

**ФИНАНСОВЫЕ РЕСУРСЫ РОССИЙСКИХ ОРГАНИЗАЦИЙ КАК ОБЪЕКТ РИСК-МЕНЕДЖМЕНТА  
В УСЛОВИЯХ ТУРБУЛЕНТНОСТИ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ****Елена Федоровна СЫСОЕВА<sup>а\*</sup>, Елена Сергеевна БУДИЛОВА<sup>б</sup>**

<sup>а</sup> доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой финансов и кредита,  
Воронежский государственный университет,  
Воронеж, Российская Федерация  
fin@econ.vsu.ru

<sup>б</sup> аспирантка кафедры финансов и кредита,  
Воронежский государственный университет,  
Воронеж, Российская Федерация  
sms6@yandex.ru

\* Ответственный автор

**История статьи:**

Получена 15.05.2017

Получена в доработанном виде  
26.05.2017

Одобрена 05.06.2017

Доступна онлайн 28.06.2017

УДК 336.6, 336.4

JEL: D53, G32, O16

<https://doi.org/10.24891/ea.16.6.1140>**Ключевые слова:**турбулентность, финансовые  
ресурсы, структура,  
инструменты риск-  
менеджмента,  
модифицированный эффект  
финансового рычага**Аннотация**

**Предмет.** Статья посвящена использованию инструментов риск-менеджмента в управлении финансовыми ресурсами организаций в условиях турбулентности финансовых рынков, которая влечет за собой ограничения в финансировании и усиление финансовых рисков.

**Цели.** Определить сущность финансовых ресурсов и их структуру в зависимости от принадлежности организации, выявить свойства кредиторской задолженности как одного из источников финансирования российских организаций, обосновать возможность использования модифицированного эффекта финансового рычага как инструмента риск-менеджмента и критерия принятия решений по управлению структурой капитала организаций, проследить динамику и темпы роста кредиторской задолженности российских организаций.

**Методология.** Применены метод системного подхода, сравнительный анализ, произведены вычислительные процедуры темпов и динамики изменения кредиторской задолженности с 2010 по 2015 г.

**Результаты.** Обоснована возможность использования кредиторской задолженности в качестве источника финансирования, предложен показатель модифицированного эффекта финансового рычага с учетом кредиторской задолженности как критерия принятия решений по структуре капитала организаций. Результаты исследования могут быть использованы при принятии решений о выборе источников финансирования организаций в условиях турбулентности финансовых рынков и увеличения риска использования прочих внешних источников финансирования.

**Выводы.** Тенденции, выявленные в ходе исследования, позволяют сделать вывод об усилении роли кредиторской задолженности как источника финансирования и необходимости ее учета в процессе управления финансовыми рисками российских организаций.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2017

Турбулентность – это широко распространенное в природе явление самоорганизации, связанное с регулярными или хаотическими переходами от беспорядка к порядку и обратно.

Подобное явление можно наблюдать в настоящее время применительно к состоянию российского финансового рынка, функционирование которого во многом связано, во-первых, с нестабильностью мировой экономической системы, во-вторых, с введением экономических санкций против российской экономики в целом и отдельных организаций; в-третьих, с необходимостью обеспечивать расширенное воспроизводство финансовыми ресурсами в условиях высокой волатильности финансовых рынков.

Проблемы турбулентности исследуют многие российские и зарубежные авторы, среди которых Э.С. Алпатов [1], Б. Мандельброт, Р.Л. Хадсон [2], В.К. Бурлачков [3], Г.П. Журавлева, Н.В. Манохина [4, 5], Н.Н. Макарова [6], О.В. Михалев [7–9] и др. При этом интересы исследователей связаны в основном с тенденциями, проявляющимися на макроуровне и мезоуровне.

Нами предпринята попытка исследовать проблемы турбулентности, связанные с финансированием, на микроуровне.

Турбулентность характеризуется усилением риска, прежде всего финансового, который возникает как на макроуровне, так и на микроуровне в случае

использования заемного капитала для финансирования деятельности организаций реального сектора экономики.

В подобных условиях для управления рисками финансирования организаций необходимо использовать инструменты риск-менеджмента, который предполагает выявление уровня финансового риска организаций и разработку мероприятий по достижению оптимального соотношения риска и дохода в процессе их финансирования с учетом турбулентности состояния финансовых рынков.

В качестве одного из подобных инструментов выступает оптимизация структуры финансовых ресурсов организации по критериям максимизации рентабельности собственного капитала и минимизации их средневзвешенной цены (WACC).

В связи с этим необходимо определить сущность и структуру финансовых ресурсов организаций.

С позиции выявления сущности финансовые ресурсы – денежные доходы, поступления и накопления, находящиеся в распоряжении организаций и государства, предназначенные для осуществления затрат по простому и расширенному воспроизводству, выполнения обязательств перед финансово-кредитной системой.

Исходя из этого определения, основным источником финансовых ресурсов на макроуровне является валовой национальный продукт, который используется на возмещение израсходованных в процессе кругооборота факторов производства.

Для определения степени насыщенности реального производства финансовыми ресурсами используется показатель отношения капитализации к валовому внутреннему продукту. В условиях экономического кризиса в качестве финансовых ресурсов может выступать и часть национального богатства [10, с. 8].

Структура финансовых ресурсов прежде всего определяется их принадлежностью организации. По этому признаку финансовые ресурсы подразделяются на собственные и заемные.

К источникам собственных ресурсов относятся выручка, нераспределенная прибыль прошлых лет, эмиссия акций (обыкновенных и привилегированных).

К источникам заемных финансовых ресурсов – займы, банковский кредит, эмиссия долговых

ценных бумаг (облигаций, векселей), кредиторская задолженность.

Финансовые ресурсы и их структура выступают важнейшим объектом финансового менеджмента в целом и риск-менеджмента в частности на микроэкономическом уровне.

В современных условиях, когда многие российские организации имеют ограниченный доступ на финансовый рынок, прежде всего долгосрочный, важную роль в формировании их финансовых ресурсов, направляемых на простое воспроизводство, в условиях турбулентности финансового рынка объективно играет кредиторская задолженность.

В западной практике кредиторская задолженность не рассматривается в качестве источника финансирования, за исключением кредиторской задолженности, оформленной векселями.

Возникновение кредиторской задолженности основано на разрыве во времени между товарной сделкой и ее оплатой и, следовательно, на функции денег как средства платежа.

В целом функция кредиторской задолженности (наряду с дебиторской задолженностью) состоит в добровольном (при срочных расчетах) и в насильственном (при просроченных расчетах) перераспределении оборотных средств в экономике.

Образование кредиторской задолженности обеспечивает бесплатное финансирование организаций-дебиторов и вызывает издержки упущенных возможностей у организаций-кредиторов.

Кредиторская задолженность используется для финансирования оборотных средств организаций, причем в значительных размерах по той причине, что она существенно отличается от классических источников заемных финансовых ресурсов (банковского кредита, облигационного займа) по условиям возвратности, срочности и платности.

Однако, перерастая из срочной в просроченную, кредиторская задолженность снижает финансовую устойчивость организации и вызывает необходимость привлечения банковского кредита, причем по более высоким ставкам.

Кроме того, кредиторская задолженность отличается быстрым распространением от организации к организации по цепи взаимосвязанных платежей, что может

вызвать кризис неплатежей как проявление турбулентности – крайней степени нестабильности экономической системы, когда вероятность достижения точки ее бифуркации чрезвычайно высока.

Таким образом, кредиторской задолженности присущ ряд свойств, а именно:

- использование кредиторской задолженности позволяет одним организациям (дебиторам) обеспечивать себя бесплатным источником финансирования, а у других (кредиторов) порождает издержки упущенных возможностей. Следовательно, кредиторская задолженность, особенно просроченная, может приводить к разрыву хозяйственных связей, к сокращению объемов производства;
- кредиторская задолженность может использоваться как альтернатива краткосрочному банковскому кредиту. Причем ее существенное преимущество по сравнению с банковским кредитом заключается в бесплатности. При этом необоснованное увеличение доли кредиторской задолженности в структуре пассивов организаций может привести к потере их финансовой устойчивости, к превращению кредиторской задолженности из срочной в просроченную, к штрафным санкциям со стороны кредиторов, следовательно, к повышению финансовых рисков организаций. В этих условиях привлечение банковского кредита для поддержания ликвидности организаций может осуществляться по повышенным ставкам, включающим премию банкам за дополнительный риск;
- кредиторская задолженность, как правило, используется для финансирования оборотных активов, замещая таким образом собственные оборотные средства организаций;
- кредиторская задолженность характеризуется высокой волатильностью объемов в связи с быстрыми изменениями экономической конъюнктуры и турбулентностью финансовых рынков;
- кредиторская задолженность провоцирует цепочку неплатежей и вызывает необходимость клиринговых расчетов между организациями, что, с одной стороны, способствует развитию инфраструктуры финансового рынка, а с другой стороны, может привести к нарушению принципа своевременности безналичных расчетов.

Турбулентность – свойство процессов, в том числе экономических, следовательно, это характеристика экономической динамики. В связи с этим представляется рациональным проследить динамику изменения кредиторской задолженности российских организаций (*табл. 1, 2*).

Анализ данных, представленных в *табл. 1, 2*, показывает, что в 2010–2015 гг. абсолютная величина кредиторской задолженности постоянно росла по сравнению с предыдущим годом, что свидетельствует о расширении масштабов кредитования за счет финансовых ресурсов организаций-контрагентов, причем на бесplatной основе. Кроме того, темпы роста просроченной кредиторской задолженности были выше темпов роста всей кредиторской задолженности, за исключением 2010 и 2012 гг.

Для выявления масштабов использования кредиторской задолженности в качестве источника финансирования российских организаций сопоставим объемы дебиторской и кредиторской задолженности (*табл. 3*).

Данные, представленные в *табл. 3*, свидетельствуют об устойчивой динамике снижения соотношения дебиторской и кредиторской задолженности российских организаций в 2010–2015 гг., что существенно повлияло на величину их собственного оборотного капитала и, следовательно, на снижение их финансовой устойчивости и увеличение финансовых рисков.

Для компенсации недостатка краткосрочных источников финансирования, вызванного гэпом (разрывом) между объемами дебиторской и кредиторской задолженности, организации вынуждены были использовать краткосрочную кредиторскую задолженность в качестве источника финансирования или привлекать внешние источники финансирования, прежде всего краткосрочные банковские кредиты.

Соотношение просроченной дебиторской и кредиторской задолженности в 2010–2015 гг. имело разнонаправленную динамику, что объясняется, по нашему мнению, разными сроками их погашения, непредсказуемостью поведения кредиторов и дебиторов, волатильностью влияния внешних факторов, определяющих состояние источников финансирования российских организаций.

Приведенные ранее данные свидетельствуют об увеличении масштабов финансирования

российских организаций за счет кредиторской задолженности и о необходимости определения ее цены и риска использования в качестве источника финансирования.

При расчете цены кредиторской задолженности необходимо учитывать, что в соответствии с Налоговым кодексом Российской Федерации (ч. II, гл. 25, ст. 265) в состав внереализационных расходов входят расходы в виде штрафов, пеней и (или) иных санкций за нарушение договорных обязательств.

Следовательно, цену кредиторской задолженности перед поставщиками и подрядчиками, персоналом необходимо привести к посленалоговой базе, кроме кредиторской задолженности перед бюджетом и государственными внебюджетными фондами (ст. 270 Налогового кодекса Российской Федерации), выплаты по которой в виде пени, штрафов и иных санкций, перечисляемых в бюджет (в государственные внебюджетные фонды) осуществляются за счет чистой прибыли организаций. Следовательно, в отношении кредиторской задолженности перед поставщиками и подрядчиками по оплате труда действует так называемый налоговый щит.

Поскольку конечная цель риск-менеджмента заключается в содействии получению наибольшей прибыли при оптимальном, приемлемом соотношении прибыли и риска, то в управлении финансовыми ресурсами организации необходимо выявить влияние их структуры на результирующие показатели, в частности, на рентабельность собственного капитала и средневзвешенную цену капитала.

Показателем, который характеризует дополнительный уровень чистой прибыли на вложенный собственниками капитал, выступает эффект финансового рычага.

Проблемы риск-менеджмента в целом и методики определения эффекта финансового рычага, в частности, в различных интерпретациях изложены в ряде работ зарубежных и отечественных авторов: И.Д. Аникиной [11], Р. Брейли, С. Майерса [12], Ченг Ф. Ли [13], И.А. Киршина [14], Е.В. Лисицыной, Г.С. Токаренко<sup>1</sup> [15], Г.В. Савицкой<sup>2</sup> [16], Е.Ф. Сысоевой<sup>3</sup>, Т.В. Тепловой [17–19] и др.

<sup>1</sup> Лисицына Е.В., Токаренко Г.С. Оценка влияния финансовой структуры капитала на финансовый результат деятельности компании // *Финансы и кредит*. 2004. № 2. С. 15–20.

<sup>2</sup> Савицкая Г.В. Проблемные аспекты определения эффекта финансового рычага // *Экономический анализ: теория и практика*. 2016. № 5. С. 99–111.

В условиях российского финансового рынка, когда кредиторская задолженность выступает одним из основных источников финансирования простого воспроизводства, по нашему мнению, эффект финансового рычага следует рассчитывать в двух вариантах.

Первый вариант – классический – предполагает исключение из состава капитала организации кредиторской задолженности. В этом случае в качестве заемного капитала выступают долгосрочные и краткосрочные кредиты и займы (банковские кредиты, облигационные займы и пр.). Классическая формула расчета эффекта финансового рычага следующая:

$$EFL = (ROA_1 - R_{id}) (1 - T) D_1 / E,$$

где  $EFL$  – эффект финансового рычага, %;

$ROA_1$  – рентабельность активов без учета кредиторской задолженности, рассчитанная по операционной прибыли (ЕВIT), %;

$R_{id}$  – средняя расчетная ставка процента по заемному капиталу без учета кредиторской задолженности, %;

$T$  – ставка налога на прибыль, коэффициент;

$D_1$  – сумма кредитов и займов, руб.;

$E$  – сумма собственного капитала, руб.

При этом необходимо учесть, что при расчете рентабельности активов из состава активов вычитается величина кредиторской задолженности.

При использовании данного варианта расчета эффекта финансового рычага возрастет величина средней расчетной ставки процента  $R_{id}$ , следовательно, снизится величина дифференциала и плеча финансового рычага. Однако это позволит выделить кредитную составляющую эффекта финансового рычага, что предоставляет возможность кредиторам, например, коммерческим банкам, принимать обоснованные решения о выдаче кредитов.

Второй вариант расчета эффекта финансового рычага предполагает включение кредиторской задолженности в состав источников финансирования организаций, что позволит учесть все возможности долгосрочного и краткосрочного финансирования организаций.

<sup>3</sup> Сысоева Е.Ф. Структура капитала и финансовая устойчивость организации: практический аспект // *Дайджест финансы*. 2007. № 7. С. 11–16.

В этом случае формулу расчета модифицированного эффекта финансового рычага можно представить следующим образом:

$$EFL' = (ROA_1 - R_{id}) (1 - T) D_1 / E + (ROA_2 - WAC_{kz}) D_2 / E,$$

где  $EFL'$  – модифицированный эффект финансового рычага, %;

$ROA_2$  – рентабельность активов с учетом кредиторской задолженности, рассчитанная по операционной прибыли (ЕВІТ), %;

$WAC_{kz}$  – средневзвешенная цена кредиторской задолженности, %;

$D_2$  – сумма кредиторской задолженности, руб.

Средневзвешенная цена кредиторской задолженности рассчитывается по следующей формуле:

$$WAC_{kz} = K_{kz1} (1 - T) + K_{kz2} (1 - T) + K_{kz3},$$

где  $K_{kz1}$  – цена кредиторской задолженности поставщикам и подрядчикам, рассчитанная как отношение величины пени, штрафов и иных санкций по данному виду кредиторской задолженности к ее абсолютной величине, %;

$K_{kz2}$  – цена кредиторской задолженности по оплате труда, рассчитанная как отношение величины пени, штрафов и иных санкций по данному виду кредиторской задолженности к ее абсолютной величине, %;

$K_{kz3}$  – цена кредиторской задолженности перед бюджетом и государственными внебюджетными фондами в виде пени, штрафов и иных санкций, рассчитанная как произведение величины, равной 1/300 ставки рефинансирования Центрального банка Российской Федерации (ключевой ставки Банка России)<sup>4</sup>, и количества дней просрочки, %.

Поскольку затраты в виде пени, штрафов и иных санкций по обслуживанию кредиторской задолженности перед бюджетом и государственными внебюджетными фондами не относятся к внереализационным расходам, снижающим налогооблагаемую базу налога на прибыль, то эффекта налогового щита по этой группе обязательств не возникает, и цена

кредиторской задолженности данного вида не подлежит налоговой корректировке.

На наш взгляд, включение штрафов, пени и иных санкций по кредиторской задолженности перед поставщиками и подрядчиками по оплате труда в состав внереализационных расходов организаций представляет собой необоснованную налоговую льготу, предоставляемую за нарушение сроков оплаты кредиторской задолженности, то есть своего рода налоговую льготу за недисциплинированность.

В то же время, если неплатежи связаны с задолженностью перед государством, то субъекты, нарушившие свои обязательства, штрафуются за счет чистой прибыли, что представляется закономерным и обоснованным.

Статистика изменения кредиторской задолженности за 2010–2015 гг. иллюстрирует данный вывод следующим образом: темпы роста кредиторской задолженности российских организаций перед поставщиками и подрядчиками были существенно выше, чем темпы роста кредиторской задолженности перед бюджетом и находились на уровне темпов роста кредиторской задолженности перед внебюджетными фондами. Но особенно показательны темпы роста просроченной кредиторской задолженности (табл. 4–7).

Темпы роста кредиторской задолженности российских организаций перед бюджетом и государственными внебюджетными фондами имеют повышательную тенденцию.

По сравнению с 2010 г. темп роста кредиторской задолженности перед бюджетом в 2015 г. составил 172,41%; перед государственными внебюджетными фондами – 248,51%. При этом положительной тенденцией является снижение за этот период или более низкий темп роста просроченной кредиторской задолженности: перед бюджетом кредиторская задолженность снизилась на 17,07%, а перед государственными внебюджетными фондами выросла только на 41,67%.

Тенденции изменения кредиторской задолженности российских организаций перед поставщиками и подрядчиками имеют несколько иную динамику.

За исследуемый период рост кредиторской задолженности данного вида составил 205,27%, а рост просроченной кредиторской задолженности был еще выше – 224,83%. Последний факт свидетельствует об усилении риска неплатежей

<sup>4</sup> С 1 октября 2017 г. изменяется порядок расчета: 1/300 ставки рефинансирования Центрального банка Российской Федерации (ключевой ставки Банка России) используется в течение первых 30 дней просрочки. После 30 дней используется 1/150 ставки рефинансирования (ключевой ставки Банка России), что усиливает масштаб санкций за неплатежи организаций в бюджет и государственные внебюджетные фонды.

и снижения финансовой устойчивости российских организаций в краткосрочной перспективе.

Таким образом, по итогам исследования можно сделать ряд выводов.

Турбулентность понимают как особо сложную траекторию движения и национальной экономики в целом, и отдельной организации в частности, в «вихревом потоке» разнообразных перемен, в котором им приходится постоянно выживать и обеспечивать поступательное движение (осуществлять расширенное воспроизводство) в условиях ограниченности финансовых ресурсов.

Для их пополнения используются нестандартные для развитых экономик источники, среди которых важное место занимает кредиторская задолженность, существенно отличающаяся по условиям срочности, возвратности и платности от банковского кредита и облигационных займов.

Поскольку кредиторская задолженность в большинстве случаев имеет нулевую цену,

то создается возможность снижения средневзвешенной цены капитала организаций за счет увеличения доли кредиторской задолженности в структуре их финансовых ресурсов, что может привести к снижению финансовой устойчивости и даже к банкротству организаций.

Для снижения данных видов рисков необходимо оценить их величину, что можно сделать с использованием модифицированного эффекта финансового рычага.

В условиях турбулентности финансовых рынков модифицированный эффект финансового рычага может служить инструментом риск-менеджмента, использование которого позволит определить оптимальное сочетание рентабельности собственного капитала и уровня финансовой устойчивости организации как аналога соотношения риска и дохода и, следовательно, оптимизировать структуру капитала для повышения рыночной стоимости организации.

**Таблица 1**

**Абсолютная величина кредиторской задолженности, в том числе просроченной, российских организаций за 2010–2015 гг., млрд руб.**

**Table 1**

**The absolute value of accounts payable, including overdue, of Russian enterprises for 2011–2015, billion RUB**

Год	Кредиторская задолженность, всего	Просроченная кредиторская задолженность
2010	17 683	1 006
2011	20 954	1 208
2012	23 632	1 188
2013	27 532	1 470
2014	33 174	1 881
2015	38 925	2 429

*Источник:* Динамика кредиторской задолженности организаций (без субъектов малого предпринимательства) по Российской Федерации. URL: [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/finans/dinkz.htm](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/finans/dinkz.htm)

*Source:* Trends in accounts payable of organizations (excluding small businesses) of the Russian Federation. (In Russ.) Available at: [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/finans/dinkz.htm](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/finans/dinkz.htm)

**Таблица 2****Темп роста кредиторской задолженности, в том числе просроченной, к предшествующему году в 2010–2015 гг., %****Table 2****Growth rate of accounts payable, including overdue, to the previous year, in 2010–2015, percentage**

Год	Темп роста кредиторской задолженности, всего	Темп роста просроченной кредиторской задолженности
2010	118,8	105
2011	118,5	120,1
2012	112,8	98,4
2013	116,5	123,7
2014	120,5	128
2015	117,3	129,1

*Источник:* Динамика кредиторской задолженности организаций (без субъектов малого предпринимательства) по Российской Федерации. URL: [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/finans/dinkz.htm](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/finans/dinkz.htm)

*Source:* Trends in accounts payable of organizations (excluding small businesses) of the Russian Federation. (In Russ.)

Available at: [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/finans/dinkz.htm](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/finans/dinkz.htm)

**Таблица 3****Соотношение дебиторской и кредиторской задолженности российских организаций в 2010–2015 гг.****Table 3****Percentage of receivables and payables of Russian organizations in 2010–2015**

Год	Дебиторская задолженность, млрд руб.	Кредиторская задолженность, млрд руб.	Соотношение дебиторской и кредиторской задолженности, %	Просроченная дебиторская задолженность, млрд руб.	Просроченная кредиторская задолженность, млрд руб.	Соотношение просроченной дебиторской и кредиторской задолженности, %
2010	18 004	17 683	101,82	1 048	1 006	104,17
2011	21 797	20 954	104,02	1 167	1 208	96,61
2012	22 867	23 632	96,76	1 225	1 188	103,37
2013	26 264	27 532	95,39	1 483	1 470	100,88
2014	31 014	33 174	93,49	2 016	1 881	107,18
2015	35 737	38 925	91,81	2 276	2 429	93,7

*Источник:* Динамика кредиторской задолженности организаций (без субъектов малого предпринимательства) по Российской Федерации. URL: [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/finans/dinkz.htm](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/finans/dinkz.htm); Темпы роста (снижения) дебиторской задолженности организаций (без субъектов малого предпринимательства) по Российской Федерации. URL: [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/finans/temp\\_dz.htm](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/finans/temp_dz.htm)

*Source:* Trends in accounts payable of organizations (excluding small businesses) of the Russian Federation. (In Russ.)

Available at: [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/finans/dinkz.htm](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/finans/dinkz.htm); Rate of increase (decrease) in accounts receivable (excluding small businesses) in the Russian Federation. (In Russ.) Available at: [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/finans/temp\\_dz.htm](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/finans/temp_dz.htm)

**Таблица 4****Динамика видов кредиторской задолженности российских организаций за 2010–2015 гг., млрд руб.****Table 4****Changes in types of accounts payable of Russian enterprises for 2010–2015, billion RUB**

Год	Кредиторская задолженность перед поставщиками и подрядчиками	Кредиторская задолженность по платежам в бюджет	Кредиторская задолженность перед государственными внебюджетными фондами
2010	8 791	1 022	134
2011	10 667	1 187	184
2012	12 511	1 312	200
2013	14 974	1 458	225
2014	16 745	1 798	271
2015	18 045	1 762	333

*Источник:* Темпы роста (снижения) дебиторской задолженности организаций (без субъектов малого предпринимательства) по Российской Федерации. URL: [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/finans/temp\\_dz.htm](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/finans/temp_dz.htm)

*Source:* Rate of increase (decrease) in accounts receivable (excluding small businesses) in the Russian Federation. (In Russ.)

Available at: [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/finans/temp\\_dz.htm](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/finans/temp_dz.htm)

**Таблица 5****Динамика просроченной кредиторской задолженности российских организаций за 2010–2015 гг., млрд. руб.****Table 5****Changes in overdue accounts payable of Russian enterprises for 2010–2015, billion RUB**

Год	Кредиторская задолженность перед поставщиками и подрядчиками	Кредиторская задолженность по платежам в бюджет	Кредиторская задолженность перед государственными внебюджетными фондами
2010	771	82	36
2011	884	68	41
2012	911	71	39
2013	1 157	60	40
2014	1 451	64	44
2015	1 621	68	51

*Источник:* Темпы роста (снижения) дебиторской задолженности организаций (без субъектов малого предпринимательства) по Российской Федерации. URL: [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/finans/temp\\_dz.htm](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/finans/temp_dz.htm)

*Source:* Rate of increase (decrease) in accounts receivable (excluding small businesses) in the Russian Federation. (In Russ.) Available at: [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/finans/temp\\_dz.htm](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/finans/temp_dz.htm)

**Таблица 6****Темпы роста (снижения) видов кредиторской задолженности российских организаций за 2010–2015 гг. к предшествующему году, %****Table 6****Rate of increase (decrease) in types of accounts payable of Russian enterprises for 2010–2015 to the previous year, percentage**

Год	Кредиторская задолженность перед поставщиками и подрядчиками	Кредиторская задолженность по платежам в бюджет	Кредиторская задолженность перед государственными внебюджетными фондами
2010	118,3	113,5	107
2011	121,3	116,2	136,8
2012	117,3	110,2	109
2013	119,5	111,1	112,6
2014	112	123,3	120,2
2015	107,8	98	122,8

*Источник:* Темпы роста (снижения) дебиторской задолженности организаций (без субъектов малого предпринимательства) по Российской Федерации. URL: [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/finans/temp\\_dz.htm](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/finans/temp_dz.htm)

*Source:* Rate of increase (decrease) in accounts receivable (excluding small businesses) in the Russian Federation. (In Russ.) Available at: [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/finans/temp\\_dz.htm](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/finans/temp_dz.htm)

**Таблица 7****Темпы роста (снижения) просроченной кредиторской задолженности российских организаций за 2010–2015 гг. к предшествующему году, %****Table 7****Rate of increase (decrease) in overdue accounts payable of Russian organizations for 2010–2015 to the previous year, percentage**

Год	Кредиторская задолженность перед поставщиками и подрядчиками	Кредиторская задолженность по платежам в бюджет	Кредиторская задолженность перед государственными внебюджетными фондами
2010	105,9	99,2	91,7
2011	122	83,1	113,5
2012	103	104,1	95,1
2013	127	84,6	103,7
2014	125,4	107,5	110,4
2015	111,7	105,5	114,2

*Источник:* Темпы роста (снижения) дебиторской задолженности организаций (без субъектов малого предпринимательства) по Российской Федерации. URL: [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/finans/temp\\_dz.htm](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/finans/temp_dz.htm)

*Source:* Rate of increase (decrease) in accounts receivable (excluding small businesses) in the Russian Federation. (In Russ.) Available at: [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/finans/temp\\_dz.htm](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/finans/temp_dz.htm)



**Список литературы**

1. *Алпатова Э.С.* Особенности функционирования финансовых рынков в России в условиях экономической турбулентности // Социально-экономические и технические системы: исследование, проектирование, оптимизация. 2016. № 1. С. 86–94. URL: <http://kpfu.ru/portal/docs/F120179706/Alpatova.pdf>
2. *Мандельброт Б., Хадсон Р.Л.* (Не)послушные рынки: фрактальная революция в финансах. М.: Вильямс, 2006. 400 с.
3. *Бурлачков В.К.* Турбулентность экономических процессов: теоретические аспекты // Вопросы экономики. 2009. № 11. С. 90–97.
4. *Журавлева Г.П., Манохина Н.В.* Новые правила игры в условиях экономической турбулентности // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. 2013. № 5. С. 23–28.
5. *Журавлева Г.П., Манохина Н.В.* Современная экономика и институциональный вакуум в экономической теории // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. 2013. № 3. С. 12–17.
6. *Макарова Н.Н.* Мониторинг внешней среды в условиях турбулентности как элемент механизма системы обеспечения экономической безопасности // Аудит и финансовый анализ. 2013. № 5. С. 380–383.
7. *Михалев О.В.* Проблемы экономической устойчивости в теории и практике управления региональными хозяйственными системами: монография. Омск: ОмГПУ, 2011. 202 с.
8. *Михалев О.В.* Экономическая устойчивость хозяйственных систем: методология и практика научных исследований и прикладного анализа. СПб.: СПбАУиЭ, 2010. 200 с.
9. *Михалев О.В.* Мониторинг экономической устойчивости региональных хозяйственных систем // ЭКО. 2011. № 6. С. 147–157.
10. *Сысоева Е.Ф.* Финансовые ресурсы и капитал организаций: сущность, управление, эффективность использования: монография. Воронеж: Воронежский государственный университет, 2007. 248 с.
11. *Аникина И.Д.* Стратегия формирования заемного капитала компаний // Вестник Волгоградского государственного университета. Сер. 3: Экономика, экология. 2009. № 2. С. 197–203.
12. *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов. М.: Олимп-Бизнес, 2007. 1052 с.
13. *Ченг Ф. Ли, Финнерти Дж.И.* Финансы корпораций: теория, методы и практика. М.: ИНФРА-М, 2000. 686 с.
14. *Киришин И.А.* Метод оптимизации структуры капитала фирмы с учетом издержек финансовых затруднений // Финансовый менеджмент. 2016. № 2. С. 69–76.
15. *Лисицына Е.В., Токаренко Г.С.* Организация риск-менеджмента в компании // Финансовый менеджмент. 2016. № 1. С. 59–66.
16. *Савицкая Г.В.* Анализ эффективности и рисков предпринимательской деятельности: методологические аспекты: монография. М.: ИНФРА-М, 2014. 272 с.
17. *Теплова Т.В.* Определение эффекта финансового рычага в российской практике // Сибирская финансовая школа. 2006. № 1. С. 25–29.
18. *Теплова Т.В.* Работа на заемном капитале. Оптимум долговой нагрузки компаний: от теоретических концепций к практическим модельным обоснованиям. Ч. I // Управление корпоративными финансами. 2013. № 4. С. 198–208.

19. Теплова Т.В., Геталова А.А. Работа на заемном капитале. Оптимум долговой нагрузки компаний: от теоретических концепций к практическим модельным обоснованиям. Ч. II // Управление корпоративными финансами. 2013. № 5. С. 262–279.

#### **Информация о конфликте интересов**

Мы, авторы данной статьи, со всей ответственностью заявляем о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

## FINANCIAL RESOURCES OF RUSSIAN ENTERPRISES AS AN OBJECT OF RISK-MANAGEMENT IN TURBULENT FINANCIAL MARKETS

Elena F. SYSOEVA<sup>a,\*</sup>, Elena S. BUDILOVA<sup>b</sup><sup>a</sup> Voronezh State University, Voronezh, Russian Federation  
fin@econ.vsu.ru<sup>b</sup> Voronezh State University, Voronezh, Russian Federation  
sms6@yandex.ru

\* Corresponding author

**Article history:**

Received 15 May 2017

Received in revised form

26 May 2017

Accepted 5 June 2017

Available online 28 June 2017

**JEL classification:** D53, G32,  
O16<https://doi.org/10.24891/ea.16.6.1140>**Keywords:** turbulence, financial  
resources, risk-management tools,  
modified effect, financial leverage**Abstract****Importance** The article focuses on the use of risk management instruments in financial resource management in the face of financial market turbulence, which entails funding constraints and increased financial risks.**Objectives** The aims are to define the nature and structure of financial resources, identify the properties of accounts payable as a source of financing for Russian organizations, justify the use of modified effect of financial leverage as a risk management tool and a criteria for taking decisions on capital structure management, trace the dynamics and growth of accounts payable of Russian organizations.**Methods** We employ the systems approach, comparative analysis, computational procedures for the pace and changes in accounts payable from 2010 to 2015.**Results** The paper underpins the use of accounts payable as a source of funding, offers a measure of modified effect of financial leverage considering accounts payable as a criterion for decision-making on the capital structure of organizations. The findings may be useful for taking decisions on sources of funding in turbulent financial markets and increased risk of other external sources of financing.**Conclusions and Relevance** The identified trends enable to conclude on strengthening the role of creditors as a source of financing and the need to take it into account in financial risk management by Russian organizations.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2017

**References**

1. Alpatova E.S. [Features of financial markets in Russia under economic turbulence]. *Sotsial'no-ekonomicheskie i tekhnicheskie sistemy: issledovanie, proektirovanie, optimizatsiya*, 2016, no 1, pp. 86–94. (In Russ.) Available at: <http://kpfu.ru/portal/docs/F120179706/Alpatova.pdf>
2. Mandelbrot B., Hudson R.L. *(Ne)poslushnye rynki: fraktal'naya revolyutsiya v finansakh* [The (Mis)Behavior of Markets: A Fractal View of Risk, Ruin, and Reward]. Moscow, Vil'yams Publ., 2006, 400 p.
3. Burlachkov V.K. [Turbulence of economic processes: Theoretical aspects]. *Voprosy Ekonomiki*, 2009, no. 11, pp. 90–97. (In Russ.)
4. Zhuravleva G.P., Manokhina N.V. [New rules of the game under economic turbulence]. *Vestnik Saratovskogo gosudarstvennogo sotsial'no-ekonomicheskogo universiteta = Vestnik of Saratov State Socio-Economic University*, 2013, no. 5, pp. 23–28. (In Russ.)
5. Zhuravleva G.P., Manokhina N.V. [Modern economy and institutional vacuum in the theory of economics]. *Vestnik Saratovskogo gosudarstvennogo sotsial'no-ekonomicheskogo universiteta = Vestnik of Saratov State Socio-Economic University*, 2013, no. 3, pp. 12–17. (In Russ.)
6. Makarova N.N. [Monitoring the external environment in the conditions of turbulence as an element of the mechanism of ensuring economic security]. *Audit i finansovyi analiz = Audit and Financial Analysis*, 2013, no. 5, pp. 380–383. (In Russ.)
7. Mikhalev O.V. *Problemy ekonomicheskoi ustoichivosti v teorii i praktike upravleniya regional'nymi khozyaistvennymi sistemami: monografiya* [Problems of economic sustainability in theory and practice of

- management of regional economic systems: a monograph]. Omsk, Omsk State Pedagogical University Publ., 2011, 202 p.
8. Mikhalev O.V. *Ekonomicheskaya ustoichivost' khozyaistvennykh sistem: metodologiya i praktika nauchnykh issledovaniy i prikladnogo analiza* [Economic sustainability of economic systems: Methodology and practice of research and applied analysis]. St. Petersburg, Saint Petersburg Academy of Management and Economics, 2010, 200 p.
  9. Mikhalev O.V. [Monitoring the economic sustainability of regional economic systems]. *EKO = ECO*, 2011, no. 6, pp. 147–157. (In Russ.)
  10. Sysoeva E.F. *Finansovye resursy i kapital organizatsii: sushchnost', upravlenie, effektivnost' ispol'zovaniya: monografiya* [Financial resources and capital of organizations: Essence, management, utilization efficiency: a monograph]. Voronezh, Voronezh State University Publ., 2007, 248 p.
  11. Anikina I.D. [Enterprise loan capital development strategy]. *Vestnik Volgogradskogo gosudarstvennogo universiteta. Ser. 3: Ekonomika, ekologiya = Science Journal of Volgograd State University. Series: Global Economic System*, 2009, no. 2, pp. 197–203. (In Russ.)
  12. Brealey R., Myers S. *Printsipy korporativnykh finansov* [Principles of Corporate Finance]. Moscow, Olimp-Biznes Publ., 2007, 1052 p.
  13. Cheng F. Lee, Finnerty J.E. *Finansy korporatsii: teoriya, metody i praktika* [Corporate Finance: Theory, Method, and Applications]. Moscow, INFRA-M Publ., 2000, 686 p.
  14. Kirshin I.A. [A method of capital structure optimization based on the financial distress costs]. *Finansovyi menedzhment = Financial Management*, 2016, no. 2, pp. 69–76. (In Russ.)
  15. Lisitsyna E.V., Tokarenko G.S. [Organization of risk management in the company]. *Finansovyi menedzhment = Financial Management*, 2016, no. 1, pp. 59–66. (In Russ.)
  16. Savitskaya G.V. *Analiz effektivnosti i riskov predprinimatel'skoi deyatel'nosti: metodologicheskie aspekty: monografiya* [Analysis of efficiency and risks of business operations: Methodological aspects: a monograph]. Moscow, INFRA-M Publ., 2014, 272 p.
  17. Teplova T.V. [Determination of the financial leverage effect in Russian practice]. *Sibirskaya finansovaya shkola = Siberian Financial School*, 2006, no. 1, pp. 25–29. (In Russ.)
  18. Teplova T.V. [Work on debt capital. Optimal debt load of the company: From theoretical aspects to practical model justifications. Part I]. *Upravlenie korporativnymi finansami = Corporate Finance Management*, 2013, no. 4, pp. 198–208. (In Russ.)
  19. Teplova T.V., Getalova A.A. [Work on debt capital. Optimal debt load of the company: From theoretical aspects to practical model justifications. Part II]. *Upravlenie korporativnymi finansami = Corporate Finance Management*, 2013, no. 5, pp. 262–279. (In Russ.)

### Conflict-of-interest notification

We, the authors of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.