УДК 658.14/.17

JEL 31, 32

**Скобелева Инна Петровна**
заведующий кафедрой Государственного университета морского и речного флота им. адмирала С. О. Макарова, доктор экономических наук, профессор
198035, Санкт-Петербург, Двинская ул., д. 5/7

**Макарова Василиса Александровна**
доцент Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» (Санкт-Петербург), кандидат экономических наук, доцент
194100,Санкт-Петербург, Кантемировская ул., д. 3

# Ликвидность как характеристика рисков компании: методы оценки и принципы управления

В статье представлен анализ основных трудов в области управления ликвидностью компании и обоснована авторская точка зрения на системное управление ликвидностью компании.

**Цель**. Изучение фундаментальных принципов управления ликвидностью компании как с позиции недопущения кризиса неплатежеспособности, так и с позиции стратегического среза воздействия ликвидности на стоимость компании

**Задачи**. Изучить и проанализировать методы и показатели оценки ликвидности компании, возможные финансовые последствия неудовлетворительного управления ликвидностью, изучить источники риска потери ликвидности, сформировать принципы управления ликвидностью.

**Методология.** В настоящей работе с помощью общих методов научного познания в различных аспектах рассмотрен стратегический аспект управления ликвидностью компании, выявлены тенденции, характерные для современного состояния и развития проводимой политики и определены основные принципы. Результаты эконометрического анализа взаимосвязи уровня ликвидности и рентабельности активов, выполненные на материалах 89 отечественных компаний отрасли, показали наличие нелинейной связи между ними, позволили идентифицировать пороговые точки в совместной динамике ликвидности и рентабельности с выделением трех диапазонов положительного и отрицательного характера их взаимодействия.

**Результаты**. Реализация принципа взаимосвязи управления ликвидностью с общей стратегией развития компании определяет необходимость двухуровневой системы управления ликвидностью в рамках финансового менеджмента компании. В зависимости от общей стратегии компании используются разные политики (агрессивная, консервативная, умеренная) в области формирования уровня, структуры и финансирования оборотных активов, что в совокупности определяет уровень ликвидности в рамках заданного допустимого риска.

**Выводы** Разработанные принципы и многоуровневый подход к управлению ликвидностью компании, нацеленные на создание стоимости, развивают инструментарий

комплексной оценки и управления этой ключевой характеристикой деятельности компании в системе финансового менеджмента.

***Ключевые слова:*** риск; ликвидность и платежеспособность компании; оценка риска ликвидности; рентабельность; стратегия; компромисс ликвидность - рентабельность.

Ликвидность компании – одна из ключевых финансовых характеристик ее деятельности, отражающей финансовые риски функционирования компании. Недостаточная ликвидность компании имеет отрицательные финансовые последствия для компании, ее стейкхолдеров, включая деловых партнеров, и характеризуется разными степенями, вплоть до банкротства.

При внешней очевидности содержания ликвидность компании наблюдаются определенные различия в его трактовке, равно как и в наборе показателей измерения ликвидности.

Для всесторонней качественной оценки ликвидности компании, возможных финансовых последствий ее состояния, а также формирующих ее факторов, способов поддержания ликвидности, причин и источников рисков потери ликвидности, составляющих важную информацию для обоснования и принятия управленческих решений, недостаточно использования лишь традиционных показателей ликвидности, требуется полноценная система измерения этого сложно структурированного объекта финансового управления.

В настоящем исследовании мы исходили из предположения, что стратегический подход в управлении ликвидностью, опирающийся на взаимосвязь риска и рентабельности, ее дифференциацию в зависимости от общей стратегии компании – важное конкурентное преимущество в достижении роста стоимости бизнеса.

При определении содержания понятия ликвидность компании основная дискуссия сосредоточена на различии или тождественности понятий ликвидность и платежеспособность организации.

Например, в вопросах краткосрочного финансового планирования в международных стандартах финансовой отчетности ликвидность фирмы

определяется как способность осуществлять денежные выплаты в объеме и в сроки, предусмотренные контрактами [9]. Ликвидность фирмы предполагает возможность произвести расчеты по всем краткосрочным обязательствам [5].

При таком подходе понятия «ликвидность» и «текущая платежеспособность» фирмы тождественны. Например, под ликвидностью и платежеспособностью понимают способность фирмы совершать денежные выплаты в полном объеме и в сроки, установленные контрактами [6], а так же в зависимости от состава оборотных активов [13]

В экономической литературе представлена и несколько иная точка зрения на ликвидности компании, которая акцентирует внимание на общих факторах ее формировании. В этом случае ликвидность предприятия определяется как наличие у компании оборотных активов в размере, теоретически достаточном для погашения краткосрочных обязательств; предприятие теоретически считается ликвидным, если его оборотные средства формально превышают краткосрочные обязательства [22].

Однако выполнение этого условия не всегда позволяет компании своевременно и в полном объеме произвести расчеты по краткосрочным обязательствам, что является следствием недостатка денежных средств из-за высокой доли в составе текущих активов запасов и/или дебиторской задолженности, их медленной оборачиваемости и низкой ликвидности этих активов (их способности обращения в денежные средства).

В связи с этим сторонники трактовки ликвидности компании как наличия у нее оборотных активов в размере, достаточном для погашения текущих обязательств, используют дополнительную характеристику - *текущую платежеспособность*, отличную от понятия ликвидности, определяя ее как возможность погашения краткосрочных обязательств за счет имеющихся у предприятия денежных средств и их эквивалентов[18]. То есть платежеспособность понятие более широкое, нежели ликвидность.

В свою очередь, «платежеспособность (Solvency)– это способность предприятия без нарушений выполнять график погашения задолженности

перед своими кредиторами». При этом имеется в виду как краткосрочная, так и долгосрочная задолженность. Платежеспособность относится к более длинному горизонту активности. Долгосрочный анализ платежеспособности нацелен на выявление риска банкротства в каждом конкретном году [3].

Ликвидность и текущая платежеспособность оценивают финансовое состояние компании с позиции краткосрочной перспективы, характеризуя способность предприятия рассчитаться по своим краткосрочным обязательствам, Обобщая изложенные точки зрения на сущность ликвидности компании, определим ее как способность компании своевременно и в полном объеме оплатить свои краткосрочные обязательства за счет текущих активов. При этом ликвидность представляет собой потенциальную платежеспособность и определяет методологические подходы к ее измерению. Именно поэтому все авторы [8; 10; 14], в том числе и те, которые различают понятия «ликвидность» и «текущая платежеспособность», для оценки текущей платежеспособности используют коэффициенты ликвидности. При этом, «ликвидность считается лучшим показателем того, в какой степени требования кредиторов обеспечиваются активами, которые могут быть достаточно быстро обращены в денежные средства. Она является наиболее популярным показателем краткосрочной платежеспособности компании» [2].

Ликвидность компании – одна из ее ключевых финансовых характеристик, а риск потери ликвидности – важнейшая составляющая общего финансового риска деятельности компании, определяющая жизнеспособность бизнеса. Если компания не имеет возможности погасить свои текущие обязательства по мере наступления сроков их оплаты, то ее дальнейшее существование ставится под сомнение, и это отодвигает все остальные показатели ее деятельности на второй план.

При управлении ликвидностью компании следует учитывать, что существует несколько степеней ликвидности компании, которые различаются финансовыми последствиями.

Прежде всего, необходимо выделить *недостаточную ликвидность*. При этом ее степень можно охарактеризовать тремя позициями:

1. Первая степень недостаточной ликвидности означает, что компания не имеет возможности воспользоваться преимуществом скидок с цены товаров, услуг, предоставляемых поставщиками за более раннюю оплату, а также возникающими выгодными коммерческими возможностями. На этом уровне недостатка ликвидности компания теряет прибыль, у руководства компании существенно ограничена свобода выбора при принятии управленческих решений.

2. Более значительный недостаток ликвидности подразумевает неспособность компании оплатить свои текущие долги и обязательства, что может привести к продаже долгосрочных вложений и активов.

3. Наиболее высокая степень недостаточной ликвидности может привести к неплатежеспособности и к банкротству компании.

Недостаточная ликвидность компании имеет отрицательные последствия для ее стейкхолдеров. Так, для собственников компании недостаточная ликвидность может означать уменьшение прибыльности, потерю контроля, частичную или полную потерю капитала. Для партнеров по бизнесу - может выразиться в ее неспособности выполнять свои условия по заключенным контрактам, что, как следствие, может привести к ухудшению условий контрактов, к потере связей с поставщиками, а также покупателями. Для банков-кредиторов недостаточная ликвидность предприятия означает задержку в уплате процентов и основной суммы долга, вплоть до частичной либо полной потери ссуженных компании средств.

В свою очередь, избыточная ликвидность означает потерю потенциальной прибыли и возможности роста бизнеса. В подобной ситуации следует найти источник потенциального дохода, инвестировав в соответствующую сферу приложения капитала свободные денежные средства компании. Нередко именно избыточная ликвидность компании является стимулом к ди-

версификации бизнеса, а также к созданию холдингов – интегрированных бизнес-структур.

Некоторыми авторами [20] отмечается, что существует и четвертое - особое - состояние ликвидности компании, которое идентифицируется как «точка риска». Этому состоянию ликвидности соответствует равенство текущих активов и текущих обязательства. В такой ситуации компания формально остается ликвидной. Однако в случае, если кредиторы предъявят свои требования одновременно, фирма окажется в затруднительном положении, так как быстро реализовать все оборотные активы практически невозможно, учитывая, что отдельные элементы текущих активов имеют разную степень ликвидности.

Таким образом, любое отклонение от оптимального для компании уровня ликвидности, носящее устойчивый характер, идентифицируется как негативная тенденция, имеет отрицательные, а порой и критические последствия для компании. Недостаток или избыток ликвидности оказывают воздействие на риски и доходность компании, что в свою очередь влияет на ее стоимость.

В зарубежной и отечественной литературе представлен достаточно широкий спектр методов оценки ликвидности компании. Их обобщение позволило выделить группы актуальных методов (рис. 1), позволяющих предоставить всестороннюю оценку ликвидности компании, формирующих ее ключевых факторов, способов поддержания необходимого уровня ликвидности, и, что наиболее ценно, оценить уровень «риска неспособности фирмы выполнить свои обязательства» [17, с. 64], потенциальных угроз потери ликвидности компании.

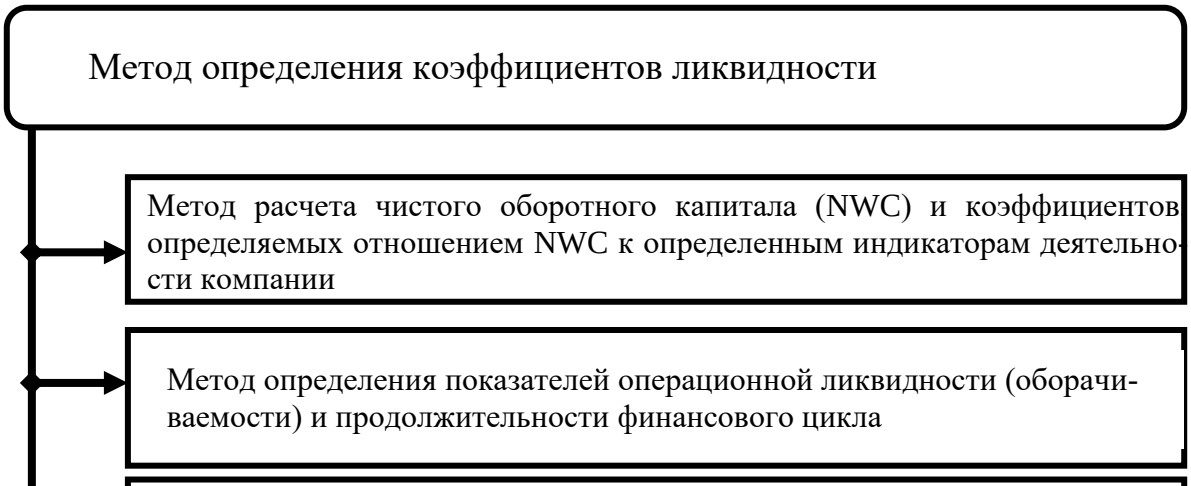


Рис.1. Методы оценки ликвидности компании

Каждая группа методов предусматривает расчет определенных относительных и абсолютных показателей, отражающих объем и структуру оборотных активов, источников их финансирования, а также движение денежных средств компании.

Состав, интерпретация и порядок расчета показателей ликвидности компании в рамках представленных методов содержится в табл.1.

Таблица 1

Методы и показатели оценки ликвидности компании

| **МЕТОД ОПРЕДЕЛЕНИЯ КОЭФФИЦИЕНТОВ ЛИКВИДНОСТИ** | |
|---|---|
| Коэффициент текущей ликвидности (CR, current ratio) – позволяет установить, в какой степени текущие активы покрывают текущие обязательства. | $\mathrm{CR} = \frac{\mathrm{CA}}{\mathrm{CL}}$, где CA – текущие активы; CL – текущие обязательства |

| | |
|---|---|
| Коэффициент быстрой ликвидности (QR, quick ratio ) - позволяет определить, какая часть текущих обязательств может быть погашена за счет имеющихся денежных средств и ожидаемых финансовых поступлений.<br><br>Коэффициент абсолютной ликвидности (CAR, cash asset ratio) - позволяет определить, какая часть текущей задолженности может быть погашена на дату составления баланса (или другую дату). | $\mathrm{QR} = \frac{(\mathrm{Cash} + \mathrm{AR} + \mathrm{ShI})}{\mathrm{CL}}$ , где Cash – денежные средства и денежные эквиваленты; AR (account receivables) – дебиторская задолженность; ShI – краткосрочные финансовые вложения<br><br>$\mathrm{CAR} = \frac{(\mathrm{Cash} + \mathrm{ShI})}{\mathrm{CL}}$ |
| **МЕТОД ОПРЕДЕЛЕНИЯ ЧИСТОГО ОБОРОТНОГО АПИТАЛА И ЕГО УРОВНЯ ПО ОТНОШЕНИЮ К ОПРЕДЕЛЕННЫМ ИНДИКАТОРАМ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ** | |
| Чистый оборотный капитал (NWC, net working capital) определяет величину оборотных активов, финансируемых за счет безрисковых источников – собственных средств и долгосрочных обязательств. Характеризует запас ликвидности для кредиторов компании.<br><br>Коэффициент обеспеченности чистым оборотным капиталом. Показывает достаточность чистого оборотного капитала компании для финансирования текущей деятельности. В данном случае при оценке ликвидности как характеристики текущей платежеспособности компании долгосрочные обязательства условно | $\mathrm{NWC}=\mathrm{CA}-\mathrm{CL}$<br><br>$\frac{\mathrm{NWC}}{\mathrm{CA}}$ |

| | |
|---|---|
| приравниваются к собственным средствам. Это условие не принимается при наличии признаков несостоятельности. В этой ситуации рассчитывается коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами.<br><br>Отношение NWA (net working assets, чистые текущие активы) к выручке - характеризует запас ликвидности на рубль выручки компании.<br><br>Отношение NWA к активам - характеризует уровень запаса ликвидности на рубль выручки и активов компании. | $\frac{\text{NWA}}{\text{R}}$<br>где R(revenue) – выручка<br><br>$\frac{\text{NWA}}{\text{TA}}$ |
| **МЕТОД ОПРЕДЕЛЕНИЯ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ОПЕРАЦИОННОЙ ЛИКВИДНОСТИ И ФИНАНСОВОГО ЦИКЛА** | |
| Период оборачиваемости дебиторской задолженности (RTD, receivable turnover in days) в днях | $\text{RTD} = \frac{360}{\text{RTR}}$, где<br>RTR - Receivable Turnover Ratio |
| Период оборачиваемости запасов (stock turnover) в днях | $\text{ST} = \frac{\text{Inventory}}{\text{COGS}} \times 360$<br>где Inventory - среднегодовое значение запасов<br>COGS – ежедневные производственные издержки |
| Период оборота кредиторской задолженности (APT, Accounts payable turnover) в днях | $\text{APT} = \frac{\text{total purchases}}{\text{AP}} \times 360$, где |

| | | |
|---|---|---|
| | | Total purchases – среднегодовая стоимость закупок,AP (accounts payable) – средняя кредиторская задолженность за период |
| Финансовый цикл (Cash conversion cycle) - показывает количество дней между погашением кредиторской и дебиторской задолженности; характеризует ликвидность компании, формируемую в операционной деятельности | | Cash Conversion Cycle $= \text{RTD} + \text{ST} - APT$ Cash conversion cycle operating cycle – APT, где operating cycle - операционный цикл |
| **МЕТОД АНАЛИЗА ДВИЖЕНИЯ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ** | | |
| Инструментарий анализа движения денежных средств включает прямой и косвенный методы | Прямой метод – анализ движения денежных средств на основе отчета о движении денежных средств | Позволяет:<br>-определить основные источники притока и основные направления оттока денежных средств, чистый денежный поток (разность притока и оттока денежных средств);<br>-установить взаимосвязь между объемом продаж и денежной выручкой;<br>-определить достаточность денежных средств для оплаты текущих обязательств |
| | Косвенный метод – анализ | Позволяет:<br>-установить связь между |

| | | |
|---|---|---|
| | движения денежных средств на основе использования информации, содержащейся в балансе и отчете о прибылях и убытках | денежными средствами компании и прибылью; объяснить причины расхождений между финансовыми результатами и свободными остатками денежной наличности;<br>-определить влияние различных факторов финансово-хозяйственной деятельности организации на чистый денежный поток, установить, какие факторы сыграли наиболее существенную роль в отвлечении денежных средств и какие источники были привлечены организацией для компенсации денежной массы. |

*Источник: таблица составлена авторами

Для некоторых показателей установлены рекомендуемые значения. Так, для трех базовых коэффициентов ликвидности (текущей, быстрой и абсолютной), различающихся составом текущих активов, которые рассматриваются в качестве покрытия краткосрочных обязательств, рекомендуются интервалы значений, определяющих безопасный уровень соответствующих коэффициентов ликвидности. Эти рекомендации носят общий характер. В то же время допустимый уровень ликвидности конкретной компании зависит от факторов внешней среды, стадии жизненного цикла компании, а также ее отраслевой принадлежности, определяющей специфику деятельности и особенности формирования базовых индикаторов, формирующих ликвидность, включая структуру оборотных активов, систему расчетов с деловыми бизнес - партнерами.

Кроме того, традиционные рекомендации относительно, например, нормы безопасного уровня коэффициента текущей ликвидности, равном 2 и

выше, не учитывают противоречия, обусловленного проблемой связывания необоснованно значительных денежных средств в чистом оборотном капитале компании, что является источником риска ликвидности. В связи с этим многие компании, решая задачу поиска компромисса между высоким уровнем текущей ликвидности и оптимизацией ЧОК стремятся к снижению коэффициента текущей ликвидности путем повышения эффективности управления чистым оборотным капиталом [10]. Сказанное, в частности, находит отражение в результатах исследования Тевелевой О.В. [21], выполненного на материалах 15 774 компаний 59-ти стран мира, для которых автором выполнены расчеты коэффициента текущей ликвидности. Результаты расчета для компаний такой репрезентативной выборки показали, что, в среднем, только треть компаний поддерживает коэффициент текущей ликвидности на уровне выше 2, а для компаний таких инфраструктурных отраслей, как транспорт и телекоммуникации, этот индикатор еще ниже – лишь 17%; большинство же компаний выборки обеспечивает уровень коэффициента текущей ликвидности в широком интервале от 1 и до 2.

Обращаясь к таблице 1, необходимо отметить, что ряд из перечисленных в ней показателей, характеризующих ликвидность компании, не представлены в отечественной литературе, но используются в зарубежной аналитической практике [12]. Так, показатель отношения чистых оборотных активов к выручке, характеризующий уровень запаса ликвидности на рубль выручки, активно используется в зарубежной аналитической практике с разработкой рекомендаций по уровню этого коэффициента в отраслевом разрезе [7].

Коэффициент, определяемый отношением NWC к активам, как характеристика ликвидности компании, является обязательной составляющей целого ряда моделей оценки вероятности банкротства, разработанных зарубежными и отечественными учеными [1; 11; 16].

Следует отметить также, что в зарубежной практике финансового менеджмента, как правило, не используется показатель абсолютной ликвидно-

сти. Контроль за этой составляющей ликвидности осуществляется путем определения и постоянного поддержания требуемого остатка денежных средств, а также и формирования портфеля ликвидных ценных бумаг. С этой целью разработаны соответствующие модели (Баумоля и Миллера - Орра) [15].

Ликвидность компании зависит и от *оборачиваемости* отдельных составляющих оборотного капитала, скорости трансформации в денежные средства запасов, дебиторской и кредиторской задолженности. Для оценки ликвидности компании с позиции движения всех элементов оборотного капитала, скорости их оборота, используется метод, основанный на расчете показателей периода оборачиваемости, включая показатель продолжительности финансового цикла, зависящей от скорости оборота других элементов оборотного капитала.

Замедление оборачиваемости текущих активов требует дополнительного финансирования и находит отражение в продолжительности и структуре операционного финансового циклов как характеристики ликвидности компании. Длительный финансовый цикл свидетельствует о недостатке денежных средств для погашения кредиторской задолженности, высоких рисках потери платежеспособности и необходимости привлечения банковского кредита. Анализ финансового цикла и его составляющих предоставляет информацию о способах повышения ликвидности компании или факторах избыточной ликвидности дополнительно к анализу ликвидности на основе коэффициентов ликвидности и чистого оборотного капитала.

В целом, представленные методы и показатели позволяют дать всестороннюю оценку ликвидности компании, возможных финансовых последствий ее состояния, а также формирующих ее факторов, способов поддержания ликвидности, причин и источников рисков потери ликвидности, что составляет важную информацию для обоснования и принятия управленческих решений.

Уровень и динамика ликвидности зависит от эффективности управления оборотным капиталом компании, является составной компонентой управления объемом и структурой оборотных активов, их финансирования. При этом управление ликвидностью влияет на доходность и риски бизнеса, что требует соблюдения следующих принципов управления ликвидностью компании в рамках политики управления оборотным капиталом компании как важного блока способов и инструментов реализации целей и задач финансового менеджмента:

- принцип постоянного поддержания достаточной ликвидности;
- принцип компромисса «риск – доходность»;
- принцип взаимосвязи управления ликвидностью с общей стратегией развития компании.

***1. Принцип постоянного поддержания достаточной ликвидности***

Поддержание постоянной ликвидности предполагает обоснование, в том числе, оптимальных резервов ликвидности с учетом уровня неопределенности внешней среды компании. Опасность недостатка и утраты ликвидности – составляющая финансовых рисков компании. В случае потери ликвидности создается разбалансированность положительного и отрицательного денежных потоков предприятия по объему и во времени, и это является наибольшей угрозой для дальнейшего существования компании.

***2. Принцип компромисса «риск – доходность»***

Этот принцип базируется на фундаментальной концепции финансового менеджмента «риск – доходность», которая относится к любым финансовым и инвестиционным решениям и операциям. Концепция «риск – доходность», опирается на признании прямо пропорциональной связи (зависимости) между ожидаемой доходностью и риском любой деловой операции.

Применительно к сфере управления ликвидностью компании этой зависимости подчиняется любое решение краткосрочного характера, определяющее параметры текущих активов и источников их финансирования (объем, структура, риски составляющих оборотного капитала), как факторов,

формирующих ликвидность компании. Совокупность этих решений определяет тот или иной уровень ликвидности компании и влияет на рентабельность активов.

Действие принципа «риск-доходность» в сфере управления ликвидностью компании можно продемонстрировать на примере влияния объема текущих активов на показатели текущей ликвидности и рентабельности активов компании. В этом случае характер взаимосвязи объема текущих активов с ликвидностью и рентабельностью активов компании отражается следующей системой уравнений:

$$\begin{cases} \boldsymbol{CR} = \frac{\boldsymbol{CA}}{CL} \\ \boldsymbol{ROI} = \frac{\boldsymbol{NS}}{\boldsymbol{TA}} \\ \boldsymbol{TAT} = \frac{\mathrm{TA}}{\boldsymbol{R}} \times \mathbf{365} \end{cases} \quad (1)$$

*где NS (Net Sales) – выручка от продаж продукции; TA (Total Assets) – размер активов предприятия; ROI – рентабельность инвестиций; TAT (Total Assets Turnover) – коэффициент оборачиваемости активов предприятия. Остальные обозначения известны.*

Одинаковый объем продаж может быть реализован при разном уровне оборотных активов, что отражается в уровне оборачиваемости активов (TAT в системе уравнений). Так, увеличение объема оборотных активов и замедление скорости их оборота приводит к повышению коэффициента ликвидности, но при этом снижается рентабельность активов. При чрезмерно быстрой оборачиваемости текущих активов уровень оборотных средств может оказаться недостаточным для поддержания ликвидности, а также производственного процесса, что увеличивает риск потери платежеспособности и ведет к потерям прибыли и рентабельности. При умеренной оборачиваемости текущих активов (в «компромиссной зоне») обеспечивается достаточный уровень прибыли и рентабельности при допустимом риске потери платежеспособности (рис. 2).

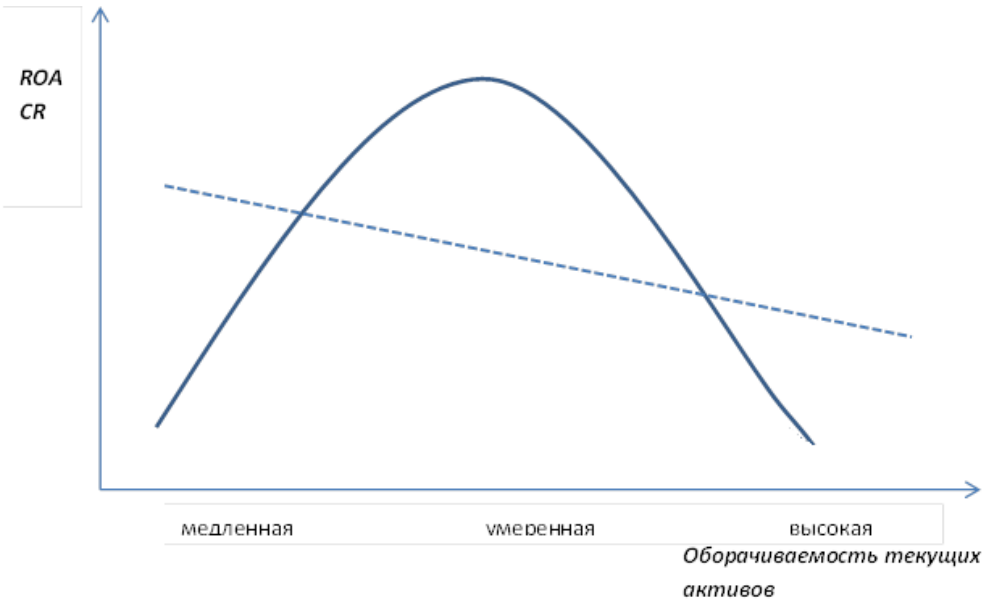



Рис. 2. Взаимосвязь рентабельности активов и риска потери ликвидности компании

Таким образом, если компания при данном объеме продаж поддерживает высокий уровень текущих активов, то это решение повышает коэффициент текущей ликвидности, но снижает на рентабельность активов компании. В то же время получение выгоды при относительно меньшем объеме финансовых ресурсов, вложенных в оборотные активы, сопровождается ростом риска потери ликвидности. При этом как избыток и недостаток ликвидности приводит к снижению рентабельности компании. Поэтому управление ликвидностью предполагает поиск компромисса между необходимостью поддержания определенного уровня ликвидности (в границах допустимого риска) и рентабельностью активов компании.

Практика компаний подтверждает рассмотренную связь ликвидности и рентабельности компаний как отражение действия принципа «риск-доходность». Исследование этой зависимости для репрезентативной выборки компаний реального сектора экономики России (расчеты выполнены по материалам 89 металлургических компаний за 2016 год, табл. 2 и 3**)** свидетельствует о наличии нескольких ярко выраженных сегментов, различаю-

щихся уровнем риска потери ликвидности и соответствующим им размером рентабельности активов.

Таблица 2

Краткая характеристика выборки

**Case Processing Summary**

| | Cases | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Принято к расчету | | Пропущено | | Всего | |
| | N | Процент | N | Процент | N | Процент |
| CR | 89 | 100,0% | 0 | 0,0% | 89 | 100,0% |

Таблица 3 - Описательная статистика

**Descriptives**

| | | | Статистика | стандартное отклонение |
|---|---|---|---|---|
| CR | Среднее | | 1,744317 | ,1288626 |
| | 95% Доверительный интервал для среднего | Нижняя граница | 1,488014 | |
| | | Верхняя граница | 2,000619 | |
| | 5% Усеченное среднее | | 1,678003 | |
| | Медиана | | 1,656246 | |
| | Дисперсия | | 1,395 | |

| | | | |
|---|---|---|---|
| | Стандартное отклонение | 1,18104 53 | |
| | Минимум | ,0240 | |
| | Максимум | 4,9181 | |
| | Диапазон | 4,8941 | |
| | Межквартильный диапазон | 1,9497 | |
| | Ассиметрия | ,652 | ,263 |
| | Куртозис | -,006 | ,520 |

Названные сегменты идентифицированы в соответствии с диапазоном уровня показателя текущей ликвидности (табл. 4 и 5), установленным на основе пороговых значений коэффициента ликвидности, определенным методом статистического анализа по сгибам Тьюки.

Таблица 4 - Пороговые значения распределения ликвидности

| | | Персентили | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 5 | 10 | 25 | 50 | 75 | 90 | 95 |
| Среднее взвешенное | CR | ,252164 | ,329796 | ,696181 | 1,656246 | 2,645835 | 3,175026 | 3,849812 |
| Сгибы Тьюки | CR | | | ,700184 | 1,656246 | 2,642124 | | |

В рамках представленных диапазонов ликвидности рентабельность активов компаний существенно различается. Так, для компаний с высоким риском потери ликвидности характерен низкий уровень доходности активов. По мере роста ликвидности рентабельность активов соответствующих компаний возрастает до определенного уровня с тенденцией снижения при накапливании избыточной ликвидности (рис. 3).

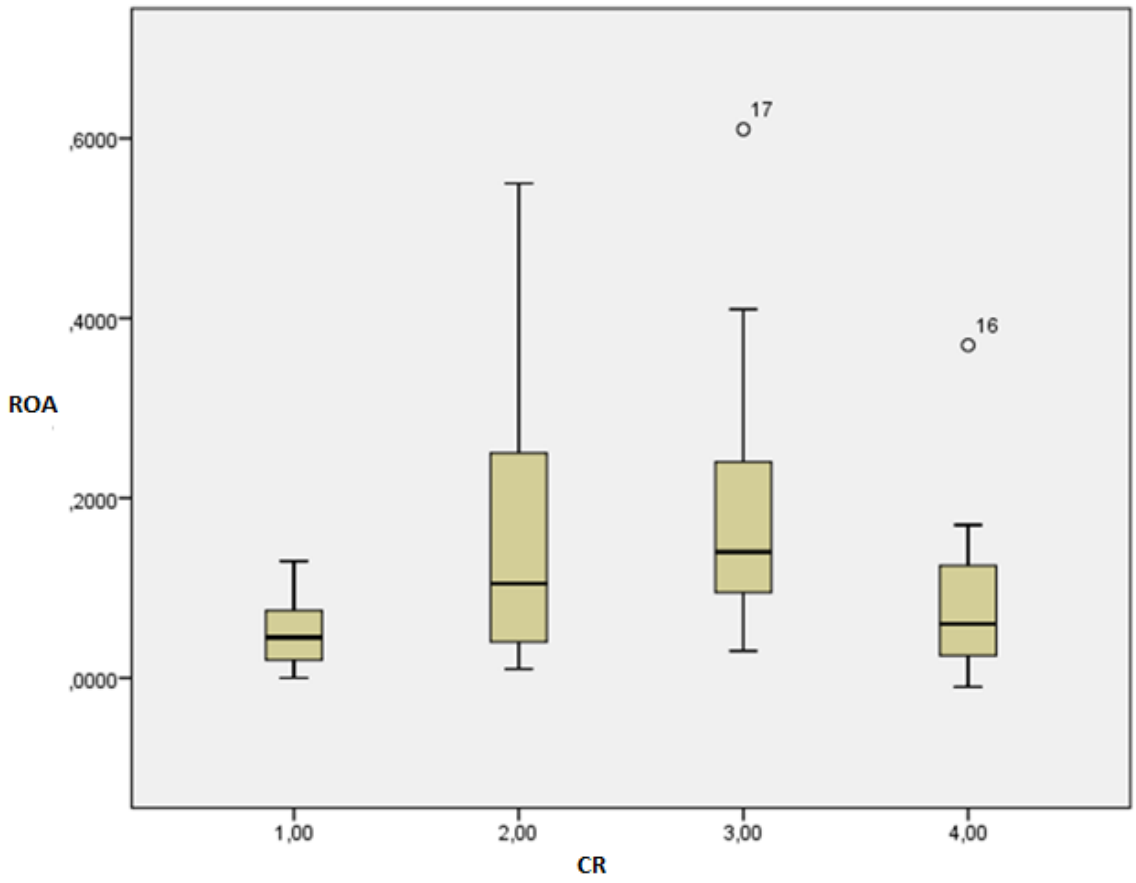



Рис. 3. Графический анализ влияния ликвидности на рентабельность активов

Однофакторный дисперсионный анализ ANOVA (Рис. 4) в пределах статистической значимости показал, что наивысшей рентабельностью активов обладают компании с уровнем ликвидности от 1,66 до 2,64 (в среднем около 20%). Для компаний с уровнем текущей ликвидности, равном 0,7 и ниже, значение рентабельности минимально (до 5,5%). У компаний с ликвидностью выше 2,64 рентабельность резко падает до среднего значения около 9%.

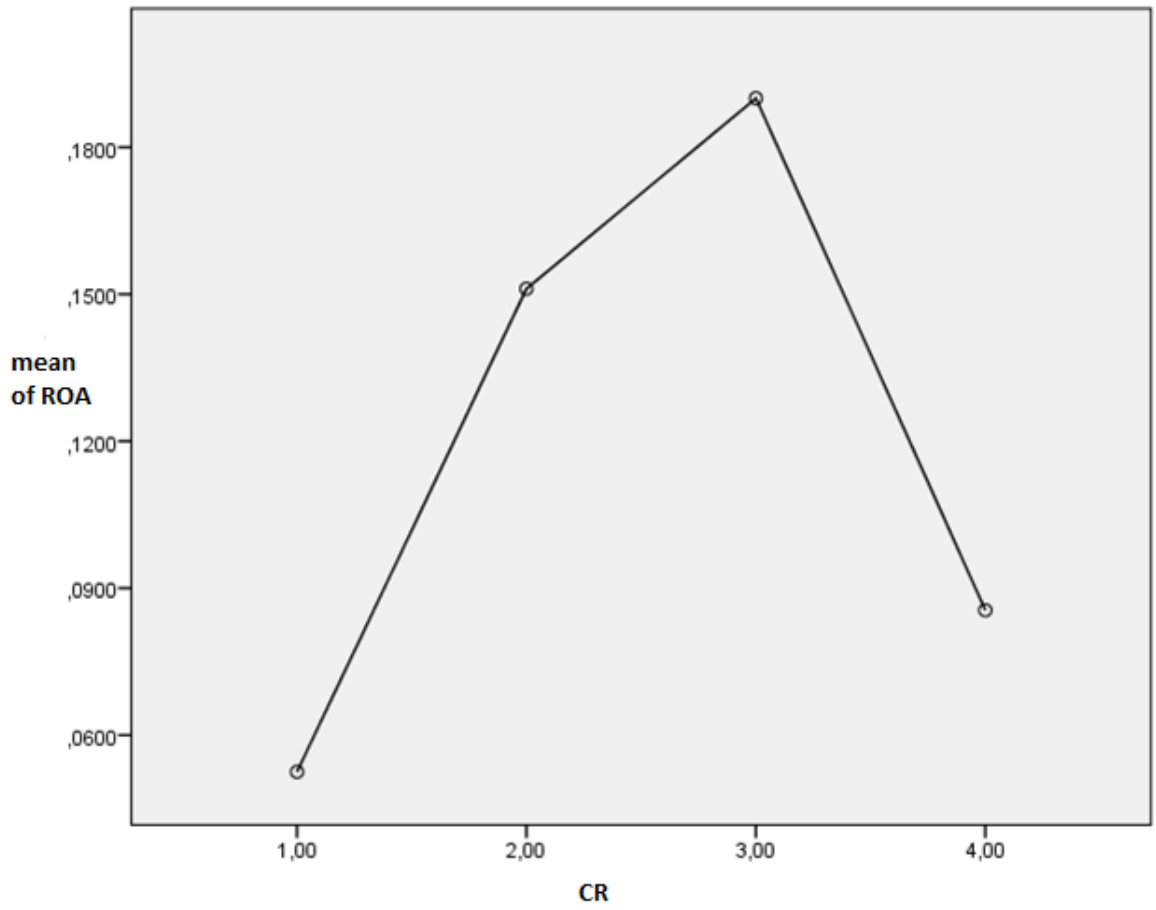



Рис. 4. Связь ликвидности и доходности активов в пороговых точках групп компаний

Сила связи и наличие нелинейной зависимости между уровнем ликвидности и рентабельности подтверждается критерием Крамера, который равен 0,602, и U-критерием Манна-Уитни (0,02), что свидетельствует о существенном влиянии риска ликвидности в рамках обозначенных пороговых значений, формирующих сегменты, на уровень рентабельности активов компании.

В целом, зависимость риска потери ликвидности (коэффициента текущей ликвидности) и рентабельности активов по фактическим данным компаний выборки представлена на рис. 5.

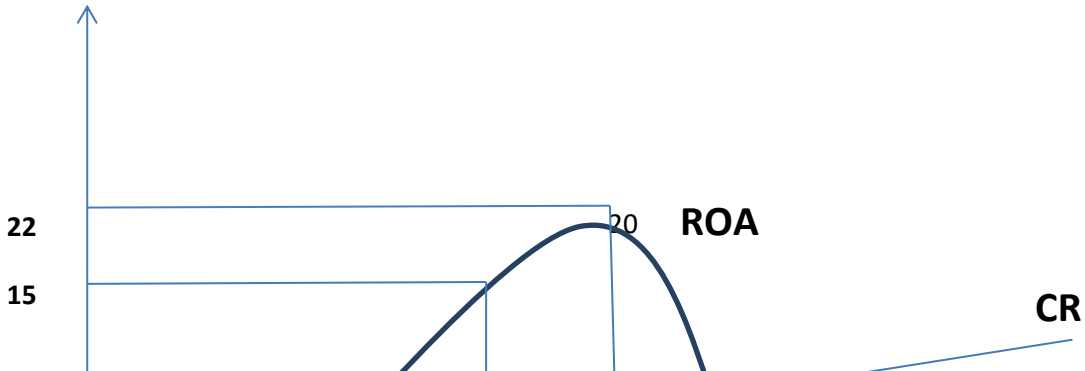


Рис. 5 Связь рентабельности и ликвидности компаний, построенная по фактическим данным компаний

## 3. *Принцип взаимосвязи управления ликвидностью с общей стратегией развития компании*

Компания может реализовать одну из корпоративных стратегий - стратегия роста, стратегия стабилизации, стратегия выживания. В свою очередь стратегия роста может быть реализована различным образом, что формирует параметры темпов развития и повышения эффективности с позиции конечной цели стратегического развития компании - внутренний рост, диверсификация, интеграция.

Общая стратегия компании поддерживается функциональными стратегиями, в том числе, финансовой. В зависимости от реализуемой общей стратегии и ее финансовой поддержки компания должна использовать разные методы и инструменты обеспечении постоянной ликвидности для достижения стратегических целей бизнеса.

Несмотря на то, что ликвидность является характеристикой текущей деятельности, функционирования компании в оперативном режиме, реализация названных принципов определяет необходимость *двухуровневой* системы управления ликвидностью в рамках финансового менеджмента компании.

На первом уровне формируется общая политика компании в отношении ликвидности в соответствии со стратегией развития компании и требованиями обслуживающей ее финансовой стратегии.

На втором уровне осуществляется управление отдельными компонентами оборотного капитала - запасами, дебиторской и кредиторской задолженностью, остатком денежных средств. При этом учитывается, что все элементы оборотного капитала, их движение связаны между собой. Эту взаимосвязь можно продемонстрировать следующим образом, используя NWA в качестве показателя ликвидности:

$$\mathbf{Inventory} + \boldsymbol{PR} + \boldsymbol{Cash} = \boldsymbol{NWA} + \boldsymbol{CA},$$

$$\boldsymbol{NWA} = \boldsymbol{Inventory} + \boldsymbol{PR} + \boldsymbol{Cash} - \boldsymbol{CA} \qquad (2)$$

Управление отдельными компонентами оборотного капитала также подчиняется стратегическим целям и требованиям финансовой стратегии компании.

*Политика* управления оборотным капиталом – составляющая финансовой стратегии компании, которая обслуживает ее общую стратегию.

Политика управления оборотным капиталом компании формируются за пределами оперативной работы и определяются не столько внутренними, сколько внешними факторами. При изменении внешних факторов, меняется и политика. Основные внешние факторы, влияющие на политику управления оборотным капиталом - появление новых рынков, конкурентов, изменение цен на сырье, процентных ставок, фазы жизненного цикла отрасли, компании, экономики.

Определяемые политикой уровень и структура оборотных активов компании, а также способы их финансирования влияют на ликвидность компании и рентабельность ее активов. Таким образом, реализуется компромисс «ликвидность – рентабельность».

Политика управления оборотным капиталом строится как по отношению к формированию оборотных активов, так и их финансированию.

*Политика формирования оборотных активов*. Общие требования к формированию объема и структуры оборотных активов заключаются в следующем:

- объем оборотных активов и их элементов должен быть минимально необходимым для обеспечения бесперебойной и ритмичной работы предприятия, что обеспечит максимальный уровень прибыли и рентабельности активов;
- объем и структура оборотных активов должна быть достаточной для поддержания ликвидности.

В то же время в условиях рыночной неопределенности, действия тех или иных внешних и внутренних факторов одинаковый объем продаж компании, как отмечалось выше, может поддерживаться разным уровнем оборотных активов. При этом компания может проводить консервативную, агрессивную или умеренную политику формирования оборотных активов.

При *консервативной политике* фирма имеет достаточно высокий уровень запасов, денежных средств, стимулирует увеличение объема продаж через отсрочку платежей, при этом возрастает дебиторская задолженность. Такая политика направлена на поддержание высокой ликвидности, но в ущерб прибыли и рентабельности компании. При *агрессивной политике* оборотные активы поддерживаются на минимальном уровне. Рентабельность активов при такой политике высока, но повышается и риск потери ликвидности. *Умеренная политика* предполагает умеренный риск потери ликвидности.

В целом агрессивная политика в области управления оборотными активами предполагает получение выгоды от относительного меньшего объема финансовых ресурсов, вложенных в оборотные активы, высокую оборачиваемость запасов, дебиторской задолженности, денежных средств. При этом риск потери ликвидности наиболее высок. При консервативной политике компания испытывает меньший риск потери ликвидности, но объемы запасов, дебиторской задолженности, остатка денежных средств выше, их обора-

чиваемость медленнее, что требует дополнительного финансирования, приводит к потере потенциальной прибыли и снижению рентабельности активов.

*Политика финансирования оборотных активов*. Политика в области финансирования оборотных активов определяет структуру финансирования оборотных активов, соотношение собственных (в общем случае долгосрочных) источников их финансирования и краткосрочных обязательств.

При *консервативной политике финансирования* собственные средства компании покрывают потребность в финансировании оборотных активов в размере, превышающем минимальный объем оборотных средств, который необходим предприятию для осуществления производственно-коммерческой деятельности. Краткосрочные обязательства покрывают некоторую часть дополнительных потребностей в оборотных активах при колебании деловой активности, росте продаж. Такая политика характеризуется как минимальными рисками потери ликвидности, так и низкой эффективностью, поскольку часть прибыли резервируется для покрытия дополнительной потребности в оборотных активах, связанной с колебаниями рынка продаж. *Агрессивная политика финансирования* характеризуется тем, что за счет краткосрочных долгов финансируются оборотные активы в размере ниже их минимальной потребности. Такая политика предусматривает высокий уровень кредиторской задолженности, а также использование краткосрочных кредитов банка. Эффективность использования финансовых ресурсов здесь максимальна, но риски потери ликвидности в связи с высоким уровнем краткосрочных обязательств - велики. *При умеренной политике финансирования* оборотных активов за счет краткосрочных долгов финансируется оборотные активы в размере их минимальной потребности. Умеренная политика построена на согласовании сроков активов и обязательств, что снижает риск ликвидности. В этом случае должны быть согласованы сроки коммерческого и банковского кредита со сроками оборачиваемости текущих активов. Если сбыт продукции и погашение дебиторской задолженности замедляются, то могут возникнуть трудности с погашением кредиторской задолженности и кредитов банка.

Таким образом, на стадии разработки способов реализации стратегии компании предусматривается соблюдение компромисса «ликвидность – рентабельность» в системе управления оборотным капиталом для достижения стратегических целей компании. При этом консервативная политика формирования и финансирования оборотных активов – самая дорогая модель управления оборотным капиталом, так как потери потенциальной прибыли и рентабельности активов максимальны. В этом случае компания имеет очень ограниченные возможности роста, но при этом риск потери ликвидности – минимальный. Агрессивная политика формирования оборотных активов в сочетании с агрессивной политикой их финансирования обеспечивает наибольшую прибыль и рентабельность активов при минимально допустимом уровне ликвидности. Такой вариант реализуют растущие компании. Следовательно, ликвидные затруднения могут свидетельствовать не о финансовом нездоровье и неплатежеспособности компании, а о ее динамичном развитии, активном наращивании продаж и быстром освоении рынка в соответствии со стратегическими целями.

Помимо этого, реализация названных выше принципов управления ликвидностью требует сбалансированности стратегических и краткосрочных целей, что нашло отражение в таком инструменте управления как «матрица финансовой стратегии», предложенной французскими исследователями Ж. Франшоном и И. Романе; позднее это нашло освещение в работах Е.С. Стояновой [4; 20]. Из более современных методик известна матрица, разработанная в рамках концепции стоимостного управления и приведенная М. Мэй [19, с. 111].

Названный инструментарий отражает *обратное* влияние ликвидности компании на выбор стратегии ее развития. Формирование прямых и обратных связей в системе управления ликвидностью на стратегическом и тактическом уровне, подчиненное изложенным принципам управления, - важный фактор успешного развития компании, движущая сила роста ее стоимости.

В качестве будущих направлений исследований представляется актуальным разработка многофакторной модели оптимизации уровня ликвидности для эффективной поддержки стратегии роста компании, опирающейся на вариацию ликвидности в безопасных пределах, параметры маркетинговой и инвестиционной политики, рационализацию структуры оборотного капитала с учетом взаимосвязи всех его составляющих, необходимости определенного запаса ликвидности, обусловленного неопределенностью внешней бизнес-среды, выбор вариантов его реализации для стратегического успеха компании в конкурентном пространстве.

## Литература


1. *Altman E. I.* Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy // Journal of Finance. 1968. Vol. 23. N 4. P. 589–609.
2. *Brigham E. F., Ehrhardt M. C.* Financial Management: Theory and Practice. 13th edition. South-Western College Pub, 2010. 1186 p.
3. *Căruntu C, Lăpăduşi M. L.* The analysis of the indicators which reflect the ability of companies of facing short term obligations and medium and long term maturities // Annals of the „Constantin Brâncuşi" University of Târgu Jiu, Economy Series. 2012. Issue 4. P. 89–95.
4. *Franchone G., Romanet Y.* Finance de Penterprise. Comprendre et maitriser l'evolution fmanciere de l'enterprise. Paris: CLET, 1996. 308 p.
5. *Ehiedu V. C.* The Impact of Liquidity on Profitability of Some Selected Companies: The Financial Statement Analysis (FSA) Approach // Research Journal of Finance and Accounting. 2014. Vol. 5. N 5. P. 81–90.
6. *Almeida H., Campello M., Cunha I., Weisbach M.* Corporate Liquidity Management: A Conceptual Framework and Survey // Annual Review of Financial Economics. 2014. Vol. 6. N 1. P. 135–162.
7. *Helfert E. A.* Techniques of Financial Analysis: a guide to value creation. McGraw-Hill Higher Education, 2002. 570 p.
8. *Nyabwanga R. N., Ojera P., Otieno S., Nyakundi F. N.* An Empirical Analysis of the Liquidity, Solvency and Financial Health of Small and Medium Sized Enterprises in Kisii Municipality // European Journal of Business and Management. 2013. Vol. 5. N. 8. [Электронный ресурс]. URL: https://www.iiste.org/Journals/index.php/EJBM/article/view/5090/5180 (дата обращения: 28.03.2018).
9. *IFRS 2007* The general framework for the preparation and presentation of financial statements, par. 16.

10. *Opler T., Pinkowitz L., Stulz R. M., Williamson R.* The determinants and implications of corporate cash holdings // Journal of Financial Economics. 1999. Vol. 52. P. 3–46.

11. *Springate G. L. V.* Predicting the Possibility of Failure in a Canadian Firm. Unpublished M. B. A. Research Project, Simon Fraser University, 1978.

12. *Wild J. J., Subramanyam K. R., Halsey R. F.* Financial Statement Analysis, 9th edition, McGrow-Hill, 2007. 657 p.

13. *Басовский Л. Е.* Современный стратегический анализ: учебник. М.: ИНФРА-М, 2013. 256 с.

14. *Бернстайн Л. А.* Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация / пер. с англ. М.: Финансы и статистика, 2003. 624 с.

15. *Бригхем Ю., Гапенски Л.* Финансовый менеджмент: полный курс в 2-х т.: Т. 2 / пер. с англ. под ред. В. В. Ковалева. СПб.: Экономическая школа, 2004. 669 с.

16. *Давыдова Г. В., Беликов А. Ю.* Методика количественной оценки риска банкротства предприятий // Управление риском. 1999. № 3. С. 13–20.

17. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / пер с англ. 2-е изд., М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. 1323 с.

18. *Коваленко О. Г.* Экономическая сущность оценки платежеспособности предприятия // Современные научные исследования и инновации. 2017. № 1. URL: http://web.snauka.ru/issues/2017/01/74887 (дата обращения: 28.03.2018).

19. *Мэй М.* Трансформирование функции финансов. М.: Инфра-М, 2010. 236 с.

20. Финансовый менеджмент: теория и практика: учебник / под ред. Е. С. Стояновой. 5-е изд., перераб. и доп. М.: Перспектива; 2003. 656 с.

21. *Тевелева О. В.* О нормативных значениях текущей ликвидности // Аудит и финансовый анализ. 2015. № 6. С. 255–259.

22. *Финансы:* учебник и практикум для академического бакалавриата / под общ. ред. Н. И. Берзона. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2016. 498 с.