткосрочные доходные финансовые инструменты	Высокий риск невыполнения обязательств – снижение ликвидности – высокая ожидаемая доходность

Консервативный подход характеризуется низким риском, но и низким уровнем доходности; агрессивный подход наоборот – сочетает в себе высокий риск и высокую доходность. Предприятие самостоятельно выбирает тот или иной подход управления оборотными активами. При этом оно должно исходить, прежде всего, из сложившихся условий хозяйствования. При этом наиболее предпочтительным является умеренный подход.

**Вопросы для повторения:**

1. Что такое оборотные активы предприятия? Приведите классификацию оборотных активов.
2. Опишите политику управления оборотными активами предприятия.
3. Опишите сущность консервативного подхода к управлению оборотными активами предприятия.
4. Опишите сущность умеренного подхода к управлению оборотными активами предприятия.
5. Опишите сущность агрессивного подхода к управлению оборотными активами предприятия.



## Тема 13 Управление дебиторской задолженностью

- 13.1 Понятие и виды дебиторской задолженности
- 13.2 Работа с дебиторской задолженностью
- 13.3 Управление дебиторской задолженностью
- 13.4 Анализ дебиторской задолженности
- 13.5 Кредитная политика. Анализ рискованности дебиторов

### 13.1 Понятие и виды дебиторской задолженности

**Дебиторская задолженность** – это задолженность перед организацией. В основном возникает в случаях, когда товар передан покупателю, а денежные средства за него еще не получены.

Дебиторская задолженность возникает в процессе коммерческого кредитования (см. таблицу 13.1).

Таблица 13.1 – Формы коммерческого кредита

Способы коммерческого кредитования	Формы коммерческого кредита
Отгрузка товаров (работ, услуг) в кредит, предоставление кредита в товарной форме, кредит продавца	Кредитование по открытому счету: <u>отсрочка</u> – оплата товаров через определенное время после их получения <u>рассрочка</u> – оплата полученного товара частями в течение установленного срока
Предоставление денежных средств в счет оплаты будущих поставок товаров (выполнения работ, оказания услуг), кредитование в денежной форме, кредит покупателя	Денежный коммерческий кредит: <u>аванс</u> – оплата части стоимости будущих поставок <u>предварительная оплата</u> – полная оплата стоимости будущих поставок

#### Виды дебиторской задолженности:

- задолженность за товары, работы и услуги;
- задолженность дочерних и зависимых обществ;
- переплата по платежам в бюджет и внебюджетные фонды;
- задолженность подотчетных лиц;
- векселя к получению;
- авансовые платежи;
- прочие виды задолженности.

**Дебиторы** – это фактически должники предприятия (физические и юридические лица).

Дебиторская задолженность предприятия, осуществляющего хозяйственную деятельность, главным образом возникает в процессе реализации готовой продукции. Часть покупателей расплачивается не сразу, что приводит к возникновению временного разрыва между отгрузкой товара и поступлением денег за него. С одной стороны предприятию это выгодно, т.к. возможность отсрочки платежа привлекает как дополнительных покупателей, так и увеличивает сумму покупки, с другой – отвлекает средства из оборота предприятия. В зависимости от условий возникновения дебиторской задолженности (период, платность,

наличие просроченной, структура и т.д.) предприятие несет как косвенные, так и прямые потери (рост затрат на ее обслуживание).

В хозяйственной практике дебиторская задолженность классифицируется на:

- ✓ нормальную;
- ✓ просроченную;
- ✓ безнадежную.

### 13.2 Работа с дебиторской задолженностью

Работа с дебиторской задолженностью предполагает, прежде всего, ее регулярный контроль и анализ, как правило, не реже раза в неделю на основе утвержденных в организации форм отчетов. Ниже описан данный процесс на примере условной компании.

Для организации эффективной работы с дебиторской задолженностью в данной организации ее классифицируют по временному периоду: текущая, задолженность до 15 дней, от 16 до 30 и свыше 30. Подобное деление определяется исключительно целями и особенностями деятельности организации.

Сотрудник, ответственный за контроль дебиторской задолженности, на основании данных о выставленных, оплаченных или неоплаченных счетах еженедельно, а также первого числа каждого месяца формирует отчеты по дебиторской задолженности по форме, приведенной в Приложении 1.

#### **Работа с краткосрочной задолженностью (до 15 дней):**

1) В случае возникновения краткосрочной задолженности финансовый куратор не позднее одного рабочего дня с момента получения отчета уведомляет ответственного исполнителя о факте ее возникновения.

2) Не позже двух рабочих дней после получения отчета ответственный исполнитель предупреждает компанию-дебитора о возникновении просроченной задолженности (лично, по телефону или по электронной почте) (метод личных переговоров). Одновременно ставит в известность финансового куратора. На переговоры дается не более пяти рабочих дней. Составляется акт сверки (приложение 2).

3) Если результатом переговоров является получение от дебитора гарантийного письма об оплате задолженности с указанием срока, не выходящего за рамки установленных, то ответственный исполнитель в течение дня передает его финансовому куратору.

4) Если указанный в гарантийном письме срок оплаты выходит за рамки сроков краткосрочной задолженности, то ответственный исполнитель передает гарантийное письмо финансовому куратору и одновременно подает на имя начальника планово-экономического отдела служебную записку, в которой описывает создавшуюся ситуацию.

#### **Работа со среднесрочной задолженностью (от 16 до 30 дней):**

1) Финансовый куратор не позднее одного рабочего дня с момента получения отчета о дебиторской задолженности, свидетельствующего о возникновении среднесрочной задолженности, уведомляет ответственного исполнителя о факте ее возникновения и составляет реестр счетов, выставленных на компанию-дебитора.

2) Ответственный исполнитель составляет письмо-уведомление (приложение 3), согласовывает его с руководителем подразделения, директором производственного департамента и начальником планово-экономического отдела. Согласованное письмо-уведомление передает на подпись руководству компании, регистрирует и передает в адрес

компании-дебитора официальным путем (с курьером или почтовым отправлением с уведомлением).

**Письмо-уведомление о наличии задолженности** часто действует эффективно на должника, особенно если в нем перечисляются санкции за нарушение условий контракта и возможность обращения в суд.

3) Если с дебитором не было достигнуто соглашение о погашении задолженности, то ответственный исполнитель совместно с юристом не позднее двух рабочих дней с момента установления данного факта (письменный ответ компании-дебитора – почтовое отправление, электронное письмо, телефонограмма, факс и т. п.) готовит письмо-претензию с указанием размера пеней по форме согласно Приложению 4.

Расчет пеней (или штрафов) осуществляет финансовый куратор в соответствии с условиями договора по форме Приложения 5 в течение двух рабочих дней с момента получения отчета о дебиторской задолженности.

4) Решение об отправке письма-претензии компании-дебитору принимает директор производственного департамента. При положительном решении ответственный исполнитель подписывает письмо-претензию у генерального директора, регистрирует и организует его официальную отправку (с курьером или почтовым отправлением с уведомлением) дебитору.

5) При необходимости и при наличии такого условия в договоре вместе с письмом-претензией в адрес дебитора может быть направлено уведомление о прекращении работ.

**Прекращение работ** – это крайняя мера, ведь порой она влечет за собой необратимые последствия для дебитора. Поэтому зачастую должники пытаются изыскать возможность и как-то все же договориться с компанией, возможно, о некой рассрочке платежа по гарантийному письму.

Решение о направлении уведомления о прекращении работ принимается непосредственно генеральным директором компании по представлению директора производственного департамента.

6) В случае отсутствия ответа от дебитора в указанный срок, ответственный исполнитель совместно с финансовым куратором в течение трех рабочих дней с момента истечения срока ответа передает письмо-претензию директору производственного департамента для принятия дальнейшего решения о судебных или досудебных мерах воздействия на компанию-дебитора.

#### **Работа с долгосрочной задолженностью (свыше 30 дней):**

1) В течение двух рабочих дней с момента получения отчета о дебиторской задолженности ответственный исполнитель и финансовый куратор готовят документы, подтверждающие наличие долгосрочной задолженности (финансовые документы и копии писем-уведомлений, отправленных ранее дебитору). Финансовый куратор проверяет документы на полноту и корректность, после чего ответственный исполнитель передает их юрисконсульту.

2) Юрисконсульт в течение двух рабочих дней готовит проект окончательного варианта письма-претензии и согласовывает его с начальником планово-экономического отдела и финансовым директором и передает директору производственного департамента для принятия дальнейшего решения.

3) Директор производственного департамента в течение трех рабочих дней с момента получения окончательного варианта письма-претензии решает вопрос о методах работы по истребованию долгосрочной задолженности, а именно:

✓ досудебные меры: переговоры с руководителями финансовой службы компании-

дебитора; переговоры с руководством компании-дебитора; направление подготовленных юридическим отделом писем-претензий руководству компании-дебитора;

✓ судебные меры: истребование просроченной задолженности с компании-дебитора в судебном порядке.

Директор производственного департамента также устанавливает в рамках принятых методов конкретные сроки по истребованию задолженности. Окончательное решение об истребовании просроченной долгосрочной дебиторской задолженности с компании-дебитора в судебном порядке принимает генеральный директор компании.

### 13.3 Управление дебиторской задолженностью

Мнения авторов относительно содержания управления дебиторской задолженностью расходятся. Однако если постараться выделить что-то общее, то можно отметить, что управление дебиторской задолженностью – это некая оптимизация ее уровня. При этом следует хорошо понимать, что рост дебиторской задолженности не всегда оценивается негативно. Если предприятие расширяется, наращивает объем продаж, то соответственно увеличивается число покупателей и соответственно может возрастать и дебиторская задолженность. При этом рост просроченной задолженности – всегда нежелателен, т.к. увеличивает финансовые риски для предприятия (вероятность непогашения долга, отвлечение и замораживание оборотного капитала).

В таблице 13.2 представлены некоторые подходы к определению сущности управления дебиторской задолженностью предприятия.

Таблица 13.2 – Содержание понятия «управление дебиторской задолженностью»

Автор (ы)	Содержание
Ю. Бригхем и Л. Гапенски	Полагают, что оптимизация величины дебиторской задолженности должна обеспечивать достижение баланса между желанием предприятия максимизировать свои чистые денежные поступления за определенный период и минимизировать затраты, связанные с поддержанием величины дебиторской задолженности на некотором уровне.
Пещанская И.В.	Эффективно управляя процессом кредитования покупателей, финансовый менеджер может существенно сократить, и даже свести к нулю потребность предприятия в привлечении краткосрочных банковских кредитов для замещения оборотного капитала, отвлеченного в дебиторскую задолженность

**Управление дебиторской задолженностью** – это ее эффективное использование с целью увеличения прибыли предприятия.

Содержание управления дебиторской задолженностью:

✓ формирование политики предоставления товарного кредита и инкассации дебиторской задолженности;

✓ анализ и ранжирование покупателей по выбранным критериям;

✓ определение условий сделок, способствующих поступлению денежных средств;

✓ анализ формирования и состояния дебиторской задолженности;

✓ прогноз поступления денежных средств от дебиторов;

✓ контроль расчетов с дебиторами;

- ✓ истребование просроченных и безнадежных долгов.

Цель управления дебиторской задолженностью – ускорение инкассации дебиторской задолженности, сокращение сомнительной задолженности, отсутствие безнадежной задолженности, формирование и реализация эффективной политики сбыта и продвижения товара на рынок.

Управление дебиторской задолженностью предполагает осуществление основных функций управления (планирование, контроль и оценка, регулирование и мотивация). Реализация каждой из них требует выполнения расчетно-аналитических процедур. Это общие методы управления дебиторской задолженностью.

В процессе планирования осуществляется расчет ожидаемой суммы дебиторской задолженности. Если величина дебиторской задолженности не оптимальна с точки зрения руководства, то могут быть внесены изменения в кредитную политику предприятия.

Реализация контроля требует постоянного мониторинга и анализа состояния дебиторской задолженности, в том числе на основе ведения платежного календаря и сопоставления его с графиком ожидаемых поступлений денежных средств от дебиторов с целью не допустить образования проблемной задолженности. Исходя из состояния дебиторской задолженности, предприятие выбирает методы воздействия.

Реализация функции мотивации связана со стимулированием сотрудников подразделений предприятия и основана на возможности перераспределения кредитных лимитов. Отделы, обеспечившие предприятию наибольшую сумму наценок при минимальной просрочке платежа и тем самым увеличившие объем продаж, получают вознаграждение в виде фиксированного процента от этого объема. Вместе с тем при превышении выделенных отделам кредитных лимитов на руководителей налагается штраф в размере произведения суммы превышения кредитного лимита на процент рентабельности предприятия.

Специфические методы управления дебиторской задолженностью:

- 1) Информирование абонента различными каналами связи о наличии задолженности;
- 2) Методы, направленные на взыскание просроченной задолженности:

- ✓ внутреннее досудебное и судебное инкассо – сбор задолженности с использованием ресурсов организации;
- ✓ внешнее досудебное и судебное инкассо – сбор задолженности внешними агентствами;

Инкассо (инкассация) просроченной задолженности – ускоренный перевод в другие формы оборотных активов организации: денежные средства и высоколиквидные краткосрочные ценные бумаги.

- 3) Методы реструктуризации дебиторской задолженности:

- предоставление кредитных лимитов;
- отсрочка платежа;
- рассрочка платежа;
- проведение взаимозачетов задолженности;

- 4) Методы рефинансирования дебиторской задолженности:

- Факторинг;
- форфейтинг.

- 5) Страхование кредитных рисков

Кредитный риск – это риск невыполнения обязательств контрагентом (риск неплатежа контрагента, риск просрочки платежа, риск невозврата аванса при неисполнении договора, риск банкротства контрагента, включая его самоликвидацию).

Направления страхования кредитных рисков компаний: страхование торговых кредитов,

страхование экспортных кредитов, страхование факторинга.

Процесс управления дебиторской задолженностью может быть построен таким образом:

1 этап. Планирование величины дебиторской задолженности в соответствии со сроками принятыми в организации

2 этап. Анализ дебиторской задолженности (динамики, структуры и качества и др.)

3 этап. Контроль над состоянием (мониторинг) дебиторской задолженности

4 этап. Оптимизация величины дебиторской задолженности

### 13.4 Анализ дебиторской задолженности

Анализ дебиторской задолженности осуществляют в соответствии с методами, описанными в таблице 13.3.

Таблица 13.3– Методы и приемы анализа дебиторской задолженности

Построение аналитических таблиц	Анализ динамики и структуры дебиторской задолженности
Разработка системы показателей	Коэффициент оборачиваемости ДЗ, период погашения ДЗ, коэффициент погашаемости ДЗ, коэффициент зависимости от ДЗ, коэффициент равновесия задолженностей, коэффициент времени, коэффициент эффективности ДЗ
Приемы детализации, группировки	Ранжирование ДЗ по срокам возникновения и погашения
Методы факторного анализа	Анализ абсолютных разниц, метод цепных подстановок
Качественные методы анализа	SWOT-анализ, ABC- анализ, XYZ-анализ

Ключевым звеном рассматриваемого этапа является система аналитических показателей:

1. Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности. Коэффициент показывает количество оборотов, которое делает за анализируемый период дебиторская задолженность ( $K = N / \overline{ДЗ}$ , где  $\overline{ДЗ}$  - среднее значение дебиторской задолженности; N - выручка от реализации работ (выполненных услуг)).

2. Период погашения дебиторской задолженности. Характеризует средний срок возврата денежных средств, вложенных в производственно-финансовую деятельность предприятия ( $K = \overline{ДЗ} \times T / N$ , где T = 360 дней).

3. Коэффициент погашаемости (инкассации) дебиторской задолженности. Показывает возможность ее погашения в разгах ( $K = \overline{ДЗ} / N$ ).

4. Коэффициент зависимости предприятия от дебиторской задолженности. Этот коэффициент дает представление о том, на сколько оборотные активы предприятия подчинены внешним контрагентам, и косвенно характеризует степень платежеспособности организации ( $K = \overline{ДЗ} / \text{ОА}$ , где ОА – величина оборотных активов).

5. Коэффициент равновесия задолженностей. Характеризует баланс соотношений дебиторской и кредиторской задолженностей ( $K = \overline{ДЗ} / \overline{КЗ}$ ).



6. Коэффициент соотношения сроков погашения задолженностей – коэффициент времени ( $K = K' / K''$ , где  $K'$  - период оборачиваемости дебиторской задолженности;  $K''$  - период оборачиваемости кредиторской задолженности).

5. Коэффициент эффективности дебиторской задолженности. Характеризует качество управления обязательствами – определяется, исходя из рекомендуемого периода погашения, и сравнивается с нормативным показателем (норма  $K < 1$ .  $K = (ДЗ * Т / N) / t'$ , где  $t'$  - рекомендуемый период оплаты, определенный условиями договора).

### 13.5 Кредитная политика. Анализ рискованности дебиторов

**Кредитная политика** – это комплекс правил, разработанных и используемых в целях регламентирования предоставления коммерческого кредита и взыскания дебиторской задолженности.

Кредитная политика является основным условием эффективного управления инвестициями в дебиторскую задолженность предприятия. Она позволяет оптимизировать размеры дебиторской задолженности и минимизировать расходы на ее финансирование.

Основная цель разработки кредитной политики предприятия состоит в повышении эффективности инвестирования в дебиторскую задолженность.

Задачи, решаемые в процессе реализации кредитной политики предприятия:

- ✓ наращивание объемов продаж,
- ✓ минимизация стоимости кредитных ресурсов,
- ✓ снижение риска возникновения безнадежных долгов,
- ✓ формирование деловой репутации и повышение конкурентоспособности предприятия на рынке.

В рамках кредитной политики оценивают качество акцептованных счетов, определяют продолжительность периода кредитования покупателей и заказчиков, устанавливают размер предоставляемой скидки за ранние платежи, выявляют уровень расходов, требуемых для взыскания дебиторской задолженности покупателей.

#### **Оценка рискованности дебиторов.**

**Цель** – сохранение платежеспособности компании, снижение риска кассовых разрывов, избегание роста проблемной дебиторской задолженности.

#### **Признаки рискованности дебиторов:**

##### Признак 1. Компания «прописана» по адресу массовой регистрации

Сотрудничество с компанией, обладающей признаками фирмы-однодневки, может привести к доначислению налогов, взысканием пеней и штрафов. Чтобы избежать проблем, нужно проверить, относится ли адрес контрагента к «массовым» на портале Федеральной налоговой службы или в специализированных системах СПАРК или СКРИН. Также необходимо установить является ли директор компании реальным или номинальным. Для этого можно также воспользоваться СПАРК, либо запросить копию паспорта или встретиться лично.

##### Признак 2. К покупателю предъявлены судебные иски на значительные суммы

Информация о процессах и принятых по ним решениях размещена на сайтах арбитражных судов (скорее всего, по месту регистрации предприятия). Кроме того, можно обратиться к portalу «Право.ру», где можно найти интересующие данные по таким критериям, как участник процесса (наименование или ИНН), фамилия судьи и т.д.

##### Признак 3. Клиент испытывает дефицит оборотных средств

Оценить дефицит оборотных средств дебитора можно при помощи коэффициента текущей ликвидности, который определяется по формуле (13.1):

$$K_{ТЛ} = OA / (КО - ДБП - РПР), \quad (13.1)$$

где OA – оборотные активы (стр. 1200), руб.;

КО – краткосрочные обязательства (стр. 1500), руб.;

ДБП – доходы будущих периодов (стр. 1530), руб.;

РПР – резервы предстоящих расходов (стр. 1540), руб.

Чтобы коэффициент получился более достоверным, можно числитель уменьшить на величину долгосрочной дебиторской задолженности. Если  $K_{ТЛ} < 1$ , то компания испытывает дефицит оборотных средств. Чем ниже значение показателя, тем хуже платежеспособность.

Признак 4. Вызывает сомнения платежеспособность покупателя по текущим обязательствам

Коэффициент платежеспособности по текущим обязательствам определяется по формуле (13.2):

$$K_{СПТО} = (ЗС + КЗ + ПО) / (В / М), \quad (13.2)$$

где ЗС – заемные средства (стр. 1510), руб.;

КЗ – кредиторская задолженность (стр. 1520), руб.;

ПО – прочие обязательства (стр. 1550), руб.;

В – выручка от реализации (стр. 2110 формы № 2), руб.;

М – число месяцев в отчетном периоде.

Чем выше коэффициент, тем ниже платежеспособность потенциального покупателя. При значении  $K_{СПТО}$  от нуля до трех месяцев с компанией можно вести переговоры об отсрочке, но если итоговый показатель превышает три месяца – высока вероятность, что покупатель будет нарушать сроки оплаты.

Признак 5. У контрагента проблемы с платежной дисциплиной

Судить о платежной дисциплине контрагента можно по коэффициенту оборачиваемости кредиторской задолженности, который вычисляется по формуле (13.3):

$$K_{окз} = В / \bar{КЗ}, \quad (13.3)$$

где  $\bar{КЗ}$  – среднее значение кредиторской задолженности.

Данный показатель демонстрирует, как быстро предприятие рассчитывается по краткосрочным обязательствам, в том числе перед своими поставщиками. Параллельно анализируется период оборота кредиторской задолженности покупателя по формуле (13.4):

$$П_{окз} = \text{Продолжительность анализируемого периода в днях} : K_{окз} \quad (13.4)$$

Этот показатель характеризует средний период погашения обязательств компании перед поставщиками и подрядчиками. Чем выше его значение, тем хуже платежная дисциплина контрагента. Полученное значение  $П_{окз}$  сопоставляют с отсрочкой платежа, о которой клиент просит компанию. Допустим, по условиям типового договора предприятие предоставляет 30 дневную отсрочку, а коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности у



потенциального дебитора превышает 90 дней. В этом случае высока вероятность, что покупатель будет задерживать оплату, регулярно сталкиваясь с кассовыми разрывами.

Признак 6. Стоимость чистых активов ниже уставного капитала компании

Расчет показателя стоимости чистых активов представлен в приложении 6.

Положительная динамика чистых активов указывает на надежность контрагента, отрицательная – на существенные риски. Если величина чистых активов контрагента отрицательная, то с такой компанией лучше работать на условиях полной предоплаты.

**Вопросы для повторения:**

1. Что такое дебиторская задолженность?
2. Какие виды дебиторской задолженности существуют?
3. Как осуществляется работа с дебиторской задолженностью?
4. В чем состоит управление дебиторской задолженностью?
5. Опишите методику анализа дебиторской задолженностью.
6. Опишите кредитную политику предприятия.
7. Как проводится анализ рискованности дебиторов?

## Список источников

- 1) Акулов, В.Б. Финансовый менеджмент : учебное пособие / В.Б. Акулов. - 4-е изд. - М. : Флинта, 2010. - 264 с. - (Экономика и управление). - ISBN 978-5-9765-0039-6
- 2) Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятий: Учебник / Под ред. проф. В.Я. Позднякова. – М.: ИНФРА-М, 2012. – 617 с.
- 3) Гоманова, Т.К. Основы финансового менеджмента : учебное пособие / Т.К. Гоманова, Н.А. Толкачева. - М. : Директ-Медиа, 2013. - 188 с. - ISBN 978-5-4458-4176-0
- 4) Гукова, А.В. Управление предприятием: финансовые и инвестиционные решения : учебное пособие / А.В. Гукова, И.Д. Аникина, Р.С. Беков. - М. : Финансы и статистика, 2012. - 185 с. - ISBN 978-5-279-03395-9
- 5) Иванюк, Т.Н. Анализ дебиторской задолженности // Вестник университета Туран. 2014. № 1 (61). С. 28-33.
- 6) Кириченко, Т.В. Финансовый менеджмент : учебник / Т.В. Кириченко. - М. : Дашков и Ко, 2014. - 484 с. : ил. - Библиогр.: с. 463-467. - ISBN 978-5-394-01996-8
- 7) Кокин, А.С. Финансовый менеджмент : учебное пособие / А.С. Кокин, В.Н. Ясенев. - 2-е изд., перераб. и доп. - М. : Юнити-Дана, 2012. - 512 с. - ISBN 978-5-238-01676-4
- 8) Колчина, Н.В. Финансовый менеджмент : учебное пособие / Н.В. Колчина, О.В. Португалова, Е.Ю. Макеева ; под ред. Н.В. Колчина. - М. : Юнити-Дана, 2012. - 467 с. - ISBN 978-5-238-01358-9
- 9) Кузнецов, Б.Т. Финансовый менеджмент : учебное пособие / Б.Т. Кузнецов. - М. : Юнити-Дана, 2012. - 416 с. - ISBN 5-238-00895-3
- 10) Кулаговская, Т.А., Жариков, М.П. Управление дебиторской задолженностью как инструмент эффективного управления оборотными активами коммерческой организации // Современное инновационное общество: динамика становления, приоритеты развития, модернизация: экономические, социальные, философские, правовые, общенаучные аспекты материалы Международной научно-практической конференции. 2015. С. 88-91.
- 11) Лытнев, О.Н. Основы финансового менеджмента : учебное пособие / О.Н. Лытнев. - М. : Директ-Медиа, 2014. - 324 с. - ISBN 978-5-4458-5328-2
- 12) Межова, Л.Н. Финансовый менеджмент организации : учебное пособие / Л.Н. Межова, А.М. Гринь, О.В. Миндергасова. - Новосибирск : НГТУ, 2012. - 268 с. - ISBN 978-5-7782-1929-8
- 13) Мормуль, Н.Ф., Еникеева, С.А. Системный подход к управлению дебиторской задолженностью // Экономические и социально-гуманитарные исследования. 2015. № 2 (6). С. 85-89.
- 14) Никулина, Н.Н. Финансовый менеджмент организации. Теория и практика : учебное пособие / Н.Н. Никулина, Д.В. Суходоев, Н.Д. Эриашвили. - М. : Юнити-Дана, 2012. - 512 с. - ISBN 978-5-238-01547-7
- 15) Павлова, Л.Н. Финансовый менеджмент : учебник / Л.Н. Павлова. - 2-е изд., перераб. и доп. - М. : Юнити-Дана, 2012. - 273 с. - ISBN 5-238-00321-8
- 16) Пещанская, И.В. Страховые механизмы в управлении дебиторской задолженностью предприятий // Известия Российского экономического университета им. Г.В. Плеханова. 2011. № 5 (5). С. 47-52.

- 17) Попов, А. Шесть признаков рискованности дебиторов // Финансовый директор. – март. – 2012
- 18) Процедура, которая позволит эффективно управлять дебиторской задолженностью // Финансовый директор. – июнь 2012
- 19) Самойлова, Л.Б., Магомедова, Р.М. Факторинг в управлении дебиторской задолженностью // Транспорт и сервис. 2016. Т. 4. С. 133-143.
- 20) Сурикова, Е.А., Раздерищенко, И.Н. Роль экономического анализа в управлении дебиторской задолженностью организации // Бюллетень научных работ Брянского филиала МИИТ. 2013. № 2 (4). С. 65-68.
- 21) Сысо, Т.Н. Финансовый менеджмент: в схемах и таблицах : учебное пособие / Т.Н. Сысо. - Омск : Омский государственный университет, 2012. - 224 с. - ISBN 978-5-7779-1390-6
- 22) Турманидзе Т.У. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятия: Учебник / Т.У. Турманидзе. – Москва: Экономика, 2011. – 479 с.
- 23) Финансовый менеджмент : учебник / Г.Б. Поляк, И.Л. Акодис, Т.А. Краева и др. ; под ред. Г.Б. Поляк. - 2-е изд., перераб. и доп. - М. : Юнити-Дана, 2012. - 572 с. - ISBN 978-5-238-00645-1
- 24) Финансовый менеджмент : учебник / Ендовицкий Д.А., Щербакowa Н.Ф., Исаенко А.Н. и др.; под общей ред. д-ра экон. наук, профессора Д.А. Ендовицкого. – М. : Рид Групп, 2011. – 800 с.
- 25) Царелашвили, Р.А. Возникновение, становление и основные современные черты финансового менеджмента, зарубежный опыт / Р.А. Царелашвили. - М. : Лаборатория книги, 2012. - 120 с. - ISBN 978-5-504-00313-9

**Приложение 1**  
**Отчет о дебиторской задолженности**

Дебиторская задолженность на \_\_\_\_\_, в руб.

№	Тип оплаты	Заказчик	Дата счета	Номер счета	Код подразделения	Задолженность всего	в т.ч. просрочена		
							до 15 дней	16-30 дней	свыше 30 дней
1	по факту/предоплата	Заказчик 1							
2		Заказчик 1							
		<b>Итого по 1-му заказчику</b>				-	-	-	-
		Заказчик 2							
		<b>Итого по 2-му заказчику</b>				-	-	-	-
		Заказчик 3							
		<b>Итого по 3-му заказчику</b>				-	-	-	-
		<b>ВСЕГО ЗА ВЫБРАННЫЙ ПЕРИОД:</b>				-	-	-	-
						-	-		
						-	-	-	-
						-			
						-			

**Структура дебиторской задолженности по компании на \_\_\_\_\_**

*Дебиторская задолженность по подразделениям компании, в руб.*

Код подразделения	Задолженность всего	в т.ч. просрочена оплата по договору			в % от общей задолженности
		до 15 дней	16-30 дней	свыше 30 дней	
Подразделение 1					
Подразделение 2					
Подразделение 3					
<b>ИТОГО по компании</b>					

*Задолженность по крупнейшим дебиторам, в руб.*

Контрагент	Задолженность всего	в т.ч. просрочена оплата по договору			в % от общей задолженности
		до 15 дней	16-30 дней	свыше 30 дней	
Заказчик 1					
Заказчик 2					
Заказчик 3					



**Приложение 3**  
**Письмо-уведомление**

Исх. №  
от

**Вниманию бухгалтерии  
и финансовой службы**

---

Касательно: погашения задолженности перед компанией \_\_\_\_\_

Уважаемые господа!

Настоящим обращаем Ваше внимание на то, что по состоянию на \_\_\_\_\_ за \_\_\_\_\_ числится задолженность перед компанией \_\_\_\_\_ по договору (заявке, протоколу, акту и т.д.) № \_\_\_\_\_ от «\_\_\_» \_\_\_\_\_ 20\_\_ г. в размере \_\_\_\_\_ по следующим счетам:

\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

Убедительно просим Вас не нарушать условий договора в части оплаты выполненных перед Вами обязательств. В противном случае мы будем вынуждены действовать согласно п. .... договора.

Просим Вас в ближайшее время погасить указанную задолженность.

С уважением,

Главный бухгалтер (или Финансовый директор)

\_\_\_\_\_/\_\_\_\_\_/

Приложение 4  
Письмо претензияИсх. №  
от

Генеральному директору \_\_\_\_\_

Г-ну \_\_\_\_\_

Копия: Главному бухгалтеру \_\_\_\_\_

«Претензия о погашении задолженности»

Уважаемый \_\_\_\_\_!

Настоящим обращаем Ваше внимание на то, что по состоянию на \_\_\_\_\_ за \_\_\_\_\_ числится задолженность перед \_\_\_\_\_ по договору (заявке, протоколу, акту и т.д.) № \_\_\_\_\_ от «\_\_» \_\_\_\_\_ 200 \_\_г. в размере \_\_\_\_\_ по следующим счетам:

\_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

Просим Вас в течение 3-х банковских дней, считая со дня получения настоящего письма, погасить задолженность перед \_\_\_\_\_ в размере \_\_\_\_\_ или предоставить график погашения задолженности, по которому продолжительность погашения не превышала бы \_\_\_\_\_ банковских дней.

Согласно п. \_\_\_\_\_ Договора мы вынуждены начислить компании \_\_\_\_\_ неустойку в размере \_\_\_\_\_ с первого дня возникновения задолженности, исходя из \_\_\_\_\_% в день (годовых) за каждый день просрочки платежа.

Искренне надеемся на разрешение сложившейся ситуации и дальнейшее взаимовыгодное сотрудничество.

С уважением,

Генеральный директор

\_\_\_\_\_/\_\_\_\_\_/

**Приложение 5  
Расчет пеней**

Расчет суммы претензии компании \_\_\_\_\_ к компании \_\_\_\_\_ по состоянию на \_\_\_\_\_ г., в руб.

№ Счета	Дата счета	Сумма счета, в т.ч. НДС	Срок оплаты	Дата платежа	Просрочка оплаты, дней	Сумма платежа, в т.ч. НДС	Остаток основного долга, в т.ч. НДС учетом частичной оплаты по датам платежа	Пени	Общая сумма задолженности
итого, задолженность по счету							-		
итого, задолженность по счету									
Итого, сумма претензии по всем основаниям:									



## Приложение 6

## Расчет стоимости чистых активов

Формула для определения показателя:

$$\text{ЧА} = \text{A}_p - \text{П}_p,$$

где  $\text{A}_p$  – активы, принимаемые к расчету (Нематериальные активы (стр. 1110) + Результаты исследований и разработок (стр. 1120) + Основные средства (стр. 1130) + Доходные вложения в материальные ценности (стр. 1140) + Финансовые вложения (стр. 1150 + стр. 1240) + Отложенные налоговые активы (стр. 1160) + Прочие внеоборотные активы (стр. 1170) + Запасы (стр. 1210) + НДС по приобретенным ценностям (стр. 1220) + Дебиторская задолженность (стр. 1230) + Денежные средства (стр. 1250) + Прочие оборотные активы (стр. 1260));

$\text{П}_p$  – пассивы, принимаемые к расчету (Заемные средства (стр. 1410 + стр. 1510) + Отложенные налоговые обязательства (стр. 1420) + Резервы под условные обязательства (стр. 1430) + Прочие обязательства (стр. 1450) + Кредиторская задолженность (стр. 1520) + Резервы предстоящих расходов (стр. 1540) + Прочие краткосрочные обязательства (стр. 1550)).

ИЗМАЙЛОВА АННА СЕРГЕЕВНА

## ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Учебное пособие

Для студентов направлений **38.03.01 «Экономика»** и **38.03.02 «Менеджмент»**  
всех форм обучения

Подписано в печать 23.11.2017г.		
Формат <b>60x90<sup>1</sup>/16</b> Рег. №106	Печать цифровая Тираж 100 экз.	Уч.-изд.л. 5,12

ФГАОУ ВО

«Национальный исследовательский технологический университет  
«МИСиС»

Новотроицкий филиал

462 359, Оренбургская область, г. Новотроицк, ул. Фрунзе, 8.

Е-mail: [nfmisis@yandex.ru](mailto:nfmisis@yandex.ru)

Контактный тел. 8 (3537) 67-97-29

ИЗМАЙЛОВА АННА СЕРГЕЕВНА

## ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Учебное пособие

Для студентов направлений **38.03.01 «Экономика»** и **38.03.02 «Менеджмент»**  
всех форм обучения

Подписано в печать 23.11.2017г.		
Формат <b>60x90</b> Рег. №106	Печать цифровая Тираж 100 экз.	Уч.-изд.л. 6,125

ФГАОУ ВО

«Национальный исследовательский технологический университет  
«МИСиС»

Новотроицкий филиал

462 359, Оренбургская область, г. Новотроицк, ул. Фрунзе, 8.

E-mail: [nfmisis@yandex.ru](mailto:nfmisis@yandex.ru)

Контактный тел. 8 (3537) 67-97-29