**Управление финансированием активов организации**

Продченко И.А.

**Финансирование оборотных активов**

Финансирование оборотных активов является одной из важнейших функций финансового менеджмента. В этой теме мы рассмотрим основы политики управления таким финансированием.

Управление финансированием оборотных активов предприятия подчинено целям обеспечения необходимой потребности в них соответствующими финансовыми средствами и оптимизации структуры источников формирования этих средств. С учетом этой цели строится политика финансирования оборотных активов, разрабатываемая на предприятии.

Политика финансирования оборотных активов представляет собой часть общей политики управления его оборотными активами, заключающаяся в оптимизации объема и состава финансовых источников их формирования с позиций обеспечения эффективного использования собственного капитала и достаточной финансовой устойчивости предприятия.

Разработка политики финансирования оборотных активов осуществляется по следующим основным этапам (рис. 7.1).

Для уяснения материала данной темы необходимо рассмотреть содержание каждого из указанных этапов.

Анализ состояния финансирования оборотных активов предприятия в предшествующем периоде. Основной целью этого анализа является оценка уровня достаточности финансовых средств, инвестируемых в оборотные активы, а также степени эффективности формирования структуры источников их финансирования с позиций влияния на финансовую устойчивость предприятия.

На первом этапе анализа проводится оценка достаточности финансовых средств, инвестируемых в оборотные активы, с позиций удовлетворения потребности в них в предшествующем периоде. Такая оценка проводится на основе коэффициента достаточности финансирования оборотных активов предприятия в целом, в том числе собственных оборотных активов. Расчет указанных коэффициентов осуществляется по следующим формулам:

где КДФоа — коэффициент достаточности финансирования оборотных активов в рассматриваемом периоде;

КДФcоа — коэффициент достаточности финансирования собственных оборотных активов;

ФПОоа — фактический период оборота оборотных активов в днях в рассматриваемом периоде;

НПОоа — норматив оборотных активов предприятия в днях, установленный на соответствующий рассматриваемый период;

ФПОсоа — фактический период оборота собственных оборотных активов в днях в рассматриваемом периоде;

НПОcоа — норматив собственных оборотных активов предприятия в днях, установленный на соответствующий рассматриваемый период.

На втором этапе анализа рассматриваются сумма и уровень чистых оборотных активов (чистого рабочего капитала) и темпы изменения этих показателей по отдельным периодам. Для оценки уровня чистых оборотных активов (чистого рабочего капитала) используется соответствующий коэффициент, который рассчитывается по следующей формуле:

где Кчоа — коэффициент чистых оборотных активов (чистого рабочего капитала) предприятия;

ЧОА — средняя сумма чистых оборотных активов (чистого рабочего капитала) предприятия в рассматриваемом периоде;

ОА — средняя сумма оборотных активов (рабочего капитала) предприятия в рассматриваемом периоде.

На третьем этапе анализа изучаются объем и уровень текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия в отчетном периоде, определяемых потребностями его финансового цикла.

Объем текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия рассчитывается по следующей формуле:

ОТФоа = Зтмц + ДЗ - КЗ ,

где ОТФоа — средний объем текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия в рассматриваемом периоде;

Зтмц — средняя сумма запасов товарно-материальных ценностей в составе оборотных активов предприятия в рассматриваемом периоде;

ДЗ — средняя сумма дебиторской задолженности предприятия в рассматриваемом периоде;

КЗ — средняя сумма кредиторской задолженности предприятия в рассматриваемом периоде.

В процессе изучения динамики объема текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия в рассматриваемом периоде исследуется роль отдельных факторов, определивших изменение этого показателя — изменение средней суммы запасов; изменение средней суммы дебиторской задолженности; изменение средней суммы кредиторской задолженности.

Уровень текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия оценивается на основе соответствующего коэффициента, который рассчитывается по следующей формуле:

где КТФоа — коэффициент текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия в рассматриваемом периоде;

ОТФоа — средний объем текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятии в рассматриваемом периоде;

ОА — средняя сумма оборотных активов предприятия в рассматриваемом периоде.

На четвертом этапе анализа рассматривается динамика суммы и удельного веса отдельных источников финансирования оборотных активов предприятия в предшествующем периоде. В процессе анализа заемных источников финансирования оборотных активов эти источники рассматриваются в разрезе сроков их использования (долгосрочных и краткосрочных) и видов привлекаемого кредита (финансового и товарного).

Формирование принципов финансирования оборотных активов предприятия. Эти принципы призваны отражать общую идеологию финансового управления предприятия с позиций приемлемого соотношения уровня доходности и риска финансовой деятельности. В процессе формирования принципов финансирования оборотных активов используется их классификация по периоду функционирования, т.е. в общем их составе выделяются постоянная и переменная их части.

Существует три принципиальных подхода к финансированию различных групп оборотных активов предприятия.

1) Консервативный подход к финансированию оборотных активов предполагает, что за счет собственного и долгосрочного заемного капитала должны финансироваться постоянная часть оборотных активов и примерно половина переменной их части. Вторая половина переменной части оборотных активов должна финансироваться за счет краткосрочного заемного капитала. Такая модель (тип политики) финансирования оборотных активов обеспечивает высокий уровень финансовой устойчивости предприятия.

2) Умеренный (или компромиссный) подход к финансированию оборотных активов предполагает, что за счет собственного и долгосрочного заемного капитала должна финансироваться постоянная часть оборотных активов, в то время как за счет краткосрочного заемного капитала — весь объем переменной их части. Такая модель (тип политики) финансирования оборотных активов обеспечивает приемлемый уровень финансовой устойчивости предприятия и рентабельность использования собственного капитала, приближенную к среднерыночной норме прибыли на капитал.

3) Агрессивный подход к финансированию оборотных активов предполагает, что за счет собственного и долгосрочного заемного капитала финансируется лишь небольшая доля постоянной их части (не более половины), в то время как за счет краткосрочного заемного капитала — преимущественная доля постоянной и вся переменная части оборотных активов. Такая модель (тип политики) создает проблемы в обеспечении текущей платежеспособности и финансовой устойчивости предприятия. Вместе с тем, она позволяет осуществлять операционную деятельность с минимальной потребностью в собственном капитале, а следовательно, обеспечивать при прочих равных условиях наиболее высокий уровень его рентабельности.

Оптимизация объема текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) с учетом формируемого финансового цикла предприятия. Такая оптимизация позволяет выявить и минимизировать реальную потребность предприятия в финансировании оборотных активов за счет собственного капитала и привлекаемого финансового кредита (в долгосрочной или краткосрочной его формах).

На первом этапе расчетов прогнозируется объем кредиторской задолженности предприятия в предстоящем периоде. Расчет прогнозируемого объема кредиторской задолженности предприятия в предстоящем периоде осуществляется по следующей формуле:

где КЗп — прогнозируемый объем кредиторской задолженности предприятия;

КЗт — средняя фактическая сумма кредиторской задолженности предприятия по товарным операциям в аналогичном предшествующем периоде;

КЗвн — средняя фактическая сумма внутренней кредиторской задолженности (кредиторской задолженности прочих видов) предприятия в аналогичном предшествующем периоде;

КЗпр — средняя фактическая сумма просроченной кредиторской задолженности предприятия (всех видов) в аналогичном предшествующем периоде;

Tp — планируемый темп прироста объема производства продукции, выраженный десятичной дробью.

Пример. Определить объем кредиторской задолженности предприятия в предстоящем году исходя из следующих данных:

среднегодовая сумма кредиторской задолженности предприятия по товарным операциям составляла 20000 усл. ден. ед., в том числе просроченной — 3000 усл. ден. ед.;

среднегодовая суша внутренней кредиторской задолженности предприятия составляла 4000 усл. ден. ед., в том числе просроченной — 1000 усл. ден. ед.;

планируемый темп прироста объема производства продукции на предстоящий год составляет 20%.

Исходя из этих данных, прогнозируемый объем кредиторской задолженности предприятия составит:

(20000 + 4000 - 3000 - 1000) × (1 + 0,2) = 24000 усл. ден. ед.

На втором этапе расчетов, исходя из ранее определенных плановых объемов запасов товарно-материальных ценностей, дебиторской задолженности, а также прогнозируемого объема кредиторской задолженности, определяется прогнозируемый объем текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия.

Расчет осуществится по следующей формуле:

ОТФп = Зп + ДЗп - КЗп ,

где ОТФп — прогнозируемый объем текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия;

Зп — планируемый объем запасов товарно-материальных ценностей в составе оборотных активов предприятия;

ДЗп — планируемый объем дебиторской задолженности предприятия;

КЗп — прогнозируемый объем кредиторской задолженности предприятия.

Если в предстоящем периоде продолжительность финансового цикла предприятия не меняется, то расчет прогнозируемого объема текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия осуществляется по упрощенной формуле:

ОТФп = ПФЦ × ОРп ,

где ОТФп — прогнозируемый объем текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия;

ПФЦ — продолжительность финансового цикла предприятия, в днях;

ОРп — планируемый однодневный объем реализации продукции.

На третьем этапе расчетов с учетом вскрытых в процессе анализа резервов разрабатываются мероприятия по сокращению прогнозируемого объема текущего финансирования оборотных активов (а соответственно и продолжительности финансового цикла) предприятия. Основное внимание при разработке таких мероприятий уделяется обеспечению сокращения объема дебиторской задолженности и особенно — увеличению объема кредиторской задолженности предприятия.

Оптимизация структуры источников финансирования оборотных активов предприятия. При определении структуры этого финансирования выделяют следующие группы источников:

собственный капитал предприятия;

долгосрочный финансовый кредит;

краткосрочный финансовый кредит;

товарный (коммерческий) кредит;

внутренняя кредиторская задолженность предприятия.

Объемы финансирования оборотных активов за счет товарного кредита поставщиков (кредиторской задолженности по товарным операциям), а также за счет внутренней кредиторской задолженности были определены при прогнозировании общего объема и состава кредиторской задолженности.

Объем финансирования оборотных активов за счет краткосрочного финансового кредита определяется на основе прогнозируемой суммы чистых оборотных активов (в соответствии с избранным типом политики их финансирования) и прогнозируемого объема текущего их финансирования (текущих финансовых потребностей). Расчет плановой потребности в краткосрочном финансовом кредите осуществляется по формуле:

КФКп = ЧОАп - ОТФп ,

где КФКп — планируемая потребность в краткосрочном финансовом кредите;

ЧОАп — прогнозируемая сумма чистых оборотных активов;

ОТФп — прогнозируемый объем текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия.

Расчет объема финансирования чистого оборотного капитала за счет долгосрочного финансового кредита осуществляется по формуле:

ДФКоа = ДФК - ДФКоа,

где ДФКоа — сумма долгосрочного финансового кредита, инвестированного в оборотные активы (чистый рабочий капитал);

ДФК — общая сумма долгосрочного финансового кредита, привлеченного предприятием, на начало планового периода;

ДФКоа — сумма долгосрочного финансового кредита, привлеченного предприятием на целевое финансирование развития внеоборотных активов (капитальное строительство новых объектов, финансовый лизинг оборудования и т. п.).

Соответственно расчет объема собственного капитала, инвестированного в оборотные активы (чистый рабочий капитал), осуществляется по формуле:

СКоа = ЧОАп - ДФКоа,

где СКоа — сумма собственного капитала, инвестируемого в оборотные активы (чистый рабочий капитал);

ЧОАп — прогнозируемая сумма чистых оборотных активов (чистого рабочего капитала);

ДФКоа — сумма долгосрочного финансового кредита, инвестированного в оборотные активы (чистый рабочий капитал).

Результаты разработанной политики формирования и политики финансирования оборотных активов получают свое отражение в сводном плановом документе — балансе формирования и финансирования оборотных активов.

Примерная форма такого баланса приведена в таблице 7.1.

Таблица 7.1

Примерная форма баланса формирования и финансирования оборотных активов предприятия

|  |  |
| --- | --- |
| Потребность в оборотных активах | Источники финансирования оборотных активов |
| Группы оборотных активов | Сумма | Группы источников финансирования ОА | Сумма |
| Запасы сырья, материалов, полуфабрикатов |  | Собственный капитал |  |
| Объем незавершенного производства |  | Долгосрочный финансовый кредит |  |
| Запасы готовой продукции |  | Краткосрочный финансовый кредит |  |
| Дебиторская задолженность |  | Товарный кредит |  |
| Денежные активы |  | Внутренняя кредиторская задолженность |  |
| Прочие виды оборотных активов |  | Прочие источники финансирования |  |
| Итого |  | Итого |  |

**Финансирование внеоборотных активов**

Финансирование обновления операционных внеоборотных активов в целом сводится к двум вариантам. Первый из них основывается на том, что весь объем обновления этих активов финансируется за счет собственного капитала. Второй из них основан на смешанном финансировании обновления операционных внеоборотных активов за счет собственного и долгосрочного заемного капитала.

В процессе финансирования обновления отдельных видов операционных внеоборотных активов одной из наиболее сложных задач финансового менеджмента является выбор альтернативного варианта — приобретение этих активов в собственность или их аренда.

В современных условиях арендные (лизинговые) операции могут осуществляться предприятием в форме оперативного, финансового, возвратного и других форм лизинга (аренды) внеоборотных активов. Кратко охарактеризуем каждый из них.

Оперативный лизинг (аренда) представляет собой хозяйственную операцию, предусматривающую передачу арендатору права пользования основными средствами, принадлежащими арендодателю, на срок, не превышающий их полной амортизации, с обязательным их возвратом владельцу после окончания срока действия лизингового соглашения. Переданные в оперативный лизинг основные средства остаются на балансе арендодателя.

Финансовый лизинг (аренда) представляет собой хозяйственную операцию, предусматривающую приобретение арендодателем по заказу арендатора основных средств с дальнейшей передачей их в пользование арендатора на срок, не превышающий периода полной их амортизации, с обязательной последующей передачей права собственности на эти основные средства арендатору.

Возвратный лизинг (аренда) представляет собой хозяйственную операцию предприятия, предусматривающую продажу основных средств финансовому институту (банку, страховой компании и т.п.) с одновременным обратным получением этих основных средств предприятием в оперативный или финансовый лизинг.

Решая дилемму аренды (лизинга) или приобретения в собственность отдельных видов материальных и нематериальных ценностей, следует исходить из преимуществ и недостатков арендных операций.

Основными преимуществами аренды (лизинга) являются:

а) увеличение рыночной стоимости предприятия за счет получения дополнительной прибыли без приобретения основных средств в собственность;

б) увеличение объема и диверсификация хозяйственной деятельности предприятия без существенного расширения объема финансирования его внеоборотных активов;

в) существенная экономия финансовых ресурсов на первоначальном этапе использования арендуемых основных средств;

г) снижение риска потери финансовой устойчивости, так как оперативный лизинг (аренда) не ведет к росту финансовых обязательств (пассивов), а представляет собой так называемое внебалансовое финансирование основных средств;

д) снижение потребности в активах предприятия в расчете на единицу производимой (реализуемой) продукции, так как арендуемые виды основных средств находятся на балансе арендодателя. В условиях налогообложения имущества это позволяет уменьшить размер налоговых платежей;

е) снижение базы налогообложения прибыли предприятия. В соответствии с действующим законодательством арендная плата включается в состав себестоимости продукции (издержек), что снижает размер балансовой прибыли предприятия;

ж) освобождение арендатора от продолжительного использования капитала в незавершенном строительстве при самостоятельном формировании основных средств (проектно-конструкторских работ, финансирования научных разработок, строительно-монтажных работ, освоения нового производства и т.п.);

з) снижение финансовых рисков, связанных с моральным старением и необходимостью ускоренного обновления основных средств (при оперативном лизинге);

и) более простая процедура получения и оформления в сравнении с получением и оформлением долгосрочного кредита.

Основными недостатками аренды (лизинга) являются:

а) удорожание себестоимости продукции в связи с тем, что размер арендной платы обычно намного выше, чем размер амортизационных отчислений. Это может ослабить позиции предприятия в ценовой конкуренции или снизить уровень рентабельности его хозяйственной деятельности;

б) осуществление ускоренной амортизации (при финансовом лизинге) может быть произведено лишь с согласия арендодателя, что ограничивает возможности предприятия в формировании собственных ресурсов за счет проведения необходимой амортизационной политики;

в) невозможность существенной модернизации используемого имущества без согласия арендодателя, что ограничивает скорость его обновления и улучшения в целях повышения рентабельности использования;

г) более высокая в отдельных случаях стоимость обслуживания лизинговых платежей в сравнении с обслуживанием долгосрочного банковского кредита (при использовании финансового или возвратного лизинга);

д) недополучение дохода в форме ликвидационной стоимости основных средств при оперативном лизинге, если срок аренды совпадает со сроком полной их амортизации;

е) риск непродления аренды при оперативном лизинге в период высокой хозяйственной конъюнктуры, когда арендуемые виды основных средств используются наиболее эффективно (это связано со срочным характером арендных отношений при этой форме).

Критерием принятия управленческих решений о приобретении или аренде отдельных видов основных средств является сравнение суммарных потоков платежей при различных формах финансирования обновления имущества.

Эффективность денежных потоков сравнивается в настоящей стоимости по таким основным вариантам решений:

приобретение обновляемых активов в собственность за счет собственных финансовых ресурсов;

приобретение обновляемых активов в собственность за счет долгосрочного банковского кредита;

аренда (лизинг) активов, подлежащих обновлению.

Основу денежного потока приобретения актива в собственность за счет собственных финансовых ресурсов составляют расходы по его покупке т.е. рыночная цена актива. Эти расходы осуществляются при покупке актива и поэтому не требуют приведения к настоящей стоимости.

Основу денежного потока приобретения актива в собственность за счет долгосрочного банковского кредита составляют процент за пользование кредитом и общая его сумма, подлежащая возврату при погашении, расчет общей суммы этого денежного потока в настоящей стоимости осуществляется по следующей формуле:

где ДПКН — сумма денежного потока по долгосрочному банковскому кредиту, приведенная к настоящей стоимости;

ПК — сумма уплачиваемого процента за кредит в соответствии с годовой его ставкой;

СК — сумма полученного кредита, подлежащего погашению в конце кредитного периода;

НП — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

i — годовая ставка процента за долгосрочный кредит, выраженная десятичной дробью;

n — количество интервалов, по которым осуществляется расчет процентных платежей, в общем обусловленном периоде времени.

t — период интервала, по которому рассчитывается лизинговый платеж (1, 2, 3 и т. д.)

Основу денежного потока аренды (лизинга) актива составляют авансовый лизинговый платеж (если он оговорен условиями лизингового соглашения) и регулярные лизинговые платежи (арендная плата) за использование актива. Расчет общей суммы этого денежного потока в настоящей стоимости осуществляется по следующей формуле:

где ДПЛН — сумма денежного потока по лизингу (аренде) актива, приведенная к настоящей стоимости;

АПЛ — сумма авансового лизингового платежа, предусмотренного условиями лизингового соглашения;

ЛП — годовая сумма регулярного лизингового платежа за использование арендуемого актива;

НП — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

i — среднегодовая ставка ссудного процента на рынке капитала (средняя ставка процента по долгосрочному кредиту), выраженная десятичной дробью;

t — количество интервалов, по которым осуществляется расчет процентных платежей, в общем обусловленном периоде времени.

Выбор наиболее эффективной формы финансирования должен основываться на критерии — наименьшая настоящая стоимость денежного потока

В заключение отметим, что в современных условиях развитие российского рынка лизинговых услуг переживает трудные времена: высокие риски, недостаток ликвидности у коммерческих банков, слабая платежеспособность потенциальных лизингополучателей и др. Но эта форма финансирования обновления внеоборотных активов является в западной практике самой эффективной и следует ожидать её расцвета и у нас в стране.

**Список литературы**

Финансовый менеджмент: Учебник для вузов / Под ред. Н.Ф. Самсонова. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004.

Финансовый менеджмент: Учебник под ред. Ковалевой — М.Инфра-М, 2005.

Бланк И.А. Финансовый менеджмент: Учеб. курс. — 2-е изд. — К: Эльга, Ника-Центр, 2005.

Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. — М.: Финансы и статистика, 2006.

Финансовый менеджмент: теория и практика: Учебник / Под ред. Стояновой — 5-е изд. — М.: Перспектива, 2005.

Финансовый менеджмент: Учеб. пособие / Под ред. Е.И.Шохина. — М.: ИД ФБК-Пресс, 2005.

Незамайкин В.М., Юрзинова И.Л. Финансы организации. Менеджмент и анализ: Учеб. пособие. — 2-е издание, перераб. и доп. — М.: Эксмо, 2005.

Морошкин В.А., Ломакин А.Л. Практикум по финансовому менеджменту: технологии расчетов с процентами: Учеб. пособие. — М.: Финансы и статистика, 2005.

Дранко О.И. Финансовый менеджмент: Технологии управления финансами предприятия: Учеб. пособие для вузов. — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004.