

Министерство образования и науки Российской Федерации

Федеральное агентство по образованию РФ

Владивостокский государственный университет  
экономики и сервиса

---

# **ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ**

Учебное пособие

Владивосток  
Издательство ВГУЭС  
2008

ББК

Ф 59

Рецензенты: В. А. Созинов, канд. экон. наук, проф. каф. «Экономики и менеджмента», ВГУЭС;  
Н.Н. Байнарович, доцент каф. «Экономики и менеджмента», ВГУЭС

**ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ: учебное пособие /**  
Ф 59      сост. С.Э. Приходько, О.А. Батурина. – Владивосток: Изд-во ВГУЭС, 2008. – 144 с.

Учебное пособие по дисциплине «Финансовый менеджмент» разработано в соответствии со стандартом и учебной программой по дисциплине. Учебное пособие включает в себя курс лекций по дисциплине и контрольные вопросы, задачи и ситуации, тесты для самоконтроля. Пособие разработано в рамках компетентностного подхода к обучению.

Для студентов специальностей «Бухгалтерский учет и аудит», «Налоги и налогообложение», «Финансы и кредит».

ББК

Печатается по решению РИСО ВГУЭС

© Издательство Владивостокский  
государственный университет  
экономики и сервиса, 2008

## ВВЕДЕНИЕ

Дисциплина «Финансовый менеджмент» является одной из ключевых в области подготовки студентов по специальностям «Финансы и кредит», «Налоги и налогообложение», «Бухгалтерский учет».

**Целью изучения дисциплины является** формирование фундаментальных знаний о современных методах управления финансами на отечественных и зарубежных предприятиях, а также практических навыков по управлению финансовыми ресурсами, вложению финансовых ресурсов и управлению денежными потоками на предприятии.

**Задачи дисциплины включают в себя** изучение основ принятия финансовых решений, освоение существующих методик анализа стоимости и структуры капитала, изучение форм и инструментов долгосрочного и краткосрочного финансирования компании, овладение методами управления источниками финансирования предприятия, освоение навыков разработки финансовой стратегии и системы бюджетирования.

**Компетенции (выходные):** студенты должны научиться работать в динамично меняющихся рыночных условиях; должны иметь способность своевременно реагировать на изменение стратегии и тактики долго- и краткосрочных аспектов жизнедеятельности предприятия в новых условиях; уметь анализировать и получать альтернативные варианты решений, учитывать легальные методы финансового маневрирования в целях нейтрализации последствий постоянного изменения законодательной базы по налогообложению; умения сформировать оптимальную структуру капитала предприятия и оценить эффективность инвестиционных проектов.

**Состав учебного пособия.** Учебное пособие по Финансовому менеджменту включает в себя следующие блоки: теоретический блок, вопросы для обсуждения, задачи и практические ситуации, тесты для самоконтроля, задание для самостоятельной работы.

# Тема 1. КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

## 1.1. Основные понятия финансового менеджмента

Финансовый менеджмент, как наука управления финансами, призван найти ответы на три ключевых вопроса:

- каковы должны быть **величина и оптимальный состав активов** компании, позволяющие достичь поставленные перед компанией цели и задачи;
- где найти источники финансирования и каков должен быть их оптимальный состав;
- как организовать текущее и перспективное управление финансовой деятельностью, обеспечивающее платежеспособность и **финансовую устойчивость** компании.

**Финансовый менеджмент представляет собой систему принципов и методов разработки и реализации управленческих решений, связанных с формированием, распределением и использованием финансовых ресурсов предприятия и организацией оборота его денежных средств.**

**Предметом** финансового менеджмента, т.е. того, что изучается в рамках данной науки, являются финансовые отношения, финансовые ресурсы и их потоки.

**Принципы** финансового менеджмента:

- *Системность* (интегрированность в общую систему), любая система управления финансами хозяйствующего субъекта должна рассматриваться, с одной стороны, как самостоятельная сложная система, а с другой стороны, как часть той или иной системы более высокого порядка.
- *Комплексность*, финансовый менеджмент непосредственно связан с производственным менеджментом, инновационным менеджментом, менеджментом персонала и пр., каждое из решений влияет одно на другое и на результаты финансовой деятельности предприятия.
- *Вариативность* подходов к разработке отдельных управленческих решений, необходимо принимать финансовые решения с учетом всех возможных альтернативных путей.
- *Ориентированность на стратегические цели* развития предприятия (не принимаются решения, имеющие сиюминутную выгоду).
- *Регулярность*,
- *Преемственность*,
- *Объективность и др.*

**Цели** управления финансами фирмы могут быть разными, и каждая из них может быть обоснована с точки зрения здравого смысла:

- выживание компании в условиях конкурентной борьбы; или лидерство в борьбе с конкурентами;
- устойчивый рост объемов производства и реализации; многие менеджеры отождествляют себя (зарботная плата, статус, положение в обществе) с размерами своей фирмы в большей степени, нежели с ее прибыльностью. Правда, следует заметить, что нередко по мере наращивания экономической мощи компании меняется в сторону улучшения и система стимулирования работников;
- обеспечение рентабельной деятельности и максимизация прибыли;
- максимизация богатства владельцев компании;
- максимизация рыночной стоимости компании.

Наибольшее распространение в последние годы получила **целевая установка, направленная на увеличение богатства владельцев компании**. При этом повышение достатка владельцев компании заключается не столько в росте текущих прибылей, сколько в увеличении рыночной цены их собственности. Таким образом, любое финансовое решение, обеспечивающее в перспективе рост цены акций, должно приниматься владельцами и/или управленческим персоналом компании.

В процессе реализации своей главной цели финансовый менеджмент направлен на решение **следующих основных задач**:

1. Обеспечение достаточного объема финансовых ресурсов в соответствии с задачами развития предприятия в предстоящем периоде. Эта задача реализуется путем определения общей потребности в финансовых ресурсах предприятия на предстоящий период, увеличения объема собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников, оценки целесообразности привлечения внешних источников, в том числе заемных средств.

2. Обеспечение наиболее эффективного использования сформированного объема финансовых ресурсов с учетом основных направлений деятельности предприятия. Решение этой задачи предусматривает установление необходимой пропорциональности в их использовании на цели производственного и социального развития предприятия, выплаты необходимого уровня доходов на инвестированный капитал собственникам предприятия. При этом необходимо учитывать стратегические цели развития предприятия и возможный уровень отдачи или доходности вкладываемых средств.

3. Оптимизация денежного оборота. Эта задача решается путем эффективного управления денежными потоками предприятия, обеспечением соответствия объемов поступления денежных средств объемам

их расходования по отдельным периодам, поддержание необходимой ликвидности его оборотных активов.

4. Обеспечение увеличения прибыли предприятия при предусматриваемом уровне финансового риска и одновременное снижение уровня риска при предусматриваемом уровне прибыли. Между показателями прибыли и риска как правило существует прямая взаимосвязь и увеличение прибыльности как правило достигается за счет увеличения финансового риска. Допустимый уровень риска определяется собственниками компании или руководством компании с учетом их отношения к риску.

Обеспечение постоянного финансового равновесия предприятия в процессе его развития. Такое равновесие характеризуется высоким уровнем финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия на всех этапах его развития.

Финансовый менеджмент реализует свою главную цель и основные задачи путем осуществления определенных функций. Эти функции можно подразделить **на две основные группы**:

- наиболее общие функции ФМ, связанные с управлением предприятием в целом;
- конкретные функции, связанные с управлением финансами на предприятии.

В **первой группе** основными функциями являются следующие:

**1. Разработка финансовой стратегии предприятия.** Формируется система целей на долгосрочный период. Определяются первоочередные задачи, решаемые в ближайшей и долгосрочной перспективе. Финансовая стратегия предприятия рассматривается как неотъемлемая составная часть общей стратегии его экономического развития.

**2. Формирование эффективных информационных систем, обеспечивающих обоснование разнообразных вариантов управленческих решений.** Должны быть определены объемы и содержание потребности в информации, определены внутренние и внешние источники информации. Организовано постоянное отслеживание финансового состояния предприятия и состояние финансового рынка.

**3. Осуществление анализа различных сторон финансовой деятельности предприятия по основным ее направлениям.** Проводится экспресс- и углубленный анализ отдельных финансовых операций, результатов финансовой деятельности отдельных дочерних предприятий, филиалов и центров ответственности, финансовых результатов предприятия в целом и по отдельным направлениям его деятельности.

**4. Осуществление планирования финансовой деятельности предприятия по основным ее направлениям.** Разработка системы текущих планов и оперативных бюджетов по основным направлениям

финансовой деятельности, структурным подразделениям и по предприятию в целом на основе выработанной стратегии.

**5. Разработка действенной системы стимулирования реализации принятых решений в области финансовой деятельности.** Формирование системы поощрений и санкций за выполнение и невыполнение установленных целевых показателей, нормативов и планов. Установление контрактной формы оплаты труда руководителей подразделений и финансовых менеджеров.

**6. Осуществление эффективного контроля за реализацией принятых управленческих решений в области финансовой деятельности.** Разделение контрольных обязанностей отдельных служб и финансовых менеджеров, определение системы контролируемых показателей и контрольных периодов. Оперативное реагирование на результаты контроля.

Во второй группе основными функциями являются:

#### **1. Управление активами**

Выявление реальной потребности в отдельных видах активов исходя из предусматриваемых объемов производственной деятельности предприятия, ускорение цикла их оборота

- Управление оборотными активами;
- Управление внеоборотными активами;
- Оптимизация состава активов.

#### **2. Управление капиталом**

Определение общей потребности в капитале для обеспечения формируемых активов предприятия, разработка мероприятий по рефинансированию капитала в наиболее эффективные виды активов.

- Управление собственным капиталом;
- Управление заемным капиталом;
- Оптимизация структуры капитала.

#### **3. Управление инвестициями**

Выявление направлений инвестиционной деятельности, оценка инвестиционной привлекательности отдельных реальных проектов и финансовых инструментов, отбор наиболее эффективных из них. Формирование реальных инвестиционных программ и портфеля финансовых инвестиций. Выбор наиболее эффективных форм финансовых инвестиций.

- Управление реальными инвестициями;
- Управление финансовыми инвестициями.

#### **4. Управление денежными потоками**

Формирование входящих и выходящих потоков денежных средств.

- Управление денежными потоками по операционной деятельности;
- Управление денежными потоками по инвестиционной деятельности;
- Управление денежными потоками по финансовой деятельности.

### **5. Управление финансовыми рисками**

Выявление основного состава финансовых рисков. Оценка уровня этих рисков и объем связанных с ними возможных финансовых потерь  
профилактика и минимизация отдельных рисков, страхование.

- Управление составом финансовых рисков;
- Управление профилактикой финансовых рисков;
- Управление страхованием финансовых рисков.

### **6. Антикризисное финансовое управление при угрозе банкротства**

Диагностика угрозы банкротства, оценка уровня этой угрозы, финансовая стабилизация или санация предприятия.

- Управление устранением неплатежеспособности;
- Управление восстановлением финансовой устойчивости;
- Управление обеспечением финансового равновесия;
- Управление санацией.

## **1.2. Базовые концепции финансового менеджмента**

Финансовый менеджмент базируется на ряде взаимосвязанных **фундаментальных концепций**.

*Концепция* (от лат. *conceptio* – понимание, система) представляет собой определенный способ понимания и трактовки какого-либо явления.

Основными являются следующие **концепции**, в той или иной мере используемые при принятии конкретных финансовых решений:

- 1) временной ценности денежных ресурсов,
- 2) компромисса между риском и доходностью,
- 3) стоимости капитала,
- 4) эффективности рынка капитала и асимметричности информации,
- 5) агентских отношений,
- 6) альтернативных затрат,

1. Движение денежных средств, получаемых и расходуемых предприятием в наличной и безналичной форме, называют в финансовом менеджменте **денежными потоками**.

Эти потоки бывают двух видов: положительные и отрицательные. Положительные потоки (притоки) отражают поступление денег на предприятие, отрицательные (оттоки) – выбытие или расходование денег предприятием. Перевод денег из кассы на расчетный счет и подобные ему внутренние перемещения денег не рассматриваются в качестве денежных потоков.

Важнейшим условием возникновения денежного потока является пересечение им условной «границы» предприятия. **Разница между валовыми притоками и оттоками денежных средств за определенный**

**период времени называется чистым денежным потоком.** Он также может быть положительным или отрицательным (притоком или оттоком).

Все денежные потоки предприятия объединяются в три основные группы:

- поток от операционной деятельности,
- поток от инвестиционной деятельности,
- поток от финансовой деятельности.

Главным источником денежных поступлений предприятия является его основная деятельность – производство и реализация продукции для завода, розничная торговля для магазина и т.п. Денежные потоки от этой деятельности (выручка от реализации, оплата счетов поставщиков, выплата заработной платы) являются наиболее регулярными, так как они обслуживают текущие операции, повторяющиеся из месяца в месяц.

Концепция **денежного потока** предполагает

- а) определение вида денежного потока и его продолжительности
- б) оценку факторов, определяющих величину его элементов;
- в) выбор коэффициента дисконтирования, позволяющего сопоставлять элементы потока, генерируемые в различные моменты времени;
- г) оценку риска, связанного с данным потоком и способ его учета.

**2. Временная ценность** является объективно существующей характеристикой денежных ресурсов. Смысл ее состоит в том, что денежная единица, имеющаяся сегодня, и денежная единица, ожидаемая к получению через какое-то время, не равноценны. Эта неравноценность определяется действием трех основных причин:

- инфляцией,
- риском неполучения ожидаемой суммы и
- оборачиваемостью.

**Инфляция** присуща практически любой экономике. Происходящее в условиях инфляции перманентное обесценение денег, вызывает, с одной стороны, стремление их куда-либо вложить, т.е. стимулирует инвестиционный процесс, а, с другой стороны, как раз отчасти и объясняет, почему различаются деньги, имеющиеся в наличии и ожидаемые к получению.

Вторая причина различия – **риск неполучения ожидаемой суммы**. Любой договор, по которому в будущем ожидается поступление денежных средств, может быть неисполненным вовсе или исполненным частично.

Третья причина – **оборачиваемость** – заключается в том, что денежные средства, как и любой актив, должны с течением времени являться источником дохода по ставке, которая представляется приемлемой владельцу этих средств. В этом смысле сумма, ожидаемая к получению через некоторое время, должна превышать аналогичную сумму,

которой располагает инвестор в момент принятия решения, на величину приемлемого дохода.

Поскольку решения финансового характера с необходимостью предполагают сравнение, учет и анализ денежных потоков, генерируемых в разные периоды времени, для финансового менеджера концепция временной ценности денег имеет особое значение.

3. **Концепция компромисса между риском и доходностью** состоит в том, что получение любого дохода в бизнесе чаще всего сопряжено с риском. Причем связь между этими двумя взаимосвязанными характеристиками прямо пропорциональная: чем выше требуемая или ожидаемая доходность, т.е. отдача на вложенный капитал, тем выше и степень риска, связанного с возможным неполучением этой доходности; верно и обратное.

В финансовом менеджменте могут ставиться и решаться различные задачи, в том числе и предельного характера, например увеличения доходности или уменьшения риска, однако чаще всего речь идет о достижении разумного соотношения между риском и доходностью.

4. Смысл концепции **стоимости капитала** состоит в том, что обслуживание того или иного источника обходится компании не одинаково. Каждый источник финансирования имеет свою стоимость, например, за банковский кредит нужно платить проценты, причем соответствующие расходы могут быть практически непредсказуемы (например, стоимость источника «облигационный заем» с плавающей купонной ставкой). Стоимость капитала показывает минимальный уровень дохода, необходимого для покрытия затрат по поддержанию данного источника и позволяющего не оказаться в убытке. Не случайно количественная оценка стоимости капитала имеет ключевое значение в анализе инвестиционных проектов и выборе альтернативных вариантов финансирования деятельности компании.

5. Принятие решений и выбор поведения на рынке капитала, равно как и активность операций, тесно связаны с **концепцией эффективности рынка**. Объем сделок по покупке или продаже ценных бумаг зависит от того, насколько точно текущие цены соответствуют внутренним стоимостям. Цена зависит от многих факторов, в том числе и от информации. Предположим, что на рынке, находившемся в состоянии равновесия, появилась новая информация о том, что цена акций некоторой компании занижена. Это приведет к немедленному повышению спроса на акции и последующему росту цены до уровня, соответствующего внутренней стоимости этих акций. Чем быстрее поступившая новая информация отражается на ценах, тем более эффективным является рынок. Причем в приложении к рынку капитала термин «эффективность» понимается не в экономическом, а в информационном плане. В услови-

ях эффективного рынка любая новая информация по мере ее поступления немедленно отражается на ценах на акции и другие ценные бумаги. Более того, эта информация поступает на рынок случайным образом, т.е. нельзя заранее предсказать, когда она поступит и в какой степени будет полезна.

6. **Концепция асимметричной информации** тесно связана с концепцией эффективности рынка капитала. Смысл ее состоит в том, что отдельные категории лиц могут владеть информацией, недоступной всем участникам рынка в равной мере. Если такое положение имеет место, говорят о наличии асимметричной информации. Носителями конфиденциальной информации чаще всего выступают менеджеры и отдельные владельцы компаний. Эта информация может использоваться ими различными способами в зависимости от того, какой эффект, положительный или отрицательный, может иметь ее обнародование.

7. **Концепция агентских отношений** становится актуальной в условиях рыночных отношений по мере усложнения форм организации бизнеса. Большинству фирм, в той или иной степени присущ разрыв между функцией владения и функцией управления и контроля, смысл которого состоит в том, что владельцы компании вовсе не обязаны вникать в тонкости текущего управления ею. Интересы владельцев компании и ее управленческого персонала могут совпадать далеко не всегда; особенно это связано с анализом альтернативных решений, одно из которых обеспечивает сиюминутную прибыль, а второе — рассчитано на перспективу. Чтобы нивелировать возможные противоречия между целевыми установками конфликтующих групп и, в частности, ограничить возможность нежелательных действий менеджеров исходя из собственных интересов, владельцы компании вынуждены нести так называемые агентские издержки. Существование подобных издержек является объективным фактором, а их величина должна учитываться при принятии решений финансового характера.

8. Одной из ключевых концепций в финансовом менеджменте является **концепция альтернативных затрат**, или затрат упущенных возможностей. Принятие любого решения финансового характера в подавляющем большинстве случаев связано с отказом от какого-то альтернативного варианта. В этом случае решение принимается в результате сравнения альтернативных затрат, выражаемых чаще всего в виде относительных показателей.

Концепция альтернативных затрат играет весьма важную роль в оценке вариантов возможного вложения капитала, использования производственных мощностей, выбора вариантов политики кредитования покупателей и др.

Альтернативные затраты, называемые также ценой шанса, или ценой упущенных возможностей, представляют собой доход, который могла бы получить компания, если бы предпочла иной вариант использования имевшихся у нее ресурсов.

### **Контрольные вопросы**

1. Что такое неоклассическая теория финансов?
2. Что такое финансовый менеджмент? Дайте описание основных его разделов, поясните логику их обособления и взаимосвязь.
3. Охарактеризуйте основные цели, стоящие перед любой компанией, можно ли их каким-либо образом группировать и ранжировать.
4. Какие решения приходится принимать финансовому менеджеру для достижения финансовых целей компании?
5. Каким образом владельцы компании могут удостовериться в том, что финансовые цели действительно достигнуты?
6. В чем смысл концепции эффективности рынка ценных бумаг? О какой эффективности идет речь? Возможно ли на практике существование сильной формы эффективности?
7. Какие типы ценных бумаг имеют хождение в России? Дайте их характеристику.

### **Задачи и ситуации**

1. Вы обратились в кадровое агентство с целью получения работы, где вам на выбор были предложены две вакансии: финансового менеджера и бухгалтера. Дайте сравнительную характеристику особенностей работы бухгалтера и финансового менеджера. Какая из них вам кажется наиболее привлекательной и почему?
2. Прокомментируйте суть агентской теории. Приведите примеры, когда интересы владельцев компании и ее управленческого персонала вступают в определенное противоречие. Каким образом может стимулироваться управленческий персонал компании для определенного nivelирования последствий агентского конфликта?
3. В чем Вы видите причины финансового кризиса, разразившегося в августе 1998 года.
4. Можно ли каким-то образом ранжировать с позиции финансового менеджера базовые концепции, если да, то предложите свой вариант.
5. Предположим, что на балансе предприятия находится здания. Можно ли сказать, что акционеры являются собственниками этого здания.
6. Один из учредителей ЗАО внес свой автомобиль в качестве взноса в уставный капитал. Спустя полгода он решил выйти из состава учредителей. За это время цены на автомобили значительно выросли. Имеет ли этот учредитель право забрать свой автомобиль.

## Тесты

1. *Предметом финансового менеджмента являются*
  - 1) финансовые ресурсы;
  - 2) потоки финансовых ресурсов;
  - 3) финансовые отношения;
  - 4) распоряжение денежными средствами.
2. *Финансовый рынок является более эффективным, если поступающая информация*
  - 1) быстрее отражается на ценах;
  - 2) медленнее отражается на ценах;
  - 3) не отражается на ценах;
  - 4) минимально отражается на ценах.
3. *Наиболее распространенной целью финансового менеджмента в последнее время считается*
  - 1) обеспечение устойчивого роста объемов производства;
  - 2) обеспечение выживаемости организации в конкурентной борьбе;
  - 3) увеличение богатства владельцев компании;
  - 4) повышение прибыли организации.
4. *Управление капиталом компании подразумевает управление*
  - 1) собственным и заемным капиталом;
  - 2) основными фондами предприятия;
  - 3) чистым оборотным капиталом;
  - 4) оборотными средствами.
5. *Стадией возникновения финансов является стадия*
  - 1) обмена;
  - 2) потребления;
  - 3) распределения;
  - 4) производства.
6. *Управление оборотными средствами относится к управлению*
  - 1) капиталом;
  - 2) активами;
  - 3) денежными потоками;
  - 4) инвестициями.

## Тема 2. СИСТЕМА УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСАМИ НА ПРЕДПРИЯТИИ

Механизм финансового менеджмента представляет собой систему основных элементов, регулирующих процесс разработки и реализации управленческих решений в области организации, регулирования и планирования финансовых отношений, способов формирования и использования финансовых ресурсов.

*Государственное нормативно-правовое регулирование финансовой деятельности предприятия.* Функционирование любой системы финансового управления осуществляется в рамках действующего правового и нормативного обеспечения. Сюда относятся: законы, указы Президента, постановления Правительства, приказы и распоряжения министерств и ведомств, лицензии, уставные документы, нормы, инструкции, методические указания и др.

*Рыночный механизм регулирования* финансовой деятельности предприятия формируется прежде всего в сфере финансового рынка в его отдельных видах и сегментах. Спрос и предложение на финансовом рынке формируют уровень цен (ставки процента) и котировок по отдельным финансовым инструментам, определяют доступность кредитных ресурсов, выявляют среднюю норму доходности капитала, определяют ликвидность отдельных фондовых и денежных инструментов, используемых предприятием в процессе своей финансовой деятельности.

*Внутренний механизм регулирования* отдельных аспектов финансовой деятельности предприятия формируется в рамках самого предприятия, ряд вопросов регулируется требованиями устава предприятия, некоторые – финансовой стратегией и целевой финансовой политикой, часть – системой внутренних нормативов и требований.

Система управления финансами в компании представлена на рисунке.

*Организационная структура системы управления финансами*, а также ее кадровый состав могут быть построены различными способами в зависимости от размеров компании и вида ее деятельности. Для крупной компании наиболее характерно обособление специальной службы, руководимой вице-президентом по финансам (финансовым директором) и, как правило, включающей бухгалтерию и финансовый отдел.

Задачи финансовой службы или *финансового менеджера* включают в себя:

- общий финансовый анализ и планирование;
- обеспечение компании финансовыми ресурсами (управление источниками средств);

- распределение финансовых ресурсов (инвестиционная политика и управление активами).

Логика выделения таких областей деятельности тесно связана со структурой баланса как основной отчетной формой, отражающей имущественное и финансовое состояние компании.

Очевидно, что имеющиеся средства компания может вложить в различные активы, а задача по их оптимизации как раз и есть одна из задач финансового менеджера.

Принятие решений с использованием приведенных оценок выполняется в результате анализа альтернативных решений, принятых с учетом компромисса между требованиями ликвидности, финансовой устойчивости и рентабельности.

Под *финансовым инструментом* понимается любой контракт, по которому происходит одновременное увеличение финансовых активов одной компании и финансовых обязательств другой компании.

К финансовым активам относятся:

- денежные средства;
- контрактное право получить от другой компании денежные средства или любой другой вид финансовых активов;
- контрактное право обмена финансовыми инструментами с другой компанией на потенциально выгодных условиях;
- долевые ценные бумаги другой компании.

К финансовым обязательствам относятся контрактные обязательства:

- выплатить денежные средства или предоставить какой-то иной вид финансовых активов другой компании;
- обменяться финансовыми инструментами с другой компанией на потенциально невыгодных условиях (в частности, такая ситуация может возникнуть при вынужденной продаже дебиторской задолженности).

Существует и более упрощенное толкование сущности понятия **«финансовый инструмент»**. В соответствии с ним выделяют **три** основные категории финансовых инструментов:

1. денежные средства (средства в кассе и на расчетном счете, валюта);
2. кредитные инструменты (облигации, форвардные контракты, фьючерсы, опционы, свопы и др.)
3. способы участия в уставном капитале (акции и паи).

**Методы финансового управления** многообразны. Основными являются: прогнозирование, планирование, налогообложение, страхование, кредитование, самофинансирование, система расчетов, система финансовой помощи, система финансовых санкций, система производства амортизационных отчислений, система стимулирования, принципы

ценообразования, трастовые операции, залоговые операции, трансфертные операции, факторинг, аренда, лизинг.

Элемент приведенных методов — специальные **приемы финансового управления**: кредиты, займы, процентные ставки, дивиденды, котировка валютных курсов, акциз, дисконт и др.

Основой **информационного обеспечения** системы финансового управления служит любая информация финансового характера:

- бухгалтерская отчетность;
- сообщения финансовых органов;
- информация учреждений банковской системы;
- информация товарных, фондовых и валютных бирж;
- прочая информация.

**Техническое обеспечение** системы финансового управления – самостоятельный и весьма важный ее элемент. Многие современные системы, основанные на безбумажной технологии (межбанковские расчеты, взаимозачеты, расчеты при помощи кредитных карточек и др.), невозможны без применения сетей ЭВМ, персональных компьютеров, функциональных пакетов прикладных программ.

Можно, например, свести до минимума величину производственных запасов, надеясь, что поставщики не подведут и сбоев в производственном процессе по этой причине не будет. Высвобожденные при этом оборотные средства можно вложить в ликвидные ценные бумаги в расчете на дополнительные доходы. Безусловно, такая политика связана с определенным риском, который и должен оценить финансовый менеджер. Точно так же возможны различные решения в отношении структуры капитала. причем чем крупнее компания, тем больше вариантов.

### Тесты

*1. Система управления финансами на предприятии представляет собой*

- 1) разработку финансовой стратегии;
- 2) разработку финансовой политики;
- 3) финансовый аппарат;
- 4) финансовый механизм.

*2. Движение средств, связанных с приобретением или реализацией основных средств и нематериальных активов, это деятельность*

- 1) инвестиционная;
- 2) текущая;
- 3) финансовая;
- 4) операционная.

3. Известные рычаги, используемые в деятельности предприятия – это

- 1) операционный рычаг;
- 2) кредитный рычаг;
- 3) затратный рычаг;
- 4) финансовый рычаг.

4. Денежные средства, кредитные инструменты, акции и паи относятся к

- 1) ценным бумагам;
- 2) финансовым инструментам;
- 3) финансовым методам;
- 4) финансовым обязательствам.

5. Прогнозирование, планирование, страхование, налогообложение относятся к

- 1) функциям финансового управления;
- 2) задачам финансового управления;
- 3) методам финансового управления;
- 4) целям финансового управления.

6. Агентская проблема заключается в том, что цели

- 1) собственников предприятия и его управленческого персонала совпадают, но не совпадают с целями работников;
- 2) собственников предприятия и его управленческого персонала часто противоположны;
- 3) управленческого персонала предприятия не совпадают с целями работников;
- 4) собственников предприятия не совпадают с требованиями внешней среды.

## Тема 3. ИНФОРМАЦИОННОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

### 3.1. Система информационного обеспечения

Финансовое управление на предприятии может быть эффективным только в том случае, если субъекты управления будут иметь четкое представление о средствах и обязательствах предприятия, выручке и затратах, прибылях и налогах, фондах и ресурсах.

*Система информационного обеспечения* финансового менеджмента представляет собой процесс непрерывного целенаправленного подбора соответствующих нормативных показателей, необходимых для осуществления анализа, планирования и подготовки эффективных оперативных управленческих решений по всем направлениям финансовой деятельности предприятия.

Конкретные показатели этой системы формируются как из **внешних**, так и из внутренних источников.

Система показателей, формируемых из внешних источников состоит из 4 основных групп.

1. *Показатели, характеризующие общеэкономическое развитие страны.* Это показатели, характеризующие внешнюю финансовую среду функционирования предприятия для принятия стратегических решений в области финансовой деятельности (стратегии развития его активов и капитала, осуществления инвестиционной деятельности, формирования системы перспективных целевых показателей финансового менеджмента). Формирование системы показателей этой группы основывается на публикуемых данных государственной статистики.

Показатели, входящие в состав первой группы, подразделяются на два блока.

В первом блоке *«Показатели макроэкономического развития»* содержатся следующие основные информативные показатели, используемые в процессе управления финансами предприятия:

- а) темп роста внутреннего валового продукта и национального дохода;
- б) объем эмиссии денег в рассматриваемом периоде;
- в) денежные доходы населения;
- г) вклады населения в банках;
- д) индекс инфляции;
- е) учетная ставка центрального банка.

Во втором блоке *«Показатели отраслевого развития»* содержатся следующие основные информативные показатели по отрасли, к которой принадлежит предприятие:

- а) объем произведенной (реализованной) продукции, его динамика;

- б) общая стоимость активов предприятий, в том числе оборотных;
- в) сумма собственного капитала предприятий;
- г) сумма балансовой прибыли предприятий, в том числе по основной (операционной) деятельности;
- д) ставка налогообложения прибыли по основной деятельности;
- е) ставки налога на добавленную стоимость и акцизного сбора на продукцию, выпускаемую предприятиями отрасли;
- ж) индекс цен на продукцию отрасли в рассматриваемом периоде.

2. *Показатели, характеризующие конъюнктуру финансового рынка.* Система нормативных показателей этой группы служит для принятия управленческих решений в области формирования портфеля долгосрочных финансовых инвестиций, осуществления краткосрочных финансовых вложений и некоторых других аспектов финансового менеджмента, формирование системы показателей этой группы основывается на публикациях периодических коммерческих изданий, фондовой и валютной биржи, а также на соответствующих электронных источниках информации.

Показатели, входящие в состав второй группы, подразделяются на два блока.

В первом блоке *«Показатели, характеризующие конъюнктуру рынка фондовых инструментов»* содержатся следующие основные информативные данные:

- а) виды основных фондовых инструментов (акций, облигаций, деривативов и т.п.), обращающихся на биржевом и внебиржевом фондовом рынке;
- б) котироваемые цены предложения и спроса основных видов фондовых инструментов;
- в) объемы и цены сделок по основным видам фондовых инструментов;
- г) сводный индекс динамики цен на фондовом рынке.

Во втором блоке *«Показатели, характеризующие конъюнктуру рынка денежных инструментов»* содержатся следующие основные информативные данные:

- а) кредитная ставка отдельных коммерческих банков, дифференцированная по срокам предоставления финансового кредита;
- б) депозитная ставка отдельных коммерческих банков, дифференцированная по вкладам до востребования и срочным вкладам;
- в) официальный курс отдельных валют, которыми оперирует предприятие в процессе внешнеэкономической деятельности;
- г) курс покупки – продажи аналогичных видов валют, установленный коммерческими банками.

3. *Показатели, характеризующие деятельность контрагентов и конкурентов.* Система информативных показателей этой группы используется в основном для принятия оперативных управленческих решений по отдельным аспектам формирования и использования финансовых ресурсов. Эти показатели характеризуют деятельность банков; страховых компаний; поставщиков продукции; покупателей продукции; конкурентов. Источником формирования показателей этой группы служат публикации отчетных материалов в прессе, соответствующие рейтинги с основными результативными показателями деятельности (по банкам, страховым компаниям), а также платные бизнес-справки, предоставляемые отдельными информационными компаниями.

Состав информативных показателей каждого блока определяется конкретными целями управления финансами, объемом операционной, инвестиционной и финансовой деятельности, длительностью партнерских отношений и другими условиями.

4. *Нормативно-регулирующие показатели.* Система этих показателей учитывается в процессе подготовки финансовых решений, связанных с особенностями государственного регулирования финансовой деятельности предприятий. Источником формирования показателей этой группы являются нормативно-правовые акты, принимаемые различными органами государственного управления.

Система показателей информационного обеспечения финансового менеджмента, формируемых из внутренних источников делится на три группы

1. *Показатели, характеризующие финансовое состояние и результаты финансовой деятельности по предприятию в целом.*

Система информативных показателей этой группы широко используется как внешними, так и внутренними пользователями. Она применяется в процессе финансового анализа, планирования, разработки финансовой стратегии и политики по основным аспектам финансовой деятельности, дает наиболее полное представление о результатах финансовой деятельности предприятия, формирование системы показателей этой группы основывается на данных финансового учета предприятия.

Показатели, входящие в состав этой группы, подразделяются **на три основных блока.**

1. В первом блоке содержатся показатели, отражаемые в **«Балансе предприятия»**. Этот отчет содержит два основных раздела «Актив» и «Пассив».

2. Во втором блоке содержатся показатели, отражаемые в **«Отчете о финансовых результатах»**. Этот отчет включает показатели по следующим основным разделам:

1. величина выручки,

2. себестоимость продукции,
3. финансовые результаты;
4. платежи и бюджет и другие;

3. В третьем блоке содержатся показатели, отражаемые в **«Отчете о финансово-имущественном состоянии предприятия»**. Этот отчет, хотя и содержит обширный круг показателей, используемых в управлении финансовой деятельностью, но разрабатывается только один раз в год, что не позволяет применять эту информацию в процессе оперативного управления. В этом отчете содержатся показатели движения разнообразных финансовых фондов предприятия; использования средств бюджета и внебюджетных фондов; направления средств в целевые фонды и на потребление, наличия и движения нематериальных активов, финансовых вложений и других.

2. *Показатели, характеризующие финансовые результаты деятельности отдельных структурных подразделений предприятия.* Система этой группы показателей используется для текущего и оперативного управления практически всеми аспектами финансовой деятельности предприятия, а в наибольшей степени — в процессе финансового обеспечения операционной его деятельности, формирование системы показателей этой группы основывается на данных организуемого на предприятии управленческого учета.

В процессе построения системы информационного обеспечения управления финансовой деятельностью управленческий учет призван формировать группы показателей, отражающих объемы деятельности, сумму и состав затрат, сумму и состав получаемых доходов и других. Эти группы показателей формируются в процессе управленческого учета обычно по следующим блокам:

- а) *по сферам финансовой деятельности предприятия;*
- б) *по регионам деятельности* (если для предприятия характерна региональная диверсификация финансовой деятельности);
- в) *по центрам ответственности* (созданным на предприятии центрам затрат, дохода, прибыли и инвестиций).

3. *Нормативно-плановые показатели, связанные с финансовым развитием предприятия.* Эти показатели используются в процессе текущего и оперативного контроля за ходом осуществления финансовой деятельности. Они формируются непосредственно на предприятии по следующим двум блокам:

- а) *система внутренних нормативов, регулирующих финансовое развитие предприятия.* В эту систему включаются нормативы размеров отдельных видов активов предприятия, нормативы соотношения отдельных видов активов и структуры капитала, нормативы удельного расхода финансовых ресурсов и затрат и т.п.;

б) *система плановых показателей финансового развития предприятия*. В состав показателей этого блока включается вся совокупность показателей текущих и оперативных финансовых планов всех видов.

Использование всех представляющих интерес показателей, формируемых из внешних и внутренних источников, позволяет создать на каждом предприятии целенаправленную систему информационного обеспечения финансового менеджмента, ориентированную как на принятие стратегических финансовых решений, так и на эффективное текущее управление финансовой деятельностью.

### 3.2. Принципы составления финансовой отчетности

Составление финансовой отчетности в условиях рынка основано на ряде **принципов**, которые и делают ее достаточно эффективным инструментом финансового управления. Постепенное введение этих принципов в систему отчетности российских предприятий позволит повысить эффективность ее применения для целей финансового менеджмента.

Основное требование к информации, представляемой внешним пользователям развитых финансовых рынков, заключается в том, чтобы она была **полезной** для этих пользователей, т. е. чтобы эту информацию можно было использовать для принятия обоснованных деловых решений. Чтобы быть полезной, информация должна отвечать соответствующим критериям.

**Уместность** означает, что данная информация *значима* и оказывает влияние на решение, принимаемое пользователем. Информация считается также уместной, если она обеспечивает *возможность перспективного и ретроспективного анализа*, т. е. разработки прогноза о результатах прошлых, текущих и будущих решений, а также подтверждения правильности прошлых решений пользователя или выявления их ошибок. Уместность предполагает также *своевременность* данной информации, поскольку, если информация получена позже необходимого срока, она уже никак не может повлиять на принятие решения.

**Достоверность** информации определяется ее правдивостью, преобладанием экономического содержания над юридической формой, возможностью проверки и документальной обоснованностью, а также нейтральностью данных.

Информация считается **правдивой**, если она не содержит ошибок и пристрастных оценок, а также не фальсифицирует события хозяйственной жизни. Требование *преобладания содержания над юридической формой* означает, что все включаемые в отчетность сведения рассмат-

риваются прежде всего с точки зрения их экономического содержания, даже если их юридическая форма предусматривает иную трактовку.

**Нейтральность** предполагает, что финансовая отчетность не делает акцента на удовлетворение интересов одной группы пользователей общей отчетности в ущерб другой группы.

**Понятность** означает, что пользователи могут понять содержание отчетности без специальной профессиональной подготовки. **Сопоставимость** требует, чтобы сохранялась последовательность в применяемых методах бухгалтерского учета на данном предприятии, и тем самым обеспечивалась сопоставимость данных о деятельности предприятия за несколько отчетных периодов.

Каждая единица информации включается в отчетность исходя из того, что учет этой финансовой информации производился на основе определенных принципов учета, а также принимая во внимание существующие ограничения на включение данных в отчетную информацию.

### 3.3. Системы и методы финансового анализа

**Финансовый анализ** представляет собой процесс исследования финансового состояния и основных результатов финансовой деятельности предприятия с целью выявления резервов повышения его рыночной стоимости и обеспечения эффективного развития.

Для решения конкретных задач финансового менеджмента применяется ряд специальных систем и методов анализа, позволяющих получить количественную оценку результатов финансовой деятельности в разрезе отдельных ее аспектов, как в статике, так и в динамике. В теории финансового менеджмента в зависимости от используемых методов различают следующие основные системы финансового анализа, проводимого на предприятии:

- горизонтальный анализ;
- вертикальный анализ;
- сравнительный анализ;
- анализ коэффициентов;
- интегральный анализ.

На начальном этапе можно определить ликвидность баланса по существующим рациональным балансовым пропорциям, соблюдение которых способствует финансовой устойчивости предприятия.

1. Быстрореализуемые активы (денежные средства и краткосрочные финансовые вложения) должны покрывать наиболее срочные обязательства.

2. Активы средней реализуемости (дебиторская задолженность) должны покрывать краткосрочные обязательства или превышать их.

3. Медленнореализуемые активы (производственные запасы) должны покрывать долгосрочные обязательства или превышать их.

4. Труднореализуемые активы (внеоборотные активы) должны покрываться собственными средствами и не превышать их.

**I. Горизонтальный (или трендовый) финансовый анализ** базируется на изучении динамики отдельных финансовых показателей во времени. В процессе использования этой системы анализа рассчитываются темпы роста (прироста) отдельных показателей финансовой отчетности за ряд периодов и определяются общие тенденции их изменения (или тренда). В финансовом менеджменте наибольшее распространение получили следующие виды горизонтального (трендового) финансового анализа:

1. *Сопоставление финансовых показателей отчетного периода с показателями предшествующего периода* (например, с показателями предшествующего месяца, квартала, года).

2. *Сопоставление финансовых показателей отчетного периода с показателями аналогичного периода прошлого года* (например, показателей второго квартала отчетного периода с аналогичными показателями второго квартала предшествующего года). Этот вид горизонтального финансового анализа применяется на предприятиях с ярко выраженными сезонными особенностями хозяйственной деятельности.

3. *Сопоставление финансовых показателей за ряд предшествующих периодов*. Целью этого вида анализа является выявление тенденции изменения отдельных показателей, характеризующих результаты финансовой деятельности предприятия (определение линии тренда в динамике).

Все виды горизонтального (трендового) финансового анализа дополняются обычно исследованием влияния отдельных факторов на изменение соответствующих результативных ее показателей. Результаты такого аналитического исследования позволяют построить соответствующие динамические факторные модели, которые используются затем в процессе планирования отдельных финансовых показателей.

**II. Вертикальный (или структурный) финансовый анализ** базируется на структурном разложении отдельных показателей финансовой отчетности предприятия. В процессе осуществления этого анализа рассчитывается удельный вес отдельных структурных составляющих агрегированных финансовых показателей. В финансовом менеджменте наибольшее распространение получили следующие виды вертикального (структурного) анализа:

1. *Структурный анализ активов*. В процессе этого анализа определяются удельный вес оборотных и внеоборотных активов; элементный состав оборотных активов; элементный состав внеоборотных активов;

состав активов предприятия по уровню ликвидности; состав инвестиционного портфеля и другие. Результаты этого анализа используются в процессе оптимизации состава активов предприятия.

2. *Структурный анализ капитала.* В процессе этого анализа определяются удельный вес используемого предприятием собственного и заемного капитала; состав используемого заемного капитала по периодам его предоставления; состав используемого заемного капитала по его видам. Результаты этого анализа используются в процессе оценки эффекта финансового левериджа, определения средневзвешенной стоимости капитала, оптимизации структуры источников формирования заемных финансовых ресурсов и в других случаях.

3. *Структурный анализ денежных потоков.* В процессе этого анализа в составе общего денежного потока выделяют денежные потоки по операционной, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия; в составе каждого из этих видов денежного потока более глубоко структурируется поступление и расходование денежных средств, состав остатка денежных активов по отдельным его элементам.

**III. Сравнительный финансовый анализ** базируется на сопоставлении значений отдельных групп аналогичных показателей между собой. В процессе использования этой системы анализа рассчитываются размеры абсолютных и относительных отклонений сравниваемых показателей. В финансовом менеджменте наибольшее распространение получили следующие виды сравнительного финансового анализа.

1. *Сравнительный анализ финансовых показателей данного предприятия и среднеотраслевых показателей.* В процессе этого анализа выявляется степень отклонения основных результатов финансовой деятельности данного предприятия от среднеотраслевых с целью оценки своей конкурентной позиции по финансовым результатам хозяйствования и выявления резервов дальнейшего повышения эффективности финансовой деятельности.

2. *Сравнительный анализ финансовых показателей данного предприятия и предприятий — конкурентов.* В процессе этого анализа выявляются слабые стороны финансовой деятельности предприятия с целью разработки мероприятий по повышению его конкурентной позиции на конкретном региональном рынке.

3. *Сравнительный анализ финансовых показателей отдельных структурных единиц и подразделений данного предприятия (его «центров ответственности»).* Такой анализ проводится с целью сравнительной оценки и поиска резервов повышения эффективности финансовой деятельности внутренних подразделений предприятия.

4. *Сравнительный анализ отчетных и плановых (нормативных) финансовых показателей.* Такой анализ составляет основу организуемого на предприятии мониторинга текущей финансовой деятельности. В

процессе этого анализа выявляется степень отклонения отчетных показателей от плановых (нормативных), определяются причины этих отклонений и вносятся рекомендации по корректировке отдельных направлений финансовой деятельности предприятия.

**IV. Анализ финансовых коэффициентов** базируется на расчете соотношения различных абсолютных показателей финансовой деятельности предприятия между собой.

Наиболее распространенными являются коэффициенты платежеспособности и ликвидности, финансовой устойчивости, деловой активности (оборачиваемости), рентабельности, рыночной активности.

*Оценку ликвидности и платежеспособности* можно провести при помощи следующих показателей:

а) коэффициент абсолютной ликвидности и платежеспособности ( $K_{а.л.}$ ) показывает, сколько обязательств можно покрыть за счет денежных средств и краткосрочных финансовых вложений и рассчитывается по формуле:

$$K_{а.л.} = (ДС + КФВ) / КО, \quad (3.1)$$

где  $ДС$  – денежные средства,

$КФВ$  – краткосрочные финансовые вложения,

$КО$  – краткосрочные обязательства.

Краткосрочные обязательства для всех коэффициентов ликвидности и платежеспособности рассчитываются как разность между итогом пятого раздела (стр. 690), прочих краткосрочных обязательств (стр.660), резервов предстоящих расходов (стр.650) и доходов будущих периодов (стр. 640).

Нормативное значение данного показателя составляет 0,2–0,3.

б) коэффициент быстрой (срочной) ликвидности и платежеспособности рассчитывается по формуле:

$$K_{б.л.} = (ДС + КФВ + ДЗ) / КО, \quad (3.2)$$

где  $ДС$  – денежные средства,

$КФВ$  – краткосрочные финансовые вложения,

$ДЗ$  – дебиторская задолженность (краткосрочная),

$КО$  – краткосрочные обязательства.

Нормативное значение данного показателя составляет 0,7–0,8.

в) коэффициент текущей ликвидности и платежеспособности рассчитывается по формуле:

$$K_{м.л.} = (ОА - РБП) / КО, \quad (3.3)$$

где  $ОА$  – оборотные активы,

$РБП$  – расходы будущих периодов,

$КО$  – краткосрочные обязательства.

г) чистый оборотный капитал необходим для поддержания финансовой устойчивости компании, поскольку превышение оборотных средств над краткосрочными обязательствами означает, что предприятие не только может погасить свои краткосрочные обязательства, но и имеет финансовые ресурсы для расширения деятельности в будущем. Наличие ЧОК служит для инвесторов и кредиторов положительным индикатором к вложению средств в компанию. Данный показатель рассчитывается по формуле:

$$ЧОК = ТА - ТП, \quad (3.4)$$

где ЧОК – чистый оборотный капитал,

ТА – текущие пассивы (оборотные активы),

ТП – текущие пассивы (краткосрочные обязательства).

д) собственный оборотный капитал рассчитывается по формуле:

$$ЧОК = СК + ДО - ВОА, \quad (3.5)$$

где ЧОК – чистый оборотный капитал,

СК – собственный капитал,

ДО – долгосрочные обязательства,

ВОА – внеоборотные активы.

Значения СОК и ЧОК на предприятии должны быть равны. Их размер зависит от особенностей деятельности предприятия, объема реализации, размера предприятия, скорости оборачиваемости дебиторской задолженности, запасов и т.д.

*Коэффициенты финансовой устойчивости* определяют структуру источников средств предприятия. К ним относятся:

а) коэффициент автономии или независимости предприятия показывает, насколько предприятие обеспечивает свои активы за счет собственного капитала, рассчитывается по формуле:

$$K_{авт} = СК / ВБ, \quad (3.6)$$

где  $K_{авт}$  – коэффициент автономии

СК – собственный капитал,

ВБ – валюта баланса

б) коэффициент заемных средств показывает насколько предприятие обеспечивает свои активы за счет заемного капитала и рассчитывается по формуле:

$$K_{з.с.} = 1 - K_{авт}, \quad (3.7)$$

где  $K_{з.с.}$  – коэффициент заемных средств.

в) мультипликатор собственных средств рассчитывается по формуле:

$$M_{с.с.} = \text{валюта баланса} / СК, \quad (3.8)$$

где  $M_{с.с.}$  – мультипликатор собственных средств.

г) коэффициент финансовой зависимости (плечо финансового рычага) показывает, насколько предприятие зависит от внешних источников финансирования и рассчитывается по формуле:

$$K_{ф.з.} = 3K / CK, \quad (3.9)$$

где  $K_{ф.з.}$  – коэффициент финансовой зависимости,  
 $3K$  – заемный капитал.

*Показатели деловой активности.* Показатели деловой активности позволяют судить о финансовом положении предприятия с точки зрения платежеспособности, то есть о том, как быстро средства могут превращаться в наличность. К показателям деловой активности относят:

а) коэффициент оборачиваемости активов позволяет измерить оборачиваемость средств вложенных в активы и показывает, эффективно ли используются активы для получения дохода и прибыли и какой объем реализации приходится на 1 рубль актива. Рассчитывается по формуле:

$$K_{об. ак.} = B / CpCA, \quad (3.10)$$

где  $K_{об. ак.}$  – коэффициент оборачиваемости активов,  
 $B$  – выручка,  
 $CpCA$  – средняя за период стоимость активов.

б) коэффициент оборачиваемости запасов показывает скорость реализации запасов и рассчитывается по формуле:

$$K_{об. з.} = B / CpCЗ, \quad (3.11)$$

где  $K_{об. з.}$  – коэффициент оборачиваемости запасов,  
 $CpCЗ$  – средняя за период стоимость запасов.

в) коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности показывает, сколько раз в год взыскивается дебиторская задолженность и рассчитывается по формуле:

$$K_{об. д.з.} = B / CpДЗ, \quad (3.12)$$

где  $K_{об. д.з.}$  – коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности,  
 $CpДЗ$  – средняя за период сумма дебиторской задолженности.

г) коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности показывает, сколько раз в год взыскивается кредиторская задолженность и рассчитывается по формуле:

$$K_{об. к.з.} = B / CpКЗ, \quad (3.13)$$

где  $K_{об. к.з.}$  – коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности,  
 $CpКЗ$  – средняя за период сумма кредиторской задолженности.

д) средний возраст запасов оказывает, как долго содержались запасы, то есть как долго деньги связаны в запасах и рассчитывается по формуле:

$$CBЗ = 360 / K_{об. з.} \quad (3.14)$$

где  $CBЗ$  – средний возраст запасов, измеряется в днях.

е) период оборачиваемости дебиторской задолженности представляет собой средний период необходимый для взыскания дебиторской задолженности, рассчитывается по формуле:

$$ПОДЗ = 360 / K_{об. д. з.} \quad (3.15)$$

где  $ПОДЗ$  – период оборачиваемости дебиторской задолженности, измеряется в днях.

ж) период оборачиваемости кредиторской задолженности представляет собой средний период необходимый для взыскания кредиторской задолженности, рассчитывается по формуле:

$$ПОКЗ = 360 / K_{об. кр. з.} \quad (3.16)$$

где  $ПОКЗ$  – период оборачиваемости кредиторской задолженности, измеряется в днях.

*Коэффициенты рентабельности*, позволяют судить об интенсивности использования ресурсов предприятия, о его способности получать доходы и прибыль. Данные показатели отражают как финансовое положение предприятия, так и эффективность управления хозяйственной деятельностью, имеющимися активами и вложенными собственным капиталом:

а) рентабельность активов оценивает эффективность использования предприятием своих активов, то есть, сколько чистой прибыли приходится на 1 рубль актива, рассчитывается по формуле:

$$R_{ак} = (ЧП/А) \times 100\%, \quad (3.17)$$

где  $R_{ак}$  – рентабельность активов,

$ЧП$  – чистая прибыль,

$А$  – активы (среднегодовая величина)

б) рентабельность продаж показывает долю прибыли от продаж в выручке от продаж, то есть показывает эффективность деятельности предприятия, рассчитывается по формуле:

$$R_{пр.} = (ПП/В) \times 100\%, \quad (3.18)$$

где  $R_{пр.}$  – рентабельность продаж,

$ПП$  – прибыль от продаж,

$В$  – выручка от продаж.

в) рентабельность производства характеризует эффективность производства на данном предприятии и показывает сколько чистой прибы-

ли дает каждый затраченный на производство продукции, рассчитывается по формуле:

$$R_{\text{произв.}} = (ЧП/С) \times 100\%, \quad (3.19)$$

где  $R_{\text{произв.}}$  – рентабельность производства,  
 $С$  – себестоимость продукции.

г) рентабельность собственного капитала характеризует эффективность использования предприятием собственного капитала, рассчитывается по формуле:

$$R_{\text{ск.}} = (ЧП/СК) \times 100\%, \quad (3.20)$$

где  $R_{\text{ск}}$  – рентабельность собственного капитала.

*Коэффициенты рыночной активности* включают в себя различные показатели, характеризующие стоимость и доходность акций компании.

а) прибыль на одну акцию показывает какая доля чистой прибыли приходится на 1 обыкновенную акцию в обращении. Рассчитывается по формуле:

$$\text{Прибыль на акцию} = (ЧП - Д_{\text{пр.ак.}}) / Ч_{\text{об.ак}} \quad (3.21)$$

где  $Д_{\text{пр.ак.}}$  – дивиденды по привилегированным акциям,

$ЧП$  – чистая прибыль,

$Ч_{\text{об.ак}}$  – число обыкновенных акций.

б) рентабельность продаж показывает долю прибыли от продаж в выручке от продаж, то есть показывает эффективность деятельности предприятия, рассчитывается по формуле:

$$БС_{\text{ак.}} = АК / Ч_{\text{об.ак}}, \quad (3.22)$$

где  $БС_{\text{ак.}}$  – балансовая стоимость акции,

$АК$  – акционерный капитал (очищенный от стоимости привилегированных акций),

$Ч_{\text{об.ак}}$  – число обыкновенных акций находящихся в обращении.

в) соотношение рыночной цены акции и прибыли на 1 акцию, этот показатель характеризует ту сумму, которую согласны заплатить инвесторы за единицу прибыли и является самым популярным средством оценки предприятия на рынке капитала. Рассчитывается по формуле:

$$Ц/П = РЦ_{\text{ак}} / Пр_{\text{ак}}, \quad (3.23)$$

где  $РЦ_{\text{ак}}$  – рыночная цена 1 акции,

$Пр_{\text{ак}}$  – прибыль на 1 акцию.

г) норма дивиденда показывает текущую доходность акции и рассчитывается по формуле:

$$H_{\text{д.}} = Д_{\text{ак}} / РЦ_{\text{ак}}, \quad (3.24)$$

где  $H_{\text{д}}$  – норма дивиденда,

$PЦ_{ак}$  – рыночная цена 1 акции,

$Д_{ак}$  – дивиденд на 1 акцию.

д) доля выплаченных дивидендов показывает долю прибыли израсходованную на выплату дивидендов и рассчитывается по формуле:

$$Доля_{вд.} = Д_{ак} / ЧП_{ак}, \quad (3.25)$$

где  $Доля_{вд.}$  – доля выплаченных дивидендов,

$ЧП_{ак}$  – чистая прибыль на 1 акцию,

$Д_{ак}$  – дивиденд на 1 акцию.

**V. Интегральный финансовый анализ** позволяет получить наиболее углубленную (многофакторную) оценку условий формирования отдельных агрегированных финансовых показателей. В финансовом менеджменте наибольшее распространение получили следующие системы интегрального финансового анализа:

1. *Дюпоновская система интегрального анализа эффективности использования активов предприятия.* Эта система финансового анализа, разработанная фирмой «Дюпон» (США), предусматривает разложение показателя «коэффициент рентабельности активов» на ряд частных финансовых коэффициентов его формирования, взаимосвязанных в единой системе. Принципиальная схема проведения такого анализа

$$\begin{aligned} \frac{ЧП}{А} &= \frac{ЧП}{Выр} \times \frac{Выр}{А}; \\ \frac{ЧП}{А} &= \frac{Выр - Затраты - Налог}{Выр} \times \frac{Выр}{ОбА + ВнОбА} \end{aligned}, \quad (3.26)$$

где  $ЧП$  – чистая прибыль;

$А$  – активы;

$Выр$  – выручка;

$ОбА$  – оборотные активы;

$ВнОбА$  – внеоборотные активы.

В основе этой системы анализа лежит «Модель Дюпона», в соответствии с которой коэффициент рентабельности используемых активов предприятия представляет собой произведение коэффициента рентабельности реализации продукции на коэффициент оборачиваемости (количество оборотов) активов.

2. *Интегральная система портфельного анализа.* Этот анализ основан на использовании «портфельной теории», в соответствии с которой уровень прибыльности портфеля фондовых инструментов рассматривается в одной связке с уровнем риска портфеля (система «прибыль–риск»). В соответствии с этой теорией можно за счет формирования «эффективного портфеля» (соответствующего подбора конкретных ценных бумаг) снизить уровень портфельного риска и соответственно

повысить соотношение уровня прибыльности и риска. Процесс анализа и подбора в портфель таких ценных бумаг и составляет основу использования этой интегральной теории.

### Контрольные вопросы

1. В чем разница между понятиями сведения и информация. Приведите пример сообщения, не являющегося при определенных условиях информативными.

2. Перечислите основные разделы годового бухгалтерского отчета. Какие из них представляют наибольший интерес для финансового менеджера и почему?

3. Можно ли утверждать, что увеличение валюты баланса является, безусловно, положительной тенденцией и свидетельствует об успешной финансовой деятельности предприятия. Приведите примеры, обосновывающие вашу позицию

4. Бухгалтерские данные считаются наиболее объективными и достоверными. Так ли это? Обоснуйте свой ответ.

5. Сформулируйте достоинства и недостатки аналитических коэффициентов.

6. Есть ли различие между понятиями ликвидность и платежеспособность? Дайте сравнительную характеристику этих категорий.

7. Приведите примеры когда коммерческая организация может быть ликвидной, но не платежеспособной, платежеспособной, но не ликвидной.

8. Дайте сравнительную характеристику категорий «экономический эффект» и «рентабельность».

### Задачи и ситуации

1. Приведены данные о двух фирмах Ф1 и Ф2 (тыс. руб.) Приведите отчетность к требуемому виду, досчитайте недостающие статьи и проанализируйте имущественное положение компании.

Данные для расчета приведены в табл. 3.1–3.3.

Таблица 3.1

#### Бухгалтерский баланс организации

СТАТЬЯ	Ф1	Ф2
1	2	3
<b>АКТИВ</b>		
Денежные средства	1 900	4 500
Дебиторская задолженность	1 998	6 500

Окончание табл. 3.1

1	2	3
Запасы	20 580	5 000
Основные средства	77 939	40 000
Итого баланс	102417	56000
<b>ПАССИВ</b>		
Кредиторская задолженность	11 017	7 000
Долгосрочные заемные средства	400	30 000
Акционерный капитал	89 000	12 000
Нераспределенная прибыль	2 000	7 000
Итого баланс	102417	56000

Таблица 3.2

**Отчет о прибылях и убытках**

СТАТЬЯ	Ф1	Ф2
Выручка от реализации	100 000	86 000
Себестоимость	72 000	61 000
Прибыль (убыток) от продаж	28 000	25 000
Прочие операционные доходы	2 000	0
Прочие операционные расходы	0	6 600
Внереализационные расходы	10 000	15 000
Внереализационные доходы	0	0
Прибыль до налогообложения		
Налог на прибыль		
Чистая прибыль		

Таблица 3.3

**Сведения об акциях**

ПОКАЗАТЕЛЬ	Ф1	Ф2
Число выпущенных акций	-	3000
Рыночная цена акции	-	20
Выплаченные дивиденды по акциям	-	600

2. Вы собираетесь инвестировать свои свободные денежные средства в одну из приведенных выше компаний. Какие коэффициенты вы будете оценивать. Рассчитайте их и сделайте вывод о том, какую компанию вы предпочтете в качестве объекта для инвестирования.

3. Сравните рыночную активность компаний. Какую из них вы бы рекомендовали своим клиентам на бирже. Ответ обоснуйте.

4. Проведите горизонтальный анализ баланса и анализ структуры. Какая фирма имеет более рациональную структуру своих активов.

### Тесты

1. К показателям системы информационного обеспечения, формируемым из внешних источников нельзя отнести

- 1) ставку налогообложения прибыли;
- 2) официальный курс отдельных валют;
- 3) плановые показатели финансового развития предприятия;
- 4) кредитную ставку коммерческих банков.

2. Достоверность информации означает, что информация

- 1) правдива;
- 2) нейтральна;
- 3) своевременна;
- 4) значима.

3. Коэффициент текущей платежеспособности показывает

- 1) какая часть краткосрочных обязательств может быть погашена имеющимися денежными средствами и краткосрочными вложениями;
- 2) превышение оборотных активов над краткосрочными обязательствами;
- 3) насколько эффективно используются активы;
- 4) в какой степени все краткосрочные обязательства обеспечены оборотными активами.

4. Удельный вес статей баланса в валюте баланса оценивается при проведении

- 1) сравнительного анализа;
- 2) интегрального анализа;
- 3) горизонтального анализа;
- 4) вертикального анализа.

5. Формула Дюпона анализирует

- 1) чистую прибыль и рентабельность реализации;
- 2) чистую прибыль и оборачиваемость активов;
- 3) рентабельность реализации и оборачиваемость активов;
- 4) выручку от реализации и оборачиваемость активов.

## Тема 4. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ПРИНЯТИЯ ФИНАНСОВЫХ РЕШЕНИЙ

Финансовый менеджмент требует постоянного осуществления различного рода финансово-экономических расчетов, связанных с потоками денежных средств в разные периоды времени. Ключевую роль в этих расчетах играет оценка стоимости денег во времени.

В соответствии с этой концепцией одна и та же сумма денег в разные периоды времени имеет разную стоимость; эта стоимость в настоящее время всегда выше, чем в любом другом периоде.

Это ведет к **неправомерности суммирования** денежных величин, относящихся к разным моментам времени при решении проблем управления финансами.

Для приведения стоимости денежных потоков к единой точке во времени используется понятие процентной ставки

С ее помощью может быть определена как будущая стоимость «сегодняшних» денег (операция наращивания), так и настоящая (современная, текущая или приведенная) стоимость «завтрашних» денег (операция дисконтирования).

Для расчетов по простым процентам используются нижеприведенные формулы.

**Простые проценты** – это проценты, которые выплачиваются (или приносятся) лишь на исходную или основную сумму, взятую (или отданную) в долг.

Нарощенная сумма  $F$  определяется следующим образом:

$$F = P + I = P \times (1 + n \times r) \quad (4.1)$$

где  $F$  – сумма, образовавшаяся к концу срока ссуды;

$I$  – начисленные проценты за весь срок;

$P$  – первоначальная сумма;

$r$  – ставка процентов (в виде десятичной дроби).

Одним из важнейших в современной практике финансового менеджмента является **понятие дисконтирования** – приведения будущей стоимости денег к их настоящей стоимости путем изъятия из их будущей суммы соответствующей суммы процентов, называемой **дисконтом**.

Задача в этом случае формулируется так: какую первоначальную сумму надо выдать в долг, чтобы при начислении на нее процентов по ставке  $r$  к концу срока получить наращенную сумму, равную  $F$ . Именно с помощью дисконтирования учитывают такой фактор как время.

Величину  $P$ , найденную дисконтированием  $F$ , называют также современной или приведенной величиной  $F$  формула для расчета:

$$P = \frac{F}{1+n \times r} . \quad (4.2)$$

В долгосрочных финансово-кредитных операциях, если проценты не выплачиваются сразу после их начисления, а присоединяются к сумме долга, для наращивания суммы ссуды применяют *сложные проценты*.

База для начисления сложных процентов в отличие от простых не остается постоянной, она **увеличивается** с каждым шагом во времени. Поэтому процесс роста первоначальной суммы ссуды происходит с ускорением в геометрической прогрессии. Присоединение начисленных процентов к сумме, которая служила базой для их определения, часто называют *капитализацией процентов*.

В конце  $n$ -го года наращенная сумма составит:

$$F = P \times (1+r)^n \quad (4.3)$$

Величину  $(1+r)^n$  называют *множителем наращивания*.

Использование в расчетах сложного процента в случае многократного его начисления более логично, поскольку в этой ситуации капитал, генерирующий доходы, постоянно возрастает.

При заданном значении процентной ставки можно определить исходную (базовую) сумму  $P$ , начисление процентов на которую даст в будущем величину  $F$ .

$$P = \frac{F}{(1+r)^n} . \quad (4.4)$$

Величину  $P$  называют современной или приведенной величиной  $F$ . Она характеризует ту исходную базовую сумму, начисление процентов на которую дает будущую величину  $F$ . Эти суммы в известном смысле эквивалентны. Платеж в сумме  $F$  через  $n$  лет равноценен сумме  $P$ , выплачиваемой в настоящий момент. Их разность называют дисконтом.

В случае, когда проценты начисляются  $m$  раз в году, формула принимает вид

$$P = \frac{F}{(1+r/m)^{nm}} , \quad (4.5)$$

**Важной особенностью** сложных процентов является зависимость конечного результата от количества начислений в течение года. Здесь опять сказывается влияние реинвестирования начисленных процентов:

база начисления возрастает с каждым новым начислением, а не остается неизменной, как в случае простых процентов.

Следовательно, оговариваемая в контрактах процентная ставка не отражает реальной эффективности сделки и не может быть использована для сопоставлений при разном количестве начислений за год.

Для того, чтобы обеспечить сравнительный анализ эффективности разных контрактов используют эффективную годовую процентную ставку  $r_e$ .

Эффективная ставка показывает, какая годовая ставка сложных процентов дает тот же финансовый результат, что и  $m$ -разовое начисление в год по ставке  $r/m$ .

Переход между этими ставками осуществляется по формуле:

$$r_e = (1 + r/m)^m - 1 \quad (4.6)$$

В рассмотренных методах не принималась во внимание реальная покупательная способность денег. В настоящее время инфляция стала неотъемлемым элементом экономической действительности, с которым нельзя не считаться при проведении финансовых расчетов.

Очевидно, что если темп инфляции равен ставке начисляемых процентов, то роста реальной суммы не произойдет, наращение будет поглощаться инфляцией. Если же темп инфляции выше процентной ставки, то реальная сумма денег будет меньше первоначальной. Только в случае, когда темп инфляции меньше процентной ставки будет наблюдаться некоторый рост реальной суммы.

Если годовой темп инфляции равен  $i$ , то наращенная сумма к концу срока с учетом ее обесценения в связи с инфляцией  $F_i$  составит:

$$F_i = P \times \left( \frac{1+r}{1+i} \right)^n, \quad (4.7)$$

При использовании метода индексации ставки процента производится увеличение ставки процента на величину так называемой инфляционной премии. Ставка с учетом инфляции  $r_i$  рассчитывается следующим образом:

$$r_i = r + i + ri, \quad (4.8)$$

где  $r$  – процентная ставка без учета инфляции,

$i$  – темп инфляции

На практике последним слагаемым в формуле часто пренебрегают и рассчитывают ставку по упрощенной формуле, хотя это допустимо только при незначительной величине процентной ставки и темпа инфляции.

Для финансового менеджмента наибольший интерес представляет изучение **денежных потоков**. Основные правила процентных вычислений, остаются неизменными и для совокупности платежей, однако возникает необходимость ввести несколько дополнительных понятий.

В финансовом анализе для обозначения денежных потоков в наиболее общем смысле используется термин рента.

Временные периоды чаще всего предполагаются равными. Также считается, что генерируемые в рамках одного временного периода поступления имеют место либо в его начале, либо в его конце, т.е. они не распределены внутри периода, а сконцентрированы на одной из его границ. В первом случае рента или денежный поток называется потоком пренумерандо или авансовым, во втором – потоком постнумерандо или обычным.

На практике большее распространение получила рента постнумерандо, именно она лежит в основе методик анализа инвестиционных проектов. Объяснить это можно, исходя из общих принципов учета, согласно которым принято подводить итоги и оценивать финансовый результат того или иного действия по окончании очередного отчетного периода. Поток пренумерандо имеет большее значение при анализе различных схем накопления денежных средств для последующего их инвестирования.

Частным случаем ренты является аннуитет – такой поток платежей, все члены которого равны друг другу, так же как и интервалы времени между ними. Если число равных временных интервалов ограничено, аннуитет называется **срочным**. В этом случае  $C_1=C_2=...=C_n=A$ . Аннуитет называется **бессрочным**, если денежные поступления продолжают достаточно длительное время (в западной практике к бессрочным относятся аннуитеты, рассчитанные на 50 и более лет).

Форму аннуитетов имеют многие финансовые потоки, например выплата доходов по облигациям или платежи по кредиту, страховые взносы и др.

Принцип временной ценности денег делает **невозможным прямое суммирование** членов ренты. Для учета влияния фактора времени к каждому члену ренты применяются правила наращения и дисконтирования. Причем в анализе денежных потоков применяется техника вычисления только сложных процентов, то есть предполагается, что получатель потока имеет возможность реинвестировать получаемые им суммы.

**Наращение** денежных потоков имеет место при периодическом внесении на банковский депозит фиксированных сумм с целью накопления финансового фонда к определенному моменту времени.

Поскольку нет смысла складывать реальные величины поступлений, то для каждого члена ренты используется формула наращенного по сложным процентам, а полученные результаты суммируются.

Обратный по отношению к наращению процесс – **дисконтирование денежного потока** имеет еще большую важность для финансового менеджмента, так как в результате определяются показатели, являющиеся в настоящее время основными критериями принятия финансовых решений. Рассмотрим этот процесс более подробно. Дисконтирование денежного потока предполагает дисконтирование каждого его отдельного члена с последующим суммированием полученных результатов.

Экономический смысл дисконтирующего множителя заключается в следующем: он показывает «сегодняшнюю» цену одной денежной единицы будущего, т.е. чему с точки зрения текущего момента равна одна денежная единица (например, один рубль), циркулирующая в сфере бизнеса  $n$  периодов спустя от момента расчета, при заданных процентной ставке (доходности) и частоте начисления процента.

Общая формула дисконтирования денежных потоков:

$$PV_{pst} = \sum_{k=1}^n \frac{C_k}{(1+r)^k}, \quad (4.9)$$

где  $PV_{pst}$  – приведенная стоимость потока постнумерандо;

$C_k$  – сумма, полученная в  $k$ -том периоде;

$n$  – количество периодов

Операции наращенного и дисконтирования денежных потоков взаимнообратимы, то есть наращенная сумма ренты может быть получена начислением процентов по соответствующей сложной ставке на современную (приведенную) величину этой же ренты.

Для оценки будущей и приведенной стоимости **аннуитета** можно пользоваться теми же формулами, вместе с тем благодаря специфике аннуитетов в отношении равенства денежных поступлений эти формулы значительно упрощаются. В частности, для решения прямой задачи наращенного по срочным аннуитетам постнумерандо и пренумерандо при заданных величинах регулярного поступления  $A$  и процентной ставке  $r$  можно воспользоваться формулами:

$$FV_{pst}^A = A \times \frac{(1+r)^n - 1}{r}, \quad FV_{pre}^A = FV_{pst}^A \times (1+r)^n, \quad (4.10)$$

где  $FV$  – будущая стоимость аннуитета через  $n$  периодов времени

**Экономический смысл множителя**, называемого мультиплицирующим множителем для аннуитета, заключается в следующем: он показывает, чему будет равна суммарная величина срочного аннуитета в одну денежную единицу (например, один рубль) к концу срока его дей-

ствия. Предполагается, что денежные суммы лишь начисляются, а изъять их можно по окончании срока действия аннуитета.

Для решения обратной задачи оценки срочных аннуитетов постнумерандо и пренумерандо, являющейся основной при анализе инвестиционных проектов, денежные притоки которых имеют вид аннуитетных поступлений, можно воспользоваться формулами:

$$PV_{pst}^A = A \times \frac{1 - (1+r)^{-n}}{r} \quad PV_{pre}^A = PV_{pst}^A \times (1+r) \quad (4.11)$$

Экономический смысл множителя, называемого дисконтирующим множителем для аннуитета, заключается в следующем: он показывает, чему равна с точки зрения текущего момента величина аннуитета с регулярными денежными поступлениями в размере одной денежной единицы (например, один рубль), продолжающегося в равных периодах с заданной процентной ставкой  $r$ .

При выполнении некоторых расчетов применяют технику оценки бессрочного аннуитета. В этом случае прямая задача смысла не имеет. Что касается обратной задачи, то ее решение делается на основе формулы:

$$PV = \frac{A}{r} \quad (4.12)$$

Эта формула служит для оценки целесообразности приобретения бессрочного аннуитета. В данном случае известен размер годовых поступлений; в качестве коэффициента дисконтирования обычно принимают гарантированную процентную ставку (например, процент, предлагаемый государственным банком).

Приведенные формулы описывают наиболее общие случаи наращивания и дисконтирования аннуитетов: рассматриваются только ограниченные ренты, выплаты и начисление процентов производятся 1 раз в году, используется только эффективная процентная ставка. Все эти параметры могут меняться. Поэтому существуют модифицированные формулы наращивания и дисконтирования аннуитетов, учитывающие особенности отдельных денежных потоков.

### Контрольные вопросы

1. В чем состоит принципиальная разница между простым и сложным процентами?
2. Какой тип наращивания предпочтителен при хранении денег в банке?
3. В чем смысл эффективной годовой процентной ставки?
4. Какие виды денежных потоков вы знаете?
5. В чем разница между «точными» и обыкновенными процентами?

## Задачи и ситуации

1. Предприятие получило кредит на один год в размере 10 млн руб. с условием возврата 16 млн руб. Рассчитайте процентную и учетную ставки.

2. Какая сумма предпочтительнее при ставке 9% – 1000 долл. сегодня или 2000 долл. через 8 лет.

3. Какова приведенная стоимость аннуитета постнумерандо с изменяющимся денежным потоком общей продолжительностью 10 лет, имеющего нулевые поступления в первые три года и равные поступления в 1000 долл. в оставшиеся годы, если рыночная норма прибыли равна 8% для первых трех лет и 10% для оставшихся семи лет.

4. Рассчитайте текущую стоимость бессрочного аннуитета с ежегодным поступлением 100 долл. при годовой процентной ставке 10%.

5. Вы можете вносить на счет в банке по 1000 долл. ежегодно в течение ближайших 5 лет (схема пренумерандо). Банк начисляет проценты ежегодно по ставке 10% годовых. Какая сумма будет на счете: а) через 5 лет; б) через 8 лет? Попробуйте решить эту задачу двумя способами: «прямым» счетом и использованием соответствующих финансовых таблиц. Решите эту же задачу, если предусматривается схема постнумерандо.

6. Делается ежеквартальный взнос в банк в размере 100 тыс. руб. по схеме пренумерандо. Банк начисляет 12% годовых: а) раз в год; б) раз в полгода. Какая сумма будет на счете через 3 года?

## Тесты

1. Проценты, выплачиваемые (или приносимые) лишь на исходную или основную сумму, взятую или отданную в долг называются

- 1) простыми процентами;
- 2) сложными процентами;
- 3) наращенными процентами;
- 4) дисконтированными процентами.

2. Предприятие получило ссуду в размере 50 тыс. долл. на 2 года под 20% годовых. Какова будет окончательная сумма для погашения ссуды (начисление процентов ежегодное)?

- 1) 62 тыс. долл.;
- 2) 65 тыс. долл.;
- 3) 72 тыс. долл.;
- 4) 75 тыс. долл.

3. Поток платежей, все члены которого равны друг другу, так же как интервалы времени между ними называется

- 1) аннуитетом;
- 2) рентой;

- 3) потоком постнумерандо;
  - 4) потоком пренумерандо.
4. *Формула Уильямса позволяет оценить текущую внутреннюю стоимость любого финансового актива исходя из*
- 1) ожидаемых доходов;
  - 2) ожидаемой доходности;
  - 3) ожидаемых доходов и приемлемой доходности;
  - 4) динамики цены финансового актива в прошлом.
5. *Доходность финансового актива определяется как:*
- 1) сумма дохода от изменения стоимости актива и дохода от полученных дивидендов;
  - 2) сумма дохода от изменения стоимости актива и выплачиваемых процентов;
  - 3) разность дохода от изменения стоимости актива и дохода от полученных дивидендов;
  - 4) отношение дохода к первоначальной стоимости актива
6. *Какое соотношение доходности и риска верно?*
- 1) доходность не изменяется, риск растет;
  - 2) доходность уменьшается, риск уменьшается;
  - 3) доходность уменьшается, риск остается без изменений;
  - 4) доходность увеличивается, риск уменьшается.

## Тема 5. УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЯМИ

Инвестирование представляет собой один из наиболее важных аспектов деятельности любой развивающейся коммерческой организации, руководство которой отдает предпочтение рентабельности с точки зрения долгосрочной, а не краткосрочной перспективы. В принципе все коммерческие организации в той или иной степени связаны с инвестиционной деятельностью. Хотя принятие долгосрочных финансовых решений осложняется различными факторами.:

- вид инвестиций
- стоимость инвестиционного проекта
- множественность доступных проектов
- ограниченность финансовых ресурсов, доступных для применения.

Причины, обуславливающие необходимость инвестиций могут быть различны, однако в целом их можно подразделить на три вида:

- обновление имеющейся материально-технической базы
- наращивание объемов производственной деятельности
- освоение новых видов деятельности.

Степень ответственности за принятие того или иного решения различна для разных направлений. Очень важным является вопрос о размере предполагаемых инвестиций. Поэтому должна быть различна глубина теоретической проработки экономической стороны проекта, которая предшествует принятию решения, это требует разработки инвестиционного проекта.

Под **инвестиционным проектом** понимается обоснование экономической целесообразности, объемов и сроков капитальных вложений, в том числе необходимая проектно-сметная документация, разработанная в соответствии с законодательством РФ и утвержденными стандартами (нормами и правилами), а также описание практических действий по вложению инвестиций.

Разработка инвестиционного проекта – длительный, а иногда и дорогостоящий процесс, состоящий из ряда этапов и стадий. В международной практике разработку промышленного проекта (от первоначальной идеи до эксплуатации предприятия) принято представлять в виде цикла, состоящего из трех отдельных этапов:

- преинвестиционного;
- инвестиционного;
- эксплуатационного.

Каждый из этих этапов, в свою очередь, подразделяется на стадии.

**Прединвестиционный этап**, предшествующий непосредственному вложению инвестиционных средств, содержит четыре стадии:

2. исследование инвестиционных возможностей;
3. предварительная подготовка проекта и предварительное технико-экономическое обоснование (обоснование инвестиций);
4. окончательная формулировка проекта и оценка его технико-экономической и финансовой приемлемости;
5. заключение по проекту и решение об инвестировании (подготовка оценочного заключения).

**Второй этап – инвестиционный (этап внедрения)** включает следующие стадии:

- установление правовой, финансовой и организационной основы для осуществления проекта;
- инженерно-техническое проектирование, приобретение и передача технологий;
- заключение контрактов, включая участие в тендерах, оценку предложений и проведение переговоров;
- строительные работы и установка оборудования;
- предпроизводственный маркетинг, включая обеспечение поставок и формирование администрации фирмы, набор и обучение персонала;
- пуско-наладочные работы и сдача объекта в эксплуатацию.

**Проблемы третьего этапа**, включающего эксплуатацию объекта и мониторинг экономических показателей, требуют рассмотрения как с краткосрочных, так и с долгосрочных позиций. Краткосрочные проблемы, относящиеся к началу производства, могут быть связаны с применением технологии, работой оборудования и др. Долгосрочные проблемы связаны с выбранной стратегией, перспективными оценками совокупных издержек производства и маркетинга, а также поступлений от продаж. Если стратегии и перспективные оценки, непосредственно связанные с прогнозом прединвестиционного этапа окажутся ошибочными, то внесение любых коррективов будет исключительно дорогостоящим.

Широкий спектр проблем, решаемых на инвестиционном и эксплуатационном этапах, подчеркивает сложность и важность прединвестиционного этапа.

Процесс продвижения инвестиционного проекта охватывает весь прединвестиционный этап и может захватывать собственно инвестиционный этап. Капитальные затраты увеличиваются по стадиям прединвестиционного и инвестиционного этапа и достигают максимума на стадии строительства. Наибольшая интенсивность продвижения проекта приходится на подготовку технико-экономического обоснования и заключительную оценку проекта.

В основе процесса принятия управленческих решений инвестиционного характера лежит *оценка и сравнение объема предполагаемых*

*инвестиций и будущих денежных поступлений.* Общая логика анализа с использованием формализованных критериев очевидна: необходимо сравнить величину требуемых инвестиций с прогнозируемыми доходами.

К важнейшим понятиям (категориям) связанным с оценкой эффективности инвестиционных проектов, относятся **результаты, затраты, эффект, эффективность.**

**Результаты** реализации инвестиционного проекта (обусловленные производством продукции, работ, услуг или получением социальных, экологических или иных полезных результатов) могут быть разделены на:

– **экономические результаты**, допускающие на момент расчета прямую стоимостную оценку (первая группа);

– **внеэкономические результаты**, которые в свою очередь делятся на две группы:

а) внеэкономические результаты, допускающие прямую стоимостную оценку и требующие для расчетов соответствующих обоснованных методик (вторая группа);

б) внеэкономические результаты, принципиально не допускающие стоимостной оценки (улучшение социальной обстановки, сохранение популяций и т.д.) (третья группа).

**Затраты**, связанные с реализацией проекта, могут быть единовременными (инвестиционными), текущими (эксплуатационными) и ликвидационными (необходимыми для прекращения проекта).

**Эффект** от реализации проекта – разность совокупных результатов и совокупных затрат.

**Эффективность** – соотношение результатов и затрат или эффекта и затрат.

При расчетах эффективности используется стоимостная оценка результатов и затрат первой и второй групп. Оценки результатов третьей группы учитываются на уровне лиц, принимающих решение.

Эффективность инвестиционного проекта характеризуется системой показателей, отражающих соотношение затрат и результатов применительно к интересам участников проекта.

Поскольку сравниваемые показатели относятся к различным моментам времени, возникает проблема их сопоставимости.

Наиболее *сложными моментами* в процессе оценки единичного проекта или составления бюджета капиталовложений являются:

- прогнозирование объемов реализации с учетом возможного спроса на продукцию (поскольку большая часть проектов связана с дополнительным выпуском продукции);
- оценка притока денежных средств по годам;
- оценка доступности требуемых источников финансирования;

• оценка приемлемого значения цены капитала, используемого, в том числе, и в качестве коэффициента дисконтирования.

*Инвестиционные проекты, анализируемые в процессе составления бюджета капиталовложений, имеют определенную логику:*

1. с каждым инвестиционным проектом принято связывать денежный поток, элементы которого представляют собой либо чистые оттоки, либо чистые притоки денежных средств;

2. предполагается, что весь объем инвестиций делается в конце года, предшествующего первому году генерируемого проектом притока денежных средств;

3. приток (отток) денежных средств имеет место в конце очередного года;

4. коэффициент дисконтирования, используемый для оценки проектов при помощи методов, основанных на дисконтированных оценках, должен соответствовать длине периода, заложенного в основу инвестиционного проекта (например, годовая ставка берется в том случае, когда длина периода – год).

**Критерии, используемые в анализе инвестиционной деятельности**, можно подразделить на две группы в зависимости от того, учитывается или нет временной параметр:

- а) основанные на дисконтированных оценках;
- б) основанные на учетных оценках.

К первой группе относятся критерии: чистый дисконтированный доход (*ЧДД, NPV*), индекс рентабельности инвестиции (*ИР, PI*); внутренняя норма доходности (*ВНД, IRR*), дисконтированный срок окупаемости инвестиции (*DPP*).

Ко второй группе относятся критерии: срок окупаемости инвестиции (*PP*), коэффициент эффективности инвестиции (*ARR*).

Метод расчета **чистого дисконтированного дохода** основан на сопоставлении величины исходной инвестиции *IC* с общей суммой дисконтированных чистых денежных поступлений, генерируемых ею в течение прогнозируемого срока. Поскольку приток денежных средств распределен во времени, он дисконтируется посредством коэффициента *r*. Этот коэффициент аналитик устанавливает сам исходя из ежегодного процента возврата, который он хочет (или может) иметь на инвестируемый им капитал.

Пусть сделан прогноз, что инвестиция *IC* будет генерировать в течение *n* лет годовые доходы в размере *P1, P2, P3, ..., Pn*. чистый приведенный эффект *NPV* рассчитывается по формуле

$$NPV = \sum_{k=1}^n \frac{P_k}{k(1+r)^k} - IC, \quad (5.1)$$

где  $P_k$  – чистый доход в  $k$  году  
 $n$  – общее количество лет

$NPV > 0$ , то проект следует принять; ценность компании, следовательно, и благосостояние ее владельцев увеличится.

$NPV < 0$ , то проект следует отвергнуть; ценность компании уменьшится, т.е. ее владельцы понесут убыток.

$NPV = 0$ , то проект ни прибыльный, ни убыточный; благосостояние владельцев останется на прежнем уровне. Но этот проект может принести несомненную пользу компании – в случае реализации проекта объемы производства возрастут, т.е. компания увеличится в масштабах. Поскольку нередко увеличение масштабов компании рассматривается как положительная тенденция (в более крупной компании престижнее работать, выше заработная плата), то проект принимается.

Если проект предполагает не разовую инвестицию, а последовательное инвестирование финансовых ресурсов в течение  $m$  лет, то в формуле необходимо это учитывать путем дисконтирования соответствующих сумм инвестиций.

Этот показатель аддитивен, т.е.  $NPV$  различных проектов можно суммировать. Это очень важное свойство, выделяющее данный критерий из остальных и позволяющее использовать его в качестве основного при анализе оптимальности инвестиционного портфеля.

Метод расчета **индекса рентабельности инвестиции** является, по сути, следствием предыдущего. Индекс рентабельности ( $PI$ )  $IP$  рассчитывается по формуле:

$$PI = \frac{PV}{IC} = \sum_k \frac{P_k}{(1+r)^k} : IC. \quad (5.2)$$

Если  $PI > 1$ , то проект следует принять;

$PI < 1$ , то проект принимать не следует;

$PI = 1$ , то проект ни прибыльный, ни убыточный.

В отличие от чистого приведенного эффекта индекс рентабельности – относительный показатель, он характеризует уровень доходов на единицу затрат, т.е. эффективность вложений: чем больше значение этого показателя, тем выше отдача каждого рубля, инвестированного в данный проект.

Благодаря этому критерий  $PI$  очень удобен при выборе одного проекта из ряда альтернативных, имеющих примерно одинаковые значения  $NPV$ . Например, если два проекта имеют одинаковые значения  $NPV$ , но разные объемы требуемых инвестиций, то ясно, что выгоднее тот из них, который обеспечивает большую эффективность вложений, либо при комплектовании портфеля инвестиций с целью максимизации суммарного значения ЧДД.

Под **внутренней нормой прибыли инвестиции** (внутренней нормой доходности *ВНД*, внутренней окупаемостью) понимают значение коэффициента дисконтирования  $r$ , при котором чистый дисконтированный доход (*NPV*) проекта равен нулю:  $IRR = r$ , при котором  $NPV = 0$ .

Смысл расчета внутренней нормы доходности при анализе планируемых инвестиций заключается в следующем: *IRR* показывает ожидаемую доходность проекта и, следовательно, максимально допустимый относительный уровень расходов, которые могут быть связаны с данным проектом.

Например, если проект полностью финансируется за счет ссуды коммерческого банка, то значение *IRR* показывает **верхнюю** границу допустимого уровня банковской процентной ставки, превышение которого делает проект убыточным.

Таким образом, экономический смысл критерия *IRR* заключается в следующем: компания может принимать любые инвестиционные решения, уровень рентабельности которых не ниже текущего значения показателя стоимости капитала (под которым понимается либо средневзвешенная цена капитала, если источник средств точно не идентифицирован, либо цена целевого источника, если таковой есть..

Независимо от того, с чем сравнивается *ВНД*, очевидно одно: проект принимается, если его *ВНД* больше некоторой пороговой величины. Поэтому при прочих равных условиях, как правило, большее значение *ВНД* считается более предпочтительным. Расчет *IRR* можно выполнять в Microsoft Excel, либо методом последовательных итераций (приближений).

Метод определения **срока окупаемости инвестиций** не предполагает временной упорядоченности денежных поступлений. Алгоритм расчета срока окупаемости инвестиций *PP* зависит от равномерности распределения прогнозируемых доходов от инвестиции.

Если доход распределен по годам равномерно, то срок окупаемости рассчитывают делением единовременных затрат на величину годового дохода, обусловленного ими (*IC/Доход*). При получении дробного числа его округляют в сторону увеличения до ближайшего целого.

Если прибыль распределена неравномерно, то срок окупаемости находят прямым подсчетом числа лет, в течение которых инвестиция будет погашена кумулятивным доходом. Общая формула расчета показателя *PP* имеет вид

$$PP = \min n, \text{ при котором } \sum_{k=1}^n P_k \geq IC. \quad (5.3)$$

В некоторых случаях приходится принимать во внимание временной аспект, тогда при расчете используются дисконтированные (по показателю средневзвешенной стоимости капитала) денежные потоки.

Понятно, что при дисконтировании срок окупаемости увеличивается и всегда дисконтированный срок окупаемости превышает недисконтированный, т.е.  $DPP > PP$ .

В оценке инвестиционных проектов критерии  $DPP$  и  $PP$  используются двояко:

а) проект принимается, если окупаемость имеет место;

б) проект принимается только в том случае, если срок окупаемости не превышает установленного в компании некоторого лимита.

Показатель срока окупаемости инвестиции очень прост в расчетах, вместе с тем он имеет ряд недостатков, которые необходимо учитывать в анализе.

1. Он не учитывает влияние доходов последних периодов.

2. Поскольку этот метод основан на не дисконтированных оценках, он не делает различия между проектами с одинаковой суммой кумулятивных доходов, но различным распределением ее по годам

В то же время существует ряд ситуаций, при которых применение метода, основанного на расчете срока окупаемости затрат, является **целесообразным**.

1. Ситуация, когда руководители коммерческой организации в большей степени озабочены решением -проблемы **ликвидности**, а не прибыльности проекта — главное, чтобы инвестиции окупались, и как можно скорее.

2. Метод также хорош в ситуации, когда инвестиции сопряжены с высокой степенью **риска**, поэтому чем короче срок окупаемости, тем менее рискованным является проект. Такая ситуация характерна для отраслей или видов деятельности, которым присуща большая вероятность достаточно быстрых технологических изменений.

Метод расчета **коэффициента эффективности инвестиций** имеет две характерные черты: он не предполагает дисконтирования показателей дохода и доход характеризуется показателем чистой прибыли  $ЧП$ .

Коэффициент эффективности инвестиции, называемый также учетной нормой прибыли  $ARR$ , рассчитывается делением среднегодовой прибыли  $ЧП$  на среднюю величину инвестиции. Среднюю величину инвестиции находят делением исходной суммы капитальных вложений на 2, если предполагается, что по истечении срока реализации анализируемого проекта все капитальные затраты будут списаны; если допускается наличие остаточной или ликвидационной стоимости  $RV$ , то ее оценка должна быть учтена в расчетах. Существуют различные алгоритмы исчисления показателя  $ARR$ , достаточно часто используют следующую формулу:

$$ARR = \frac{ЧП}{1/2 \times (C + RV)} \quad (5.4)$$

Данный показатель чаще всего сравнивают с коэффициентом рентабельности авансированного капитала, рассчитываемого делением общей чистой прибыли коммерческой организации на общую сумму средств, авансированных в ее деятельность.

Все приведенные выше критерии эффективности должны удовлетворять следующим требованиям.

1.  $ЧД, ЧДД > 0$ ;

2.  $ИР > 1$ ;

3.  $ВНД > r_{0зад}$  ( $r_{0зад}$  – требуемая инвестором норма дохода на вкладываемый капитал);

4.  $T_{ок} < T_{зад}$  ( $T_{зад}$  – заданный инвестором срок окупаемости).

**Финансовые инвестиции** рассматриваются как форма эффективного использования временно свободного капитала или как инструмент реализации стратегических целей. Финансовое инвестирование осуществляется в трех основных формах:

- вложение капитала в уставные фонды совместных предприятий;
- вложение капитала в доходные виды денежных инструментов;
- вложение капитала в доходные виды фондовых инструментов.

Управление последней формой инвестирования, обеспечивающее выбор наиболее эффективных фондовых инструментов вложения капитала и его своевременное реинвестирование, предполагает:

- во-первых, *оценку инвестиционных качеств* отдельных фондовых инструментов (доходности, риска);
- во-вторых, *формирование портфеля фондовых инструментов* и определение его доходности и риска;
- в-третьих, обеспечение *эффективного управления* портфелем фондовых инструментов.

Процесс оценки риска отдельного инструмента включает следующие этапы:

- *идентификацию* отдельных видов риска по каждому инструменту;
- *оценку вероятности* наступления рискованного события, определения размера возможных финансовых потерь по отдельным видам рисков;
- *оценку общего уровня риска* каждого инструмента и сопоставления его с ожидаемым уровнем доходности по ним;
- *ранжирование* фондовых инструментов по уровню риска.

Риск, ассоциируемый с отдельным инструментом, с течением времени возрастает. Чем более долговремен инструмент, тем он более рискован и тем большая вариация его доходности. Именно поэтому различается доходность и рискованность различных фондовых инструментов (например, акций и облигаций).

Для оценки отдельных видов рисков также используются статистические, экспертные и аналоговые методы.

Инвестиционный портфель – совокупность двух или более *ЦБ* или финансовых инструментов или целенаправленно сформированная совокупность фондовых инструментов, предназначенных для осуществления конкретной инвестиционной цели вкладчика.

Формирование инвестиционного портфеля включает несколько этапов.

*Этап 1.* Определение цели, типа портфеля и параметров ожидаемой доходности и риска;

*Этап 2.* Оценка инвестиционных качеств отдельных фондовых инструментов

*Этап 3.* Отбор инструментов в портфель с учетом их влияния на показатели ожидаемой доходности и риска портфеля. Формирование начальной (стартовой) структуры портфеля: определение пропорций распределения инвестируемого капитала по основным видам инструментов (акций, облигаций и т.д.).

*Этап 4.* Оптимизация портфеля, направленная на снижение уровня риска при заданном уровне ожидаемой доходности или на максимизацию доходности при заданном уровне риска.

*Этап 5.* Определение параметров сформированного портфеля

- уровня доходности портфеля,
- уровня риска портфеля.

Задачи формирования и управления портфелем тесно взаимосвязаны между собой.

При управлении портфелем можно выделить ряд типовых задач:

- анализ конъюнктуры рынка (его отдельных сегментов), разработка сценариев его развития и определение прогнозных характеристик;
- текущий мониторинг по инструментам инвестирования, входящим в портфель, и выявление активов, не отвечающих заданным целям управления;
- сбор информации о новых видах инструментов инвестирования, которые могут быть включены в портфель;
- анализ факторов, которые могут повлиять на приоритеты управления, критерий оптимальности и параметры, характеризующие систему ограничений;
- реализация мероприятий по реструктуризации портфеля и решение задачи его оптимизации с учетом изменившихся условий.

Используемые методы определения структуры портфеля разнообразны – от чисто эмпирических до построения математических моделей (определение оптимума при заданных ограничениях), динамического программирования и т.д.

Степень риска портфеля обратно пропорциональна количеству включенных в портфель случайным образом видов инструментов инвестирования.

Общий риск портфеля включает:

- систематический (недиверсифицируемый) риск обусловлен изменениями условий внешней инвестиционной среды и не связан с деятельностью отдельных эмитентов. Он включает в себя рыночный, процентный, инфляционный и налоговый виды рисков;
- несистематический риск (диверсифицируемый) обусловлен изменениями результатов хозяйственной деятельности эмитентов и их финансового состояния.

Диверсификация позволяет уменьшить только несистематический риск портфеля. Систематический риск портфеля можно возместить премией за риск.

Существует два принципиальных подхода, различающихся как задачами, так и методами управления портфелем:

- пассивный;
- активный.

Пассивный подход к управлению портфелем базируется на предположении об относительной эффективности фондового рынка и необходимости «следования за рынком» (общерыночным индексом динамики и составом обращающихся на рынке инструментов). Основная цель пассивного подхода состоит в обеспечении доходности инвестиционного портфеля не ниже среднерыночной при одновременном обеспечении максимальной безопасности инвестиций от разнообразных факторов риска. Его основа – диверсификация инвестиций по различным сегментам рынка и разным видам фондовых инструментов. Идеология пассивного подхода к управлению портфелем реализуется на основе установления фиксированного соотношения спекулятивной и консервативной частей портфеля (характеризуемого определенными видами инструментов инвестирования), варьирование которого допустимо в пределах установленных лимитов; а также глубокой диверсификации в рамках отдельных видов фондовых инструментов.

Пассивный подход, как правило, состоит в стремлении приблизить структуру портфеля некоторому «индексному портфелю», доходность которого соответствует среднерыночным показателям (индексной стратегии). Примером является распределение инвестиций между типичным портфелем акций и портфелем облигаций, повторяющим соответствующие структуры фондовых индексов.

Формирование индексного портфеля не исключает оптимизационного подхода с критерием минимизации риска или максимизации доходности при выполнении структурных ограничений. Данная стратегия

часто предполагает те или иные способы страхования от рыночного риска (с использованием безрисковых инвестиций, фьючерсных контрактов по индексам и др.). Основная цель таких «расширенных индексных стратегий» – получение большей доходности, чем индекс, выбранный в качестве ориентира.

Активный подход базируется на принципе «опережения рынка». Он основан на выявлении и прогнозировании рыночных тенденций (возрастания и снижения цен), переоценке неверно оцененных фондовых инструментов и их отборе для включения в портфель. Идеология активного подхода состоит в постоянном варьировании состава видов фондовых инструментов с учетом прогнозируемой динамики их рыночной стоимости. При благоприятной динамике конкретных инструментов увеличивается их удельный вес в портфеле, при неблагоприятной – уменьшается.

При реализации этого подхода основное внимание уделяется поиску и приобретению недооцененных фондовых инструментов. Одним из методов реализации этого подхода является использование инвестиционной теории, согласно которой наиболее эффективной стратегией управления является формирование портфеля за счет таких фондовых инструментов, рыночная стоимость которых ниже их реальной внутренней стоимости (оцененной на основе стоимости чистых активов компании).

Одной из задач оперативного управления инвестиционным портфелем является обеспечение минимизации текущих затрат по осуществлению его реструктуризации (издержек по брокерскому обслуживанию совершаемых сделок). Величина издержек определяет эффективность оперативного управления портфелем и в значительной степени зависит от подходов к совершению сделок:

- покупка по наименьшей цене предложения, а продажа по наивысшей цене спроса (применяемые при ожидаемом переломе конъюнктуры рынка);

- покупка и продажа фондового инструмента по лимитируемой цене (минимальной цене продажи или максимальной цене покупки) и в ограниченный промежуток времени.

Основными принципами оценки эффективности управления портфелем являются сравнительный анализ, учет рискованности используемых инвестиционных стратегий, а также оценка стабильности показателей доходности на протяжении определенного промежутка времени.

### **Контрольные вопросы**

1. Какие определения инвестиций вам известны. Можно ли сказать что инвестиции – это затраты с целью получения дохода? Объясните свой ответ.

2. По каким признакам можно классифицировать инвестиции. Приведите примеры на каждый признак.

3. Охарактеризуйте возможные виды классификации инвестиционных проектов?

4. Опишите критерии оценки инвестиционных проектов, дайте их интерпретацию и сравнительную характеристику, раскройте достоинства и недостатки.

5. Если темп инфляции существенен, как его учесть при анализе проектов?

6. У вас есть основания предполагать, что процентные ставки по долгосрочным обязательствам будут существенно варьировать. Каким инвестиционным проектам: долгосрочным или краткосрочным – в этом случае стоит отдавать предпочтение и почему?

7. Назовите основные источники финансирования инвестиционных проектов при использовании различных методов?

### **Задачи и ситуации:**

1. Вы имеете возможность профинансировать проект продолжительностью три года. Величина требуемых инвестиций – 10 000 долл., доход по годам ожидается в размере соответственно 5000, 4000 и 3000 долл. Стоит ли принимать это предложение, если приемлемая ставка дисконтирования равна 10%.

2. Ожидается, что проект, требующий инвестиции в размере 100 000 руб., будет генерировать доходы в течении 8 лет, в сумме 30 000 руб. ежегодно. Приемлемая ставка дисконтирования равна 10 %. Рассматриваются 2 варианта: без учета риска и с учетом риска. В первом случае проводится без какой – либо корректировки исходных данных. Во втором случае для последних 3 лет вводится понижающий коэффициент 0,9, а также поправка на риск к ставке дисконтирования в размере 3 % пунктов. Стоит ли принять этот проект в том и другом случае?

3. Объем инвестиционных возможностей ограничен 90 000 долл. Имеется возможность выбора из следующих шести проектов:

Таблица 5.1

### **Исходные данные**

Проект	Инвестиции	NPV	IRR
1	2	3	4
A	-30000	2822	13,60%
B	-20000	2562	19,40%

1	2	3	4
C	-50000	3214	12,50%
D	-10000	2679	21,90%
E	-20000	909	15,00%
F	-40000	4509	15,60%

Предполагаемая стоимость капитала 10%. Сформулируйте оптимальный портфель по критериям: а) *NPV*, б) *IRR*, в) *PI*.

4. Как известно некоторые критерии эффективности инвестиционных проектов могут противоречить друг другу. Что вы понимаете под противоречивостью инвестиционных критериев? Вследствие чего возникают противоречия между инвестиционными критериями? Каким образом разрешаются конфликты между инвестиционными критериями? Обсудите данную ситуацию.

### Тесты

1. *Альтернативные инвестиционные проекты это проекты*
  - 1) допускающие одновременное и раздельное осуществление;
  - 2) проекты, не допускающие одновременного осуществления;
  - 3) взаимоисключающие;
  - 4) допускающие совместную реализацию.
2. *Из приведенных критериев эффективности инвестиционного проекта не учитывает фактор времени*
  - 1) внутренняя норма рентабельности;
  - 2) чистая текущая стоимость;
  - 3) индекс рентабельности;
  - 4) срок окупаемости.
3. *Индекс рентабельности как критерий эффективности инвестиционного проекта должен быть*
  - 1) больше 0;
  - 2) меньше 1;
  - 3) больше 1;
  - 4) больше заданной инвестором величины.
4. *Внутренняя норма рентабельности инвестиционного проекта – это:*
  - 1) норма дисконта, при которой чистый дисконтированный доход больше нуля;

- 2) отношение суммы дисконтированных чистых поступлений от реализации проекта к сумме дисконтированных инвестиционных затрат;
  - 3) период времени, в течении которого сумма чистых поступлений от реализации проекта равна сумме необходимых инвестиций;
  - 4) норма дисконта, при которой сумма дисконтированных чистых поступлений от реализации проекта равна сумме дисконтированных инвестиционных затрат.
5. *Управление формированием инвестиционного портфеля на предприятии предполагает:*
- 1) оценку инвестиционных качеств отдельных фондовых инструментов;
  - 2) реструктуризацию портфеля фондовых инструментов;
  - 3) вложение средств в модернизацию производства;
  - 4) планирование и организация работ по приобретению имущественных комплексов.
6. *К финансовым инвестициям нельзя отнести:*
- 1) вложение средств в уставные фонды совместных предприятий;
  - 2) приобретение доходных видов фондовых инструментов;
  - 3) вложение средств в валютные ценности

## Тема 6. СТОИМОСТЬ И СТРУКТУРА КАПИТАЛА. УПРАВЛЕНИЕ КАПИТАЛОМ

### 6.1. Характеристика источников капитала

Предприятие нуждается в источниках средств, чтобы финансировать свою деятельность. Свой капитал предприятие может увеличить разными способами. **Основными источниками** средств для предприятий являются **собственные источники** (средства акционеров и других собственников, реинвестированная прибыль), **заемные средства** (банковские кредиты, облигационные займы и пр.), **временно привлеченные средства** (кредиторская задолженность).

Собственный капитал, а также кредиты и займы формируют наиболее устойчивую часть источников финансирования компании. Это – **относительно постоянный капитал компании**. **Временно привлеченные средства** образуются в компании, как правило, в результате временного лага между получением товарно-материальных ценностей и их оплатой.

Собственные и заемные источники различаются по ряду параметров. Различия собственных и заемных источников представлены в табл. 6.1.

Таблица 6.1

#### Сравнительный анализ источников

Признак	Тип капитала	
	Собственный	Заемный
Право на участие в управлении предприятием	дает	не дает
Право на получение части прибыли и имущества	по остаточному принципу	первоочередное
Ожидаемая доходность	варьирует	обычно predeterminedена условиями договора
Срок возврата капитала инвестору	не установлен	установлен условиями договора
Льгота по налогу – означает, что расходы по обслуживанию данного источника средств учитываются при исчислении налогооблагаемой прибыли, уменьшая ее	нет	есть

**Собственный капитал** характеризуется следующими основными *положительными* особенностями:

1. **Простотой привлечения**, так как решения, связанные с увеличением собственного капитала (особенно за счет внутренних источников его формирования) принимаются собственниками и менеджерами предприятия без необходимости получения согласия других хозяйствующих субъектов.

2. Более **высокой способностью генерирования прибыли** во всех сферах деятельности, т.к. при его использовании не требуется уплата ссудного процента во всех его формах.

3. Обеспечением **финансовой устойчивости** развития предприятия, его платежеспособности в долгосрочном периоде, а соответственно и снижением риска банкротства.

Вместе с тем, ему присущи следующие *недостатки*.

1. **Ограниченность объема привлечения**, а следовательно и возможностей существенного расширения операционной и инвестиционной деятельности предприятия в периоды благоприятной конъюнктуры рынка и на отдельных этапах его жизненного цикла.

2. Более **высокая стоимость**, за счет отсутствия налогового щита

3. Неиспользуемая возможность **эффекта финансового рычага** – прироста коэффициента рентабельности собственного капитала за счет привлечения заемных финансовых средств, так как без такого привлечения невозможно обеспечить превышение коэффициента финансовой рентабельности деятельности предприятия над экономической.

Таким образом, предприятие, использующее только собственный капитал, имеет наивысшую финансовую устойчивость (его коэффициент автономии равен единице), но ограничивает темпы своего развития (т.к. не может обеспечить формирование необходимого дополнительного объема активов в периоды благоприятной конъюнктуры рынка) и не использует финансовые возможности прироста прибыли на вложенный капитал.

**Заемный капитал** характеризуется следующими *положительными* особенностями:

1. Достаточно широкими возможностями привлечения, особенно при высоком кредитном рейтинге предприятия, наличии залога или гарантии поручителя.

2. Обеспечением роста финансового потенциала предприятий при необходимости существенного расширения его активов и возрастания темпов роста объема его хозяйственной деятельности.

3. Более низкой стоимостью в сравнении с собственным капиталом за счет обеспечения эффекта «налогового щита» (изъятия затрат по его обслуживанию из налогооблагаемой базы при уплате налога на прибыль).

4. Способностью генерировать прирост финансовой рентабельности (коэффициента рентабельности собственного капитала).

В то же время использование заемного капитала имеет следующие **недостатки**.

1. Использование этого капитала генерирует наиболее опасные финансовые риски в хозяйственной деятельности предприятия – риск снижения финансовой устойчивости и потери платежеспособности. Уровень этих рисков возрастает пропорционально росту удельного веса использования заемного капитала.

2. Активы, сформированные за счет заемного капитала, генерируют меньшую (при прочих равных условиях) норму прибыли, которая снижается на сумму выплачиваемого ссудного процента во всех его формах (процента за банковский кредит; лизинговой ставки; купонного процента по облигациям; вексельного процента за товарный кредит и т.п.)

3. Высокая зависимость стоимости заемного капитала от колебаний конъюнктуры финансового рынка. В ряде случаев при снижении средней ставки ссудного процента на рынке использование ранее полученных кредитов (особенно на долгосрочной основе) становится предприятию невыгодным в связи с наличием более дешевых альтернативных источников кредитных ресурсов.

4. Сложность процедуры привлечения (особенно в больших размерах), так как предоставление кредитных средств зависит от решения других хозяйствующих субъектов (кредиторов), требует в ряде случаев соответствующих сторонних гарантий или залога (при этом гарантии страховых компаний, банков или других хозяйствующих субъектов предоставляются, как правило, на платной основе).

Таким образом, предприятие, использующее заемный капитал, имеет более высокий финансовый потенциал своего развития (за счет формирования дополнительного объема активов) и возможности прироста финансовой рентабельности деятельности, однако в большей мере генерирует финансовый риск и угрозу банкротства (возрастающие по мере увеличения удельного веса заемных средств в общей сумме используемого капитала).

Привлечение того или иного источника связано для предприятия с определенными затратами:

- акционерам нужно выплачивать дивиденды;
- банкам и другим кредиторам – процент за ссуды и по облигациям.

Финансовый менеджер будет стремиться принять такое финансовое решение, чтобы минимизировать стоимость капитала, то есть из доступных источников средств составить такую комбинацию, чтобы выплачиваемый компанией в качестве платы за капитал доход был мини-

мален и, таким образом, финансовые ресурсы обошлись бы компании как можно дешевле.

Стоимость денежного капитала, мобилизованного предприятием, измеряется в процентах, а общая сумма средств, которую нужно уплатить за использование определенного объема финансовых ресурсов, выраженная в процентах к этому объему, называется **ценой (или ценностью, или стоимостью) капитала предприятия**.

## 6.2. Стоимость источников капитала

Любая компания финансируется из нескольких источников, а стоимость их различна, поэтому **стоимость постоянного капитала** (которая рассчитывается чаще всего) рассчитывается как средневзвешенная стоимость основных элементов:

- акционерного (собственного) капитала (СК);
- заемного капитала (ЗК).

**Средневзвешенная стоимость капитала компании WACC** (weighted average cost of capital) определяется по формуле:

$$WACC = \frac{r \times (1 - \text{CH}) \times \text{ЗК}}{\text{ЗК} + \text{СК}} + \frac{d \times \text{СК}}{\text{ЗК} + \text{СК}}, \quad (6.1)$$

где:  $r$  – средняя кредитная ставка банка;  
 $d$  – процент выплачиваемых дивидендов;  
 $\text{CH}$  – ставка налога на прибыль.

Проценты за пользование ссудами, как правило, включаются в себестоимость продукции, следовательно, стоимость такого источника средств в реальности меньше, чем уплачиваемый банку процент  $r$  на величину налога на прибыль.

**Экономический смысл этого показателя:** он характеризует какую сумму следует заплатить за привлечение единицы капитала из данного источника или источников.

В самом общем виде цена капитала предприятия находится по формуле средневзвешенной величины:

$$WACC = \sum C_i \times k_i, \quad (6.2)$$

где  $C_i$  – цена  $i$ -го источника средств;  
 $k_i$  – доля  $i$ -го источника в капитале

Показатель средневзвешенной цены капитала может использоваться для следующих целей:

1) Исчисление процентов, которые нужно уплатить владельцам финансовых ресурсов и выбрать наилучший вариант финансирования.

2) Определение нормы рентабельности инвестированного капитала, которую должно обеспечивать предприятие, чтобы не уменьшить свою рыночную стоимость, чтобы поддержать экономический рост.

Норма рентабельности инвестированного в предприятие капитала характеризуется рентабельностью чистых активов компании. Рентабельность чистых активов ( $RONA$ ) определяется отношением прибыли к чистым активам и показывает тот возврат, который генерируется устойчивыми фондами (собственным капиталом и кредитами банков).

Возможны три ситуации:

1.  $RONA > WACC$  – в этом случае предприятие способно выплатить не только проценты по кредитам и обещанные дивиденды, но также реинвестировать часть чистой прибыли в производство.

2.  $RONA = WACC$  – предприятие способно рассчитаться перед банком, перед акционерами и по текущим обязательствам, при этом ничего не оставив для реинвестирования.

3.  $RONA < WACC$  – у предприятия возникнут серьезные проблемы с привлечением нового капитала, так как эффективность использования привлекаемых и собственных ресурсов у него ниже, чем их стоимость.

3) Анализ отдельных инвестиционных проектов, осуществляемых компанией, и при оценке предприятия как бизнеса в целом

Инвестиционный проект приемлем, если его рентабельность не ниже цены капитала компании. ( $BHD > WACC$ ). При оценке эффективности инвестиционного проекта по показателю чистой приведенной стоимости ( $NPV$ ) в качестве ставки дисконтирования целесообразно принимать величину  $WACC$ .

4) Оценки стоимости предприятия. Известно, что цена любого финансового актива Цакт при заданном уровне доходности  $r$  и прогнозируемых по годам доходов ЧП определяется по формуле:

$$C_{акт} = \sum \frac{ЧП_t}{(1+r)^t}. \quad (6.3)$$

Если доходы по годам одинаковы, то

$$C_{акт} = \frac{ЧП}{r}. \quad (6.4)$$

Можно показать, что цена предприятия может быть найдена из формулы:

$$C_{акт} = \frac{ПП}{WACC}, \quad (6.5)$$

где  $ПП$  – прибыль к распределению: а) на выплату процентов по кредитам и займам; б) на выплату дивидендов; в) на реинвестирование.

Чем выше  $WACC$ , тем ниже цена предприятия при прочих равных условиях.

Чаще всего используются следующие источники финансирования деятельности предприятия:

**Заемный капитал:**

- Банковская ссуда
- Облигационный заем
- Кредиторская задолженность

**Собственный капитал:**

- акционерный капитал: по привилегированным и обыкновенным акциям;
- реинвестированная прибыль.

Исчисление цены каждого из источников – задача разной степени сложности. Для некоторых источников (например, банковского кредита) это сделать достаточно легко, по ряду других – труднее, а для некоторых такое исчисление в принципе невозможно.

Для определения средневзвешенной цены нужно определить цену каждого из этих источников.

Стоимость **банковской ссуды** должна рассчитываться с учетом налога на прибыль, так как в мировой практике проценты по долгу выплачиваются до налога на прибыль. Это приводит к тому, что при использовании банковских кредитов (и других заемных источников) стоимость капитала снижается не только из-за того, что долг менее рискован, но и в связи с возникновением налогового выигрыша (налогового щита). Действительно, для предприятия лучше сначала выплатить долг по кредиту (займу), а затем от оставшейся части по ставке  $CH$  начислить налог на прибыль, чем заплатить по той же ставке налог со всей прибыли, а потом выплачивать проценты. С учетом налогового щита ( $1-CH$ ) цена такого источника средств меньше, чем уплачиваемый банку процент  $r$  и определяется как:

$$C_{bc} = r \times (1 - CH). \quad (6.6)$$

Поскольку предприятие пользуется, как правило, несколькими кредитами, то  $r$  в формуле есть средняя расчетная ставка процента ( $CPCIT$ ), которая определяется либо как среднеарифметическое, либо как средневзвешенное значение ставки по предприятию.

**Стоимость облигационного займа** приблизительно равна величине уплачиваемого процента, но если эти проценты разрешено относить на прибыль до налогообложения (что практикуется в ряде стран), то также делается корректировка на ставку налога.

Для вновь планируемого выпуска облигационного займа при расчете его цены необходимо учитывать влияние возможной разницы между

ценой реализации облигаций и их нарицательной стоимостью (последняя нередко может быть выше, в частности за счет расходов по выпуску облигаций и продажи их на условиях дисконта).

**Стоимость акционерного капитала** соотносится с уровнем дивидендов, выплачиваемых акционерам. Поскольку по привилегированным акциям выплачивается фиксированный процент, то цена по **привилегированным акциям**:

$$C_{па} = \frac{D}{C_{рынка}}, \quad (6.7)$$

где  $D$  – размер фиксированного дивиденда,

$C_{рынка}$  – рыночная цена привилегированной акции. Размер дивидендов по **обыкновенным акциям** заранее не определен и зависит от эффективности работы предприятия, поэтому цену этого источника можно рассчитать только приблизительно. Чаще всего для этих целей применяют два метода: Гордона и САРМ.

Стоимость по **обыкновенным акциям** в методе Гордона определяется из формулы:

$$C_{оа} = \frac{D_{прогн}}{C_{рыноа}} + q, \quad (6.8)$$

где  $D_{прогн}$  – ожидаемый дивиденд в текущем периоде;

$C_{рыноа}$  – рыночная цена обыкновенной акции;

$q$  – прогнозный темп роста дивидендов.

Этот метод чаще используется для случая оценки цены акции в спекулятивных целях, то есть для последующей продажи. К его недостаткам относят такие:

а) применим только для компаний, регулярно выплачивающих дивиденды;

б) показатель очень чувствителен к темпу  $q$ ;

в) не учитывается фактор риска.

Цена (стоимость) по **обыкновенным акциям** в методе САРМ-ЦМРК (ценовой модели рынка капитала) определяется из формулы:

$$C_{оа} = R_{безриск} + \beta(R_{средн} - R_{безриск}) \quad (6.9)$$

где  $R_{безриск}$  – доходность безрисковых ценных бумаг;

$R_{средн}$  – доходность в среднем на рынке ценных бумаг;

$\beta$  – коэффициент риска компании (если акции компании имеют средний по рынку риск, то  $\beta = 1$ , если акции более надежны, то  $\beta < 1$ , если акции компании менее надежны, то  $\beta > 1$ ).

В этом методе уровень доходности акционерного капитала соотносится с состоянием финансового рынка и степенью систематического риска, выражаемого коэффициентом  $\beta$ . При использовании метода *САРМ* нужны дополнительные и глубокие сведения о всех сегментах рынка ценных бумаг.

**Отличия** двух этих методов оценки стоимости акционерного капитала состоят в том, что метод Гордона основывается на фактически ожидаемых оценках дивиденда и его роста для конкретной компании, а метод *САРМ* исходит из среднерыночных условий инвестиций с данным уровнем рисков.

**Реинвестируемая (нераспределенная) прибыль** чаще всего является основным источником пополнения средств компании, используемых как для расширения текущей деятельности, так и для участия в новых инвестиционных проектах.

Цена источника **нераспределенная прибыль** не имеет точного метода исчисления и может быть приравнена к цене источника «обыкновенные акции». Это связано с тем, что акционеры, голосуя за реинвестирование прибыли, косвенно предполагают, что такое инвестирование капитала для них не менее выгодно, чем получение дивидендов и вложение в какие-то другие рыночные активы.

Структура капитала оказывает влияние на результаты финансово-хозяйственной деятельности предприятия. Соотношение между собственными и заемными источниками средств служит одним из ключевых аналитических показателей, характеризующих степень риска инвестирования финансовых ресурсов в данное предприятие, использования теории финансового рычага.

Различие в цене источников финансирования порождает вопрос: можно ли оптимизировать структуру капитал таким образом, чтобы его стоимость стала наименьшей?

В теории управления структурой капитала существуют две основные концепции:

- традиционная теория финансового рычага и средневзвешенной стоимости капитала;
- теория Модильяни – Миллера.

**Традиционная теория управления структурой капитала** базируется на двух посылах:

- а) цена капитала зависит от его структуры;
- б) существует оптимальная структура капитала, при которой показатель *WACC* имеет минимальное значение, а, следовательно, цена предприятия будет максимальной.

Многочисленные исследования показали, что с ростом доли заемных средств в общей сумме источников долгосрочного капитала цена

собственного капитала постоянно увеличивается возрастающими темпами, а цена заемного капитала, оставаясь сначала практически неизменной, затем тоже начинает возрастать. Поскольку цена заемного капитала в среднем ниже, чем цена собственного капитала, то существует структура капитала, называемая оптимальной, при которой показатель WACC имеет минимальное значение, а, следовательно, цена предприятия будет максимальной.

**Основоположники второго подхода (Модильяни и Миллер)** утверждают, что цена капитала не зависит от его структуры, а, следовательно, ее (структуру) нельзя оптимизировать. При обосновании этого вывода они вводят ряд ограничений:

- предоставление и получение кредитов и займов осуществляется по безрисковой ставке;
- отсутствуют налоги на проценты и дивиденды;
- не существует различий между корпоративными и персональным заимствованием;
- инвесторы ведут себя рационально и одинаково информированы.

В этих условиях, утверждают Модильяни и Миллер, цена капитала всегда выравнивается путем передислокации капитала от одних держателей к другим или от одной формы инвестирования к другой. А следовательно цена капитала и цена фирмы не будут зависеть от структуры капитала

Последнее утверждение иногда называют «принципом пирога»: можно по-разному делить пирог, но его величина при этом, естественно, не меняется.

### **6.3. Управление капиталом**

Ключевая цель формирования капитала предприятия – удовлетворение потребности в приобретении необходимых активов и оптимизации его структуры для обеспечения условий эффективного функционирования в хозяйственной деятельности.

Исходя из этой цели, руководство компании принимает финансовые и инвестиционные решения по формированию и размещению капитала, опираясь на следующие принципы:

- Учет перспектив развития предприятия, что предполагает выделение соответствующих финансовых ресурсов на реализацию долгосрочных инновационных и инвестиционных проектов и программ.
- Достижение соответствия объема привлекаемого капитала объему формируемых активов предприятия, что обеспечивают с помощью разработки операционных и финансовых бюджетов.

- Обеспечение оптимальной структуры в аспекте его эффективного использования, что предполагает установление рационального соотношения между заемным и собственным капиталом, т. е. коэффициент задолженности должен соответствовать приемлемому значению 0,67 (40/60%).

- Достижение минимизации затрат по формированию капитала из различных источников (собственных, заемных и привлеченных), что требует расчета средневзвешенной стоимости капитала и применения данного параметра при оценке вложений в реальные и финансовые активы.

- Обеспечение эффективного использования капитала в процессе хозяйственной деятельности предполагает проведение анализа и оценки финансовой устойчивости, платежеспособности, деловой и рыночной активности предприятия с помощью специальных финансовых коэффициентов. Такой анализ предполагает оценку текущего финансово-экономического состояния компании и прогноз на будущее.

Финансирование за счет внешних источников (включая эмиссию корпоративных ценных бумаг) предпочтительнее для проектов, связанных с расширением производства на действующих предприятиях, если они рентабельны. С одной стороны, от таких предприятий банки не будут требовать повышенную плату за кредит, так как риск вложений относительно невелик. С другой стороны, не проблема найти материальное обеспечение кредита в форме имеющихся активов, если они ликвидны.

#### **6.4. Лизинг – способ управления капиталом**

**Лизинг** представляет собой один из способов финансирования деятельности компании. Идея лизинга вытекает из теории собственности и основывается на том, что не обязательно иметь в собственности имущество, поскольку существует возможность извлекать доход, имея лишь право на его использование.

**Лизинг** представляет собой особый вид предпринимательской деятельности, направленной на инвестирование временно свободных или привлеченных финансовых средств, когда по договору финансовой аренды (лизинга) лизингодатель обязуется приобрести в собственность обусловленное договором имущество у определенного продавца и предоставить это имущество лизингополучателю за плату во временное пользование для предпринимательских целей. Финансирование приобретения лизингового имущества осуществляется лизингодателями (лизинговыми компаниями) за счет собственных или заемных средств.

**Преимущество учета** имущества лизингодателем заключается в том, что оно не зачисляется на баланс организации – лизингополучате-

ля, а лизинговые платежи, относимые на издержки производства, снижают налогооблагаемую прибыль.

Разнообразие применяемых форм лизинга базируется на двух наиболее распространенных: финансовый и оперативный.

**Финансовый** предусматривает полную окупаемость имущества или полную выплату его стоимости. В данном случае срок лизинга имущества, по своей продолжительности совпадает со сроком его полной амортизации.

**Оперативный** лизинг или сервисный является лизингом с частичной выплатой стоимости объекта лизинга. Он предусматривает, что лизингодатель сдает имущество во временное пользование неоднократно в течение нормативного срока его службы. При оперативном лизинге существует определенный риск лизингодателя по возмещению остаточной стоимости объекта в связи с отсутствием спроса на него.

Выделяют следующие функции лизинга:

**1. Финансовая функция** лизинга выражена наиболее четко, поскольку лизинг является формой вложения средств в имущество и имущественные права. Работает на уровне лизингодателя.

**2. Производственная функция** лизинга заключается в оперативном и гибком решении лизингополучателем своих производственных задач посредством временного использования, а не приобретения машин и оборудования в собственность. Он наиболее эффективен в отношении особо дорогостоящей, с наибольшим риском морального старения техники. Работает на уровне лизингополучателя.

**3. Сбытовая функция** лизинга проявляется в реализации производственного оборудования. Некоторые предприниматели и коммерческие структуры в сфере малого бизнеса нуждаются в хорошо зарекомендовавшей себя отечественной технике, но существует проблема доступности источников финансирования. Работает на уровне производителя.

**4. Объектом лизинга** могут быть любые, не потребляемые вещи, используемые для предпринимательской деятельности, кроме земельных участков и других природных объектов. При этом узкоспециализированные лизинговые компании обычно имеют дело с одним видом товара, например, легковые автомобили или с товарами одной группы стандартных видов, например, строительное оборудование.

Различают множество классификаций лизинга, рассмотрим некоторые из них:

#### **1. По количеству и составу участников сделки:**

Лизинг с участием *двух сторон* характеризуется тем, что производитель (продавец) и лизингодатель совмещены в лице одной организации. Прямой лизинг предпочтителен, когда лизингополучатель нужда-

ется в переоснащении уже имеющегося технического потенциала. Если же предприятие имеет оборудование, но не хватает средств для производственной деятельности, оно продает оборудование лизинговой компании, которая сдает его в лизинг этому же предприятию. Таким способом предприятие получает высвобождение финансовых ресурсов (фиктивный лизинг)

Наиболее распространенной схемой заключения сделок является лизинг с участием *трех сторон*.

Арендатор, исходя из своих потребностей, делает запрос, получает коммерческое предложение, согласовывает технические и коммерческие вопросы, оформляет заявку на оборудование и обращается к лизинговой компании. Лизинговая фирма проверяет соответствие цены текущему рыночному уровню и, в случае согласия, заключает с производителем контракт купли-продажи на необходимое оборудование. Фирма, как правило, рассчитывается с продавцом и заключает контракт с лизингополучателем, согласно которому последнему переходит исключительное право пользования объектом лизинга в обмен на уплату лизинговых взносов. Затем производится отгрузка товара в адрес лизингополучателя и заключается соглашение о проведении техобслуживания.

В случае, когда лизинговой компании не хватает собственных средств, в сделке принимают участие один или несколько кредиторов (*четырёхсторонний лизинг*).

Лизинг с участием множества сторон, или раздельный лизинг распространен как форма финансирования сложных крупномасштабных объектов, в частности, таких как морские и речные суда, буровые платформы, авиатехника и т.д. Он предусматривает несколько компаний лизингодателей, обеспечивающих лишь часть финансовых средств. Оставшаяся часть контрактной стоимости объекта лизинга финансируется рядом организаций кредиторов, в качестве которых выступают банки, страховые компании, фонды.

**2. По степени окупаемости имущества и условиям амортизации** лизинг классифицируется на лизинг с *полной окупаемостью*, который подразумевает полную выплату лизингодателю стоимости имущества в течение срока одного договора, и лизинг с *неполной окупаемостью*, когда окупается только часть имущества. В зависимости от условий амортизации лизинг подразделяется на лизинг с полной амортизацией и лизинг с неполной амортизацией.

**3. По объему обслуживания имущества** лизинг делится на *чистый*, если все обслуживание передаваемого в лизинг имущества берет на себя лизингополучатель и переводит лизингодателю чистые платежи; *полный*, то есть с полным набором услуг, которые принимает на себя

лизингодатель; *лизинг с частичным набором услуг*, когда на лизингодателя возлагаются лишь отдельные функции по обслуживанию имущества.

По стоимости полный лизинг один из самых дорогих видов лизинга. Наряду с техническим обслуживанием, ремонтом и страхованием, в комплекс услуг могут входить поставка необходимого для работы оборудования сырья, подготовка квалифицированного персонала, маркетинг готовой продукции и квалифицированные консультации в области управленческого и технологического ноу-хау, что более характерно при сдаче в лизинг сложного оборудования.

**4. По сроку соглашения** лизинг делится на *срочный*, когда имеет место одноразовая аренда имущества, и *возобновляемый* (револьверный), при котором срок договора лизинга после истечения первого срока продлевается на следующий период.

**5. В зависимости от сектора рынка**, где проводятся лизинговые операции, разделяют *внутренний* лизинг, когда все участники сделки представляют одну страну, и *внешний* (международный), когда хотя бы одна из сторон сделки принадлежала разным странам.

Основные преимущества лизинга:

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

2. увеличение объема хозяйственной деятельности без дополнительного финансирования;

3. снижение риска потери финансовой устойчивости (внебалансовое финансирование основных средств);

4. снижение налога на имущество;

5. снижение базы налогообложения прибыли предприятия;

6. освобождение арендатора от продолжительного замораживания капитала в незавершенном строительстве (научных разработках, освоении нового производства и т.п.) при самостоятельном формировании основных средств.

Основные недостатки лизинга:

1. увеличение себестоимости продукции;

2. более высокая в отдельных случаях стоимость лизинговых платежей по сравнению с обслуживанием долгосрочного кредита (лизинговые платежи в самом общем случае могут включать величину амортизации оборудования, комиссионное вознаграждение лизинговой компании, обслуживание процентов за кредит и т.п.);

3. невозможность существенной модернизации используемого имущества без согласия лизингодателя, что ограничивает скорость его обновления и улучшения в целях повышения рентабельности использования.

Для оценки **эффективности лизинга** рассчитываются денежные потоки суммарных платежей по основным вариантам решений:

1. Приобретение активов за счет собственных финансовых ресурсов.

2. Приобретение активов за счет банковского кредита.

3. Лизинг активов:

- расходы по приобретению актива в собственность за счет собственных ресурсов представляют собой рыночную цену этого актива и не требуют дисконтирования, поскольку сделка совершается в настоящий момент времени

- расходы во втором случае складываются из процентов, выплачиваемых за пользование кредитом и суммы долга, погашаемой в последний момент

$$ДП_{\text{кредит}} = \sum_{k=1}^n \frac{ПК \times (1 - CH)}{(1 + r)^k} + \frac{K}{(1 + r)^n}, \quad (6.10)$$

где  $ПК$  – проценты за кредит, выплачиваемые за 1 год;

$K$  – сумма полученного кредита, подлежащего погашению в конце периода;

$r$  – годовая ставка процента за кредит.

- расходы на лизинг состоят из авансового платежа (если он оговорен условиями соглашения) и регулярные лизинговые платежи за использование актива

$$ДП_{\text{лизинг}} = АП + \sum_{k=1}^n \frac{ЛП \times (1 - CH)}{(1 + r)^k}, \quad (6.11)$$

где  $АП$  – авансовый платеж;

$ЛП$  – лизинговый платеж;

### Контрольные вопросы

1. Какие классификации капитала вам известны?
2. Охарактеризуйте различные виды источников средств, опишите их достоинства и недостатки.
3. Какие трактовки термина «капитал» вы знаете? Есть ли разница между понятиями «привлеченные средства», «заемные средства», «заемный капитал»; «капитал и денежные средства»; «основные фонды», «основной капитал», «основные фонды»?
4. Как вы считаете в чем причина законодательного ограничения снизу уставного капитала.
5. Дайте характеристику различных видов лизинга. В чем состоит принципиальная разница между оперативным и финансовым лизингом.

6. Если акции предприятия растут в цене, оказывает ли это влияние на структуру его источников. Объясните ответ.

7. Дайте характеристику преимуществ и недостатков облигационного займа: а) с позиции эмитента, б) с позиции поставщиков капитала.

8. Дайте экономическую интерпретацию терминов «рыночная капитализация», «стоимость фирмы», «стоимость капитала», «оценка капитала».

9. Какую роль играет стоимость различных источников капитала при принятии решений долгосрочного характера? Как рассчитывается стоимость капитала в отношении отдельных источников финансирования?

10. Можно ли упорядочить источники по стоимости если да, то сделайте это. Обоснуйте свой ответ.

11. Приведите примеры платных и бесплатных источников финансирования. Ответ обоснуйте.

### **Задачи ситуации**

1. Вы являетесь финансовым менеджером одной из крупнейших компаний Приморского края. На последнем собрании акционеров было принято положительное решение об открытии нового цеха по производству мебели. Но есть одна проблема: нет соответствующего оборудования. Компания «Дельтализинг» может выступить вашим лизингодателем, но необходимо решить какой вид лизинга вы выберете. Обоснуйте ваше решение.

2. Одной из крупных компаний необходимо привлечь дополнительные средства для дальнейшего развития. Финансовый менеджер этой компании остановился на двух вариантах: дополнительная эмиссия акций или эмиссия облигаций. Возможен ли здесь конфликт интересов некоторых групп лиц, если да, то опишите его природу в каждом из указанных случаев и помогите финансовому менеджеру этой компании выбрать наименее конфликтный вариант. Ответ обоснуйте.

3. Вы финансовый аналитик. В вашу компанию за консультацией обратился инвестор, который желает разместить свои свободные средства в одну из 4 компаний, данные о которых размещены ниже в таблице 6. Дайте характеристику структуры источников с позиции внешнего аналитика. Акции какой компании вы бы порекомендовали купить вашему клиенту и почему? Одинаково ли защищены интересы кредиторов в этих компаниях? Рассчитайте показатели финансовой устойчивости.

Таблица 6.2

**Состав капитала**

Показатель	Компания 1	Компания 2	Компания 3	Компания 4
Капитал и резервы	1 000	1 000	230	1 000
в том числе:				
уставный капитал	200	700	200	700
резервный капитал	20	50	20	-
нераспределенная прибыль	780	250	10	300
Долгосрочные пассивы	100	100	870	100
Краткосрочные пассивы	800	800	800	800

4. Приведены данные о компаниях, имеющих одинаковый объем капитала, но разную структуру источников (руб.):

Таблица 6.3

**Состав источников**

Показатель	Компания 1	Компания 2
обыкновенные акции (номинал 1 руб.)	500 000	200 000
Облигационный заем (10%)	200 000	500 000
Итого капитал	700 000	700 000

Прибыль до выплаты процентов и налогов у этих компаний одинаковая и составляет по годам 1 год – 100, 2 год – 60, 3 год – 30.

Рассчитайте прибыль после выплаты процентов. Какая была бы прибыль после выплаты процентов, если облигационный заем был взят под 15%. Сделайте вывод о том, как решения по структуре капитала влияют на конечные результаты.

5. Компания может привлечь заемный капитал либо из разных источников с различными процентными ставками, либо из одного источ-

ника с минимальной процентной ставкой. Какой вариант предпочтительнее и почему?

6. Ваше предприятие нуждается в приобретении нового оборудования. Покупку можно сделать одним из двух способов: с использованием банковского кредита или по лизингу. Какие основные моменты нужно принимать во внимание при анализе альтернатив?

7. Рассчитайте средневзвешенную стоимость капитала вашей компании, если структура источников будет следующая (табл. 6.4):

Таблица 6.4

### Структура источников

Источник средств	Доля в общей сумме источников, %	Стоимость источника, %
Акционерный капитал	80,0	12,0
Долгосрочные долговые обязательства	20,0	6,5

Как изменится значение показателя WACC если доля акционерного капитала снизится до 60%.

### Тесты

1. *Общая сумма средств, которую нужно уплатить за использование определенного объема финансовых ресурсов, выраженная в процентах к этому объему называется*

- 1) относительным уровнем дивидендов;
- 2) уровнем банковского процента;
- 3) средневзвешенной стоимостью капитала;
- 4) стоимостью капитала.

2. *С точки зрения финансового менеджмента перевооружение основных фондов предприятия следует финансировать за счет*

- 1) краткосрочных кредитов банков;
- 2) долгосрочные кредиты банков;
- 3) краткосрочные займы, получаемые от других организаций;
- 4) кредиторской задолженности.

3. *Теория структуры капитала Модильяни-Миллера утверждает, что*

- 1) цена капитала не зависит от его структуры и структуру невозможно оптимизировать;
- 2) цена капитала зависит от его структуры и структуру капитала можно оптимизировать;

- 3) цена капитала не зависит от его структуры, но структуру оптимизировать можно;
  - 4) цена капитала зависит от структуры.
4. *К внутренним источникам финансирования относятся*
- 1) аккумулированные амортизационные отчисления;
  - 2) продажа основных и оборотных средств;
  - 3) увеличение капитала за счет выпуска новых ценных бумаг;
  - 4) выпуск облигаций.
5. *Явным преимуществом* долгового финансирования является то, что
- 1) финансовый риск не возрастает;
  - 2) контроль за предприятием не утрачивается;
  - 3) стоимость привлеченных средств равна нулю;
  - 4) срок возмещения средств заранее не определен.
6. *К основным способам внешнего финансирования нельзя отнести*
- 1) выпуск акций;
  - 2) коммерческий кредит;
  - 3) облигационный заем;
  - 4) использование нераспределенной прибыли.

## Тема 7. ЛОГИКА ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОГО МЕХАНИЗМА ПРЕДПРИЯТИЯ

В приложении к экономике, рычаг трактуется как некоторый фактор, небольшое изменение которого может привести к существенному изменению ряда результативных показателей.

При управлении финансами, применение рычага или леввериджа в стремлении повысить прибыльность бизнеса означает использование затрат, величина которых остается постоянной. Действие финансового рычага объясняется наличием постоянных издержек на финансирование бизнеса (в частности процентов по долговым обязательствам), действие операционного рычага – наличием постоянных затрат на производство товаров или услуг. Оба типа рычагов оказывают влияние на уровень и изменчивость прибыли фирмы и следовательно, на суммарный риск и доходность.

Операционный рычаг характеризует использование фирмой постоянных операционных издержек для повышения прибыльности бизнеса.

Финансовый рычаг характеризует использование предприятием заемных средств, которое влияет на изменение коэффициента рентабельности собственного капитала.

### 7.1. Эффект финансового рычага

Финансовый рычаг представляет собой объективный фактор, возникающий с появлением заемных средств в объеме используемого предприятием капитала, позволяющий ему получить дополнительную прибыль на собственный капитал.

Показатель, отражающий уровень дополнительно генерируемой прибыли собственным капиталом при различной доле использования заемных средств, называется *эффектом финансового рычага*.

Предприятие, использующее только собственные средства, ограничивает их рентабельность за счет выплаты налога на прибыль.

$$PCK = (1 - CH) \times \mathcal{E}P_A, \quad (7.1)$$

где  $PCK$  – рентабельность собственного капитала;

$CH$  – ставка налогообложения прибыли;

$\mathcal{E}P_A$  – валовая рентабельность активов, рассчитанная как отношение прибыли до уплаты процентов за кредит и налога на прибыль к средней стоимости активов, выраженная в процентах.

Предприятие, использующее кредит, увеличивает либо уменьшает рентабельность собственных средств в зависимости от соотношения

собственных и заемных средств в пассиве и от величины процентной ставки, тогда и возникает эффект финансового рычага (ЭФР).

$$PCK = (1 - CH) \times \mathcal{E}P_A + \mathcal{E}ФР. \quad (7.2)$$

Иными словами эффект финансового рычага, выражаемый в процентах – это приращение к рентабельности собственных средств, получаемое благодаря использованию кредита, несмотря на его платность.

Формула для расчета этого показателя выглядит следующим образом:

$$\mathcal{E}ФР = (1 - CH) \times (\mathcal{E}P_A - CPCK) \times \frac{ЗК}{СК}, \quad (7.3)$$

где  $CPCK$  – средний размер процентов за кредит, уплачиваемый предприятием за использование заемного капитала, в %.

$ЗК$  – величина заемного капитала

$СК$  – величина собственного капитала

Видно, что величина приращения зависит в данном случае только от соотношения собственных и заемных средств.

Рассматривая приведенную формулу расчета эффекта финансового рычага, можно выделить в ней три основные составляющие.

1. *Налоговый корректор финансового левериджа* ( $1 - CH$ ), который показывает в какой степени проявляется эффект финансового левериджа в связи с различным уровнем налогообложения прибыли.

2. *Дифференциал финансового левериджа* ( $\mathcal{E}P_A - CPCK$ ), который характеризует разницу между коэффициентом валовой рентабельности активов и средним размером процента за кредит

3. *Коэффициент (плечо) финансового левериджа* ( $ЗК/СК$ ), который характеризует сумму заемного капитала, используемого предприятием, в расчете на единицу собственного капитала.

Выделение этих составляющих позволяет целенаправленно управлять эффектом финансового левериджа в процессе финансовой деятельности предприятия.

**Налоговый корректор финансового рычага** практически не зависит от деятельности предприятия, так как ставка налога на прибыль устанавливается законодательно.

**Дифференциал финансового левериджа** является главным условием, формирующим положительный эффект финансового левериджа. Этот эффект проявляется только в том случае, если уровень валовой прибыли, генерируемой активами предприятия, превышает средний размер процента за используемый кредит (включающий не только его прямую ставку, но и другие удельные расходы по его привлечению, страхованию и обслуживанию), т.е. если дифференциал финансового рычага является положительной величиной. *Чем выше положительное значение диффе-*

*ренициала финансового рычага, тем выше при прочих равных условиях будет его эффект.*

В связи с высокой динамичностью этого показателя он требует постоянного мониторинга в процессе управления эффектом финансового левериджа. Это обусловлено действием ряда факторов.

*Формирование отрицательного значения дифференциала финансового левериджа по любой из вышеперечисленных причин всегда приводит к снижению коэффициента рентабельности собственного капитала. В этом случае использование предприятием заемного капитала дает отрицательный эффект.*

**Коэффициент (мультипликатор, плечо) финансового рычага** является тем рычагом, который мультиплицирует положительный или отрицательный эффект, получаемый за счет соответствующего значения его дифференциала. При положительном значении дифференциала любой прирост коэффициента финансового левериджа будет вызывать еще больший прирост коэффициента рентабельности собственного капитала, а при отрицательном значении дифференциала прирост коэффициента финансового левериджа будет приводить к еще большему темпу снижения коэффициента рентабельности собственного капитала. Иными словами, прирост коэффициента финансового левериджа мультиплицирует еще больший прирост его эффекта (положительного или отрицательного в зависимости от положительной или отрицательной величины дифференциала финансового левериджа). Аналогично снижение коэффициента финансового левериджа будет приводить к обратному результату, снижая в еще большей степени его положительный или отрицательный эффект.

*Таким образом, при неизменном дифференциале коэффициент финансового рычага является главным генератором как возрастания суммы и уровня прибыли на собственный капитал, так и финансового риска потери этой прибыли. Аналогичным образом, при неизменном коэффициенте финансового рычага положительная или отрицательная динамика его дифференциала генерирует как возрастание суммы и уровня прибыли на собственный капитал, так и финансовый риск ее потери.*

Знание механизма воздействия финансового левериджа на уровень прибыльности собственного капитала и уровень финансового риска позволяет целенаправленно управлять как стоимостью, так и структурой капитала предприятия.

Если новое заимствование приносит предприятию увеличение уровня эффекта финансового рычага, то такое заимствование выгодно. Риск кредитора выражен величиной дифференциала: чем больше дифференциал, тем меньше риск; чем меньше дифференциал, тем больше риск.

Таким образом, не стоит любой ценой увеличивать плечо финансового рычага, необходимо регулировать его в зависимости от дифференциала.

Эффект финансового рычага можно также определить как изменение чистой прибыли на каждую обыкновенную акцию (в процентах), порождаемое данным изменением прибыли до уплаты процентов за кредит % и налогообложения. Такое восприятие эффекта финансового рычага характерно в основном для американской школы финансового менеджмента. Таким образом рассчитывают силу воздействия финансового рычага (*СВФР*):

$$СВФР = \frac{\Delta ЧП_A}{\Delta ВП_A}, \quad (7.4)$$

где  $\Delta ЧП_A$  – процентное изменение чистой прибыли на обыкновенную акцию;

$\Delta ВП_A$  – процентное изменение валовой прибыли, т.е. прибыли до уплаты процентов за кредит и налога на прибыль на одну обыкновенную акцию.

С помощью этой формулы отвечают на вопрос, на сколько процентов изменится чистая прибыль на каждую обыкновенную акцию при изменении на один процент валовой прибыли на одну обыкновенную акцию.

Формулу для расчета *СВФР* можно представить и в другом виде:

$$СВФР = \frac{ВП}{ВП - ПК} = 1 + \frac{ПК}{БП}, \quad (7.5)$$

где *ВП* – прибыль до уплаты процентов за кредит и налога на прибыль;

*ПК* – сумма процентов за кредит;

*БП* – прибыль до уплаты налога на прибыль.

*СВФР* показывает, во сколько раз прибыль до вычета процентов и налогов превосходит налогооблагаемую прибыль. Нижней границей коэффициента является единица. Чем больше относительный объем привлеченных предприятием заемных средств, тем больше выплачиваемая по ним сумма процентов, выше уровень финансового левериджа, более вариабельна чистая прибыль. Таким образом, повышение доли заемных финансовых ресурсов в общей сумме долгосрочных источников средств, что по определению равносильно возрастанию уровня финансового левериджа, при прочих равных условиях приводит к большей финансовой нестабильности, выражающейся в определенной непредсказуемости величины чистой прибыли.

Чем больше сумма процентов за кредит и чем меньше прибыль, тем больше сила воздействия финансового рычага и тем выше финансовый риск. В связи с этим:

1. Для банка возрастает риск непогашения кредита и процентов по нему.
2. Для инвестора увеличивается риск падения дивидендов.

3. Для компании в целом финансовый рычаг является потенциальной возможностью влиять на объем чистой прибыли и доходность собственного капитала.

Расчет *СВФР* не дает ответа на вопросы о безопасной величине и условиях заимствования, но позволяет оценить сопряженный эффект силы воздействия финансового и операционного рычага и установить величину совокупного риска, характерного для данного предприятия.

## 7.2. Эффект операционного рычага

**Операционный рычаг** присутствует в тех случаях, когда у фирмы есть постоянные операционные издержки – независимо от объемов производства.

Наличие в составе затрат любой суммы постоянных их видов приводит к тому, что при изменении объема реализации, сумма прибыли всегда изменяется еще более быстрыми темпами.

Иными словами, постоянные операционные затраты самим фактом своего существования вызывают непропорционально более высокое изменение суммы прибыли предприятия при любом изменении объема реализации продукции вне зависимости от размера предприятия, отраслевых особенностей и других факторов.

Рычаг работает и в обратную сторону – усиливает не только прибыли компании, но и ее убытки. В последнем случае убытки могут возникнуть в результате неожиданного падения объема продаж вследствие отказа потребителей покупать изделия данного предприятия (изготовителя).

**Действие операционного (производственного, хозяйственного) рычага проявляется в том, что любое изменение выручки от реализации всегда порождает более сильное изменение прибыли.**

Однако степень чувствительности прибыли к изменению выручки от реализации сильно различается на предприятиях, имеющих различное соотношение постоянных и переменных затрат. Соотношение постоянных и переменных затрат предприятия, позволяющее использовать механизм операционного рычага характеризуется **силой воздействия операционного рычага (СВОР)**.

В практических расчетах для определения силы воздействия операционного рычага применяют отношение так называемой маржинального дохода (*МД*) к прибыли (*П*).

$$СВОР = \frac{МД}{П} \quad (7.6)$$

Маржинальный доход (*МД*) представляет собой разницу между выручкой от реализации и переменными затратами, этот показатель в экономической литературе обозначается тоже как сумма покрытия. Жела-

тельно, чтобы маржинального дохода хватало не только на покрытие постоянных расходов, но и на формирование прибыли.

*СВОР* показывает на сколько процентов изменится прибыль при изменении выручки на 1 процент.

Сила воздействия операционного рычага всегда рассчитывается для **определенного объема продаж, для данной выручки от реализации. При изменении** выручки от реализации изменяется и сила воздействия операционного рычага. Сила воздействия операционного рычага в значительной степени зависит от среднеотраслевого уровня фондоемкости: чем больше стоимость основных средств, тем больше постоянные затраты.

Вместе с тем, эффект операционного рычага поддается контролю именно на основе учета зависимости силы воздействия рычага от величины постоянных затрат: чем больше постоянные затраты (*Пост<sub>з</sub>*) и чем меньше прибыль, тем сильнее действует операционный рычаг.

При снижении доходов предприятия постоянные затраты уменьшить сложно. Это означает, что высокий удельный вес постоянных затрат в общей их сумме свидетельствует об ослаблении гибкости предприятия. В случае необходимости выйти из своего бизнеса и перейти в другую сферу деятельности, круто диверсифицироваться предприятию будет весьма сложно и в организационном, и особенно в финансовом смысле.

Повышенный удельный вес постоянных затрат усиливает действие операционного рычага, и снижение деловой активности предприятия выливается в умноженные потери прибыли. Остается утешаться тем, что если выручка наращивается все-таки достаточными темпами, то при сильном операционном рычаге предприятие хотя и платит максимальные суммы налога на прибыль, но имеет возможность выплачивать солидные дивиденды и обеспечивать финансирование развития.

Поэтому можно сказать, что сила воздействия операционного рычага указывает на степень предпринимательского риска, связанного с данной фирмой: чем выше значение силы воздействия производственного рычага, тем больше предпринимательский риск, связанный с деятельностью данного предприятия.

Действие эффекта связано с неодинаковым влиянием постоянных и переменных издержек на финансовый результат при изменении объема производства продукции (продаж).

Соотношение между постоянными и переменными издержками у предприятия, которое использует механизм производственного рычага с различной интенсивностью воздействия на прибыль, выражают коэффициентом данного рычага. Его определяют по формуле:

$$K_{np} = \frac{Пост_з}{З}, \quad (7.7)$$

где  $K_{np}$  – коэффициент производственного (операционного) рычага;

$Z$  – общие затраты

Чем выше значение этого коэффициента, тем в большей степени предприятие способно ускорить темпы прироста прибыли по отношению к темпам прироста объема производства (продаж). Другими словами, при идентичных темпах прироста объема производства продукции предприятие, которое имеет более весомый коэффициент производственного рычага (при прочих равных условиях), всегда будет в большей степени увеличивать сумму прибыли по сравнению с предприятиями с более низким значением этого коэффициента.

Конкретное соотношение прироста суммы прибыли и величины объема производства (продаж), достигаемое при установленном значении коэффициента производственного рычага, характеризуют параметром «эффект производственного рычага».

Стандартная формула для вычисления этого показателя имеет вид:

$$\text{ЭПР} = \frac{\Delta\Pi}{\Delta\text{ОП}}, \quad (7.8)$$

где  $\text{ЭПР}$  – эффект производственного рычага;

$\Delta\Pi$  — темп прироста прибыли;

$\Delta\text{ОП}$  – темп прироста объема производства (продаж).

Устанавливая тот или иной темп прироста объема производства, всегда можно вычислить, в каких размерах возрастает масса прибыли при сложившемся на предприятии значении коэффициента производственного рычага.

Положительное воздействие операционного рычага начинает проявляться лишь после того как предприятие преодолело точку безубыточности своей деятельности.

**Порог рентабельности** – это такая выручка от реализации, при которой предприятие уже не имеет убытков, но еще не имеет и прибылей. Маржинального дохода хватает на покрытие постоянных затрат, и прибыль равна нулю.

Порог рентабельности ( $\text{ПР}$ ) можно рассчитывать следующим образом:

$$\text{ПР} = \frac{\text{Пост.З}}{K_{\text{МД}}} = \frac{\text{ПостЗ}}{\text{МД}/B}, \quad (7.9)$$

где  $K_{\text{МД}}$  – коэффициент маржинального дохода, доля маржинального дохода в выручке от реализации;

$B$  – выручка от реализации.

Определив, какому количеству производимых товаров соответствует, при данных ценах реализации, порог рентабельности, можно рассчитать пороговое (критическое) значение объема производства (в штуках и т.п.) (ПКТ). Ниже этого количества предприятию производить невыгодно. Пороговое значение находится по формуле:

$$ПКТ = \frac{ПР_{\text{данного товара}}}{\text{Цена реализации}} \quad (7.10)$$

После преодоления точки безубыточности, чем выше сила воздействия ОР, тем большей силой воздействия на прирост прибыли будет обладать предприятие, наращивая объем реализации продукции.

Наибольшее положительное воздействие ОР достигается в поле, максимально приближенном к точке безубыточности.

Пользуясь операционным рычагом можно выбирать наиболее эффективную финансовую политику предприятия.

Ключевыми элементами операционного анализа служат: операционный рычаг, порог рентабельности и запас финансовой прочности предприятия.

**Запас финансовой прочности предприятия (ЗФП)** – это разница между достигнутой фактической выручкой от реализации и порогом рентабельности. Если выручка от реализации опускается ниже порога рентабельности, то финансовое состояние предприятия ухудшается, образуется дефицит ликвидных средств:

$$ЗФП = В - ПР \quad (7.11)$$

Относительный размер запаса финансовой прочности в процентах устанавливают по формуле:

$$ЗФП_{\text{в процентах}} = \frac{ЗФП}{В} \times 100\% . \quad (7.12)$$

Запас финансовой прочности тем выше, чем ниже сила воздействия операционного рычага.

$$ЗФП = \frac{В}{СВОР} . \quad (7.13)$$

### 7.3. Совокупный риск

Различают два вида риска, связанного с деятельностью предприятия: предпринимательский (деловой) и финансовый.

Сумма предпринимательского и финансового рисков представляет собой совокупный (производственно-финансовый) риск предприятия.

Под совокупным риском фирмы понимают изменчивость величины прибыли на одну акцию.

Совокупный риск равен сумме делового и финансового рисков.

Предпринимательский (деловой) риск в конкретной сфере деятельности вызывают следующие факторы:

- неустойчивость спроса и цен на готовую продукцию и на материальные и топливно-энергетические ресурсы, а также тарифов на транспортные услуги;
- не всегда имеющаяся возможность перекрыть ценой издержки производства и обращения и обеспечить предприятию требуемую норму прибыли;
- различная сила воздействия производственного рычага (*СВОР*).

Сила воздействия производственного рычага зависит от доли постоянных расходов в суммарных издержках и от величины выручки от реализации. Если уровень постоянных издержек предприятия высок и не снижается в период падения спроса на продукцию, то снижение прибыли многократно выше по сравнению с выручкой от реализации, т. е. возрастает предпринимательский риск.

Влияние эффекта финансового рычага (*ЭФР*) генерирует финансовый риск, который возникает в случае:

- неустойчивости финансовых условий кредитования заемщиков (особенно при колебаниях рентабельности активов);
- неуверенности владельцев обыкновенных акций в получении приземлемых дивидендов при банкротстве предприятия-эмитента с высоким уровнем заемных средств в пассиве баланса (свыше 50%).

Следовательно, предпринимательский и финансовый риски тесно связаны на основе взаимодействия эффектов производственного и финансового рычагов.

Чем больше сила воздействия производственного рычага, тем более чувствительна общая прибыль к изменению выручки от реализации продукции. С другой стороны, чем выше уровень эффекта финансового рычага, тем более чувствительна чистая прибыль, приходящаяся на одну обыкновенную акцию, к изменению валовой прибыли.

Таким образом уровень сопряженного эффекта операционного и финансового рычагов (*СЭ ОФР*) определяют по формуле:

$$СЭ ОФР = СВОР \times СВФР. \quad (7.14)$$

Результаты вычисления по этой формуле указывают на уровень **совокупного риска**, связанного с предприятием, и отвечают на вопрос, на сколько процентов изменится чистая прибыль на акцию при изменении объема продаж (выручки от реализации) на один процент.

Таким образом, задача снижения совокупного риска, связанного с предприятием, сводится главным образом к выбору одного из трех вариантов:

1. Высокий уровень эффекта финансового рычага в сочетании со слабой силой воздействия операционного рычага,

2. Низкий уровень эффекта финансового рычага в сочетании с сильным операционным рычагом.

3. Умеренные уровни эффектов финансового и операционного рычагов – и этого варианта часто бывает труднее всего добиться.

В самом общем случае критерием выбора того или иного варианта максимум курсовой стоимости акции при достаточной безопасности инвесторов. Рациональная структура капитала – это результат компромисса между риском и доходностью. Если равновесие между этими параметрами достигнуто, оно должно принести собственнику желаемую максимизацию курсовой стоимости акций.

### **Контрольные вопросы**

1. Что такое условно-переменные и условно – постоянные расходы предприятия. Объясните принцип разделения затрат.

2. Что такое производственный рычаг, как на практике проявляется его эффект?

3. Что такое финансовый рычаг, как на практике проявляется его эффект.

4. Охарактеризуйте виды леввериджа и их значение для регулирования величины финансовых результатов.

5. Существует ли взаимосвязь между различными видами леввериджа?

6. Какие компании могут позволить себе относительно высокий уровень финансового рычага?

7. Какие основные факторы влияют на величину критического объема продаж и в каком направлении имеет место дано влияние?

8. Какова сущность анализа безубыточности на предприятии.

9. Что такое резервный заемный потенциал, с какими видами риска и леввериджа связано это понятие?

### **Задачи и ситуации**

1. С целью диверсификации своей деятельности и получения дополнительной прибыли компания планирует крупные инвестиции. Обсуждаются альтернативные проекты приобретения небольшой авиационной компании и строительства технологической линии по переработке сельскохозяйственной продукции. Какие виды риска необходимо учесть в данном случае?

2. Предположим, что руководство компании обсуждает вопрос о целесообразности повышения уровня финансового рычага. Предложите какими способами теоретически это можно сделать. Приведите аргументы за и против в отношении обсуждаемого вопроса если вы а) собственник компании, б) входите в состав высшего управленческого состава, в) кредитор.

3. Как вы считаете может ли и при каких условиях выплата дивидендов оказать влияние на уровень левериджа. Если да, то какой леверидж подвержен влиянию данного фактора?

4. Подумайте, в чем заключаются позитивные и негативные потенциалы операционного и финансового рычагов.

5. Если условно-постоянные годовые расходы в компании равны 12 000 руб., отпускная цена единицы продукции 16 руб., переменные расходы на единицу продукции 10 руб., то какой критический объем продаж в натуральных единицах. Как изменится значение этого показателя, если:

- условно-постоянные расходы увеличатся на 15%;
- отпускная цена возрастет на 2 руб.;
- переменные расходы вырастут на 10%,;
- изменятся в заданных пропорциях все три фактора.

6. Приведите примеры, когда две компании имеют:

- одинаковый уровень операционного левериджа и различный уровень финансового левериджа;
- одинаковый уровень финансового левериджа и различный уровень операционного.

7. Определите критический объем продаж в натуральных и стоимостных единицах, если совокупные постоянные расходы и маржинальный доход составляют 2400 и 3000 соответственно, количество услуг – 60 при стоимости одной услуги 100.

### **Тесты**

*1. При возрастании силы воздействия финансового рычага степень финансового риска данного предприятия*

- 1) понижается;
- 2) повышается;
- 3) не изменяется;
- 4) может повышаться или понижаться в зависимости от доли заемных средств в капитале предприятия.

*2. Приращение к рентабельности собственных средств, получаемое благодаря использованию кредита, несмотря на его платность – это эффект*

- 1) коммерческого рычага;

- 2) операционного рычага;
- 3) финансового рычага;
- 4) финансовой прочности.

3. Если заемные средства не привлекаются, то эффект финансового рычага равен

- 1) 0;
- 2) 0,24;
- 3) 0,76;
- 4) 1.

4. Более высокое значение показателя операционного рычага характерно для предприятий с

- 1) низким уровнем технической оснащенности;
- 2) относительно более высоким уровнем технической оснащенности;
- 3) высокими удельными переменными расходами;
- 4) высокими условно-постоянными расходами.

5. Запас финансовой прочности определяется как

- 1) разность выручки от реализации и порога рентабельности;
- 2) частное от деления выручки от реализации на порог рентабельности;
- 3) произведение выручки от реализации на порога рентабельности;
- 4) разность выручки от реализации и маржинального дохода.

6. Определить величину прибыли, если выручка от продаж 6000 тыс. руб., маржинальный доход 3500 тыс. руб., постоянные затраты 1500 тыс. руб.

- 1) 1000 тыс. руб.;
- 2) 2500 тыс. руб.;
- 3) 2000 тыс. руб.;
- 4) 4500 тыс. руб.

## Тема 8. ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА

**Дивиденды** представляют собой денежный доход акционеров и в определенной степени сигнализируют им о том, что коммерческая организация, в акции которой они вложили деньги, работает успешно.

Основной целью разработки дивидендной политики является установление необходимой пропорциональности между текущим потреблением прибыли собственниками и будущим ее ростом, увеличивающим рыночную стоимость предприятия и обеспечивающим стратегическое его развитие.

**Дивидендная политика** представляет собой составную часть общей политики управления прибылью, заключающуюся в оптимизации пропорций между потребляемой и капитализируемой ее частями с целью увеличения рыночной стоимости предприятия.

Величина дивиденда несомненно влияет на стоимость акций предприятия. Чем выше ожидаемый дивиденд, и чем больше темп его прироста, тем больше внутренняя стоимость акции предприятия. Но простое наращивание величины дивиденда не всегда оправданно с практической точки зрения.

1. Выплата дивидендов предполагает, что в настоящий момент времени предприятие имеет в своем распоряжении крупную сумму свободных наличных денег – а это далеко не всегда так.

2. Выплата дивидендов уменьшает возможности рефинансирования прибыли, что с долгосрочной перспективой может отрицательно влиять на прибыль компании.

Существует три основных подхода к формированию дивидендной политики, каждому из этих подходов соответствует определенный *тип дивидендной политики*. Соответствие подходов и типов представлено в табл. 8.1.

1) **Остаточная политика дивидендных выплат** предполагает, что фонд выплаты дивидендов образуется после того, как за счет прибыли удовлетворена потребность в формировании собственных финансовых ресурсов, обеспечивающих в полной мере реализацию инвестиционных возможностей предприятия.

Если по имеющимся инвестиционным проектам уровень внутренней ставки доходности превышает средневзвешенную стоимость капитала (или другой избранный критерий, например, коэффициент финансовой рентабельности), то основная часть прибыли должна быть направлена на реализацию таких проектов, так как она обеспечит высокий темп роста капитала (отложенного дохода) собственников. **Преимуществом** политики этого типа является обеспечение высоких темпов развития предприятия, повышение его финансовой устойчивости. **Недос-**

**так** же этой политики заключается в нестабильности размеров дивидендных выплат, полной непредсказуемости формируемых их размеров в предстоящем периоде и даже отказ от их выплат в период высоких инвестиционных возможностей, что отрицательно сказывается на формировании уровня рыночной цены акций. Такая дивидендная политика используется обычно лишь на ранних стадиях жизненного цикла предприятия, связанных с высоким уровнем его инвестиционной активности.

Таблица 8.1

**Подходы и типы дивидендных политик**

Определяющий подход к формированию дивидендной политики	Варианты используемых типов дивидендной политики
1. <i>Консервативный подход</i>	1. Остаточная политика дивидендных выплат. 2. Политика стабильного размера дивидендных выплат
11. <i>Умеренный (компромиссный) подход</i>	3. Политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды
111. <i>Агрессивный подход</i>	4. Политика стабильного уровня дивидендов. 5. Политика постоянного возрастания размера дивидендов

**2) Политика стабильного размера дивидендных выплат** предполагает выплату неизменной их суммы на протяжении продолжительного периода (при высоких темпах инфляции сумма дивидендных выплат корректируется на индекс инфляции). **Преимуществом** этой политики является ее надежность, которая создает чувство уверенности у акционеров в неизменности размера текущего дохода вне зависимости от различных обстоятельств, определяет стабильность котировки акций на фондовом рынке. **Недостатком** же этой политики является ее слабая связь с финансовыми результатами деятельности предприятия, в связи с чем в периоды неблагоприятной конъюнктуры и низкого размера формируемой прибыли инвестиционная деятельность может быть сведена к нулю.

Для того, чтобы избежать этих негативных последствий стабильный размер дивидендных выплат устанавливается обычно на относительно низком уровне, что и относит данный тип дивидендной политики к категории консервативной, снижающей риск падения финансовой устойчивости предприятия из-за недостаточных темпов прироста собственного капитала.

**3) Политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды** (или политика „экстра-дивиденда“) по весьма распространенному мнению представляет собой наиболее взвешенный ее тип. Ее *преимуществом* является стабильная гарантированная выплата дивидендов в минимально предусмотренном размере (как в предыдущем случае) при высокой связи с финансовыми результатами деятельности предприятия, позволяющей увеличивать размер дивидендов в периоды благоприятной хозяйственной конъюнктуры, не снижая при этом уровень инвестиционной активности. Такая дивидендная политика дает наибольший эффект на предприятиях с нестабильным в динамике размером формирования прибыли. Основной *недостаток* этой политики заключается в том, что при продолжительной выплате минимальных размеров дивидендов инвестиционная привлекательность акций компании снижается и соответственно падает их рыночная стоимость, кроме того, если в течение нескольких благоприятных лет экстра-дивиденд выплачивался, то при его отмене акционеры негативно на это реагируют.

**4) Политика стабильного уровня дивидендов** предусматривает установление долгосрочного нормативного коэффициента дивидендных выплат по отношению к сумме прибыли (или норматива распределения прибыли на потребляемую и капитализируемую ее части). Т.е. ( $Див/прибыль = const$ ). *Преимуществом* этой политики является простота ее формирования и тесная связь с размером формируемой прибыли. В то же время основным ее *недостатком* является нестабильность размеров дивидендных выплат на акцию, определяемая нестабильностью суммы формируемой прибыли. Эта нестабильность вызывает резкие перепады в рыночной стоимости акций по отдельным периодам, что препятствует максимизации рыночной стоимости предприятия в процессе осуществления такой политики (она сигнализирует о высоком уровне риска хозяйственной деятельности данного предприятия). Даже при высоком уровне дивидендных выплат такая политика не привлекает обычно инвесторов (акционеров), избегающих риска. Только зрелые компании со стабильной прибылью могут позволить себе осуществление дивидендной политики этого типа; если размер прибыли существенно варьирует в динамике, эта политика генерирует высокую угрозу банкротства.

**5. Политика постоянного возрастания размера дивидендов** (осуществляемая под девизом – «никогда не снижай годовой дивиденд») предусматривает стабильное возрастание уровня дивидендных выплат в расчете на одну акцию. Возрастание дивидендов при осуществлении такой политики происходит, как правило, в твердо установленном проценте прироста к их размеру в предшествующем периоде. *Пре-*

**имуществом** такой политики является обеспечение высокой рыночной стоимости акций компании и формирование положительного ее имиджа у потенциальных инвесторов при дополнительных эмиссиях. *Недостатком* же этой политики является отсутствие гибкости в ее проведении и постоянное возрастание финансовой напряженности – если темп роста коэффициента дивидендных выплат возрастает (т.е. если фонд дивидендных выплат растет быстрее, чем сумма прибыли), то инвестиционная активность предприятия сокращается, а коэффициенты финансовой устойчивости снижаются (при прочих равных условиях). Поэтому осуществление такой дивидендной политики могут позволить себе лишь реально процветающие акционерные компании – если же эта политика не подкреплена постоянным ростом прибыли компании, то она представляет собой верный путь к ее банкротству.

Существует еще один тип дивидендной политики, который можно отнести к консервативному типу. Это методика выплаты дивиденда акциями предприятия. *Преимущества*: все нераспределенная прибыль поступает на развитие предприятия, появляется возможность стимулирования топ-менеджеров, наделяемых акциями, облегчается решение ликвидных проблем в неустойчивом положении. **Недостатком** является то, что ряд инвесторов может предпочесть деньги и начнет избавляться от акций, а это в конечном счете приведет к падению их курса.

Дивидендная политика формируется по следующим основным этапам:

1. *Оценка основных факторов, определяющих формирование дивидендной политики.*

1.1. Факторы, характеризующие инвестиционные возможности предприятия:

- стадия жизненного цикла компании;
- необходимость расширения акционерной компанией своих инвестиционных программ;
- степень готовности отдельных инвестиционных проектов с высоким уровнем эффективности.

1.2. Факторы, характеризующие возможности формирования финансовых ресурсов из альтернативных источников:

- достаточность резервов собственного капитала, сформированных в предшествующем периоде;
- стоимость привлечения дополнительного акционерного капитала;
- стоимость привлечения дополнительного заемного капитала;
- доступность кредитов на финансовом рынке;
- уровень кредитоспособности акционерного общества, определяемый его текущим финансовым состоянием.

1.3. Факторы, связанные с объективными ограничениями:

- уровень налогообложения дивидендов;
- уровень налогообложения имущества предприятий;
- достигнутый эффект финансового рычага;
- фактический размер получаемой прибыли и коэффициент рентабельности собственного капитала.

1.4. Прочие факторы:

- конъюнктурный цикл товарного рынка, участником которого является акционерная компания;
- уровень дивидендных выплат компаниями-конкурентами;
- неотложность платежей по ранее полученным кредитам;
- возможность утраты контроля над управлением компанией

2. *Выбор типа дивидендной политики* осуществляется в соответствии с финансовой стратегией акционерного общества с учетом оценки отдельных факторов.

3. *Механизм распределения прибыли* акционерного общества в соответствии с избранным типом дивидендной политики предусматривает такую последовательность действий:

- На первом этапе из суммы чистой прибыли вычитаются формируемые за ее счет обязательные отчисления в резервный и другие обязательные фонды специального назначения, предусмотренные уставом общества. «Очищенная» сумма чистой прибыли представляет собой так называемый «дивидендный коридор», в рамках которого реализуется соответствующий тип дивидендной политики.

- На втором этапе оставшаяся часть чистой прибыли распределяется на капитализируемую и потребляемую ее части. Если акционерное общество придерживается остаточного типа дивидендной политики, то в процессе этого этапа расчетов приоритетной задачей является формирование фонда производственного развития и наоборот.

- На третьем этапе сформированный за счет прибыли фонд потребления распределяется на фонд дивидендных выплат и фонд потребления персонала акционерного общества (предусматривающий дополнительное материальное стимулирование работников и удовлетворение их социальных нужд). Основой такого распределения является избранный тип дивидендной политики и обязательства акционерного общества по коллективному трудовому договору.

4. *Определение уровня дивидендных выплат* на одну простую акцию осуществляется по формуле:

$$Y_{дв} = \frac{\text{ФДВ} - \text{Выпл}_{ПА}}{\text{количество простых акций}}, \quad (8.1)$$

где  $\Phi ДВ$  – фонд дивидендных выплат, сформированный в соответствии с избранным типом дивидендной политики;

$Выпл_{ПА}$  – фонд выплат дивидендов владельцам привилегированных акций (по предусматриваемому их уровню);

5. Оценка эффективности дивидендной политики акционерного общества основывается на использовании следующих показателей:

а) **коэффициент дивидендных выплат**. Он рассчитывается по формулам:

$$K_{дв} = \frac{\Phi ДВ}{ЧП} \text{ или } K_{дв} = \frac{Д_A}{ЧП_A}, \quad (8.2)$$

где  $K_{дв}$  – коэффициент дивидендных выплат;

$ЧП$  – сумма чистой прибыли акционерного общества;

$Д_A$  – сумма дивидендов, выплачиваемых на одну акцию;

$ЧП_A$  – сумма чистой прибыли, приходящейся на одну акцию;

б) **коэффициент соотношения цены и дохода по акции**. Он определяется по формуле:

$$K_{ц/д} = \frac{РЦ_A}{Д_A}, \quad (8.3)$$

где  $РЦ_A$  – рыночная цена одной акции;

$Д_A$  – сумма дивидендов, выплаченных на одну акцию.

При оценке эффективности дивидендной политики могут быть использованы также показатели динамики рыночной стоимости акций.

### Контрольные вопросы

1. Что такое дивиденды?
2. Какие подходы в формировании дивидендной политики вы знаете? Охарактеризуйте их.
3. Охарактеризуйте различные методы выплаты дивидендов, формулируйте их позитивные стороны.
4. Какие факторы влияют на выбор вида дивидендной политики?
5. В каких формах может выплачиваться дивиденд по акциям?
6. Какие теории дивидендной политики вам известны. Дайте краткую характеристику каждой из них, выделите положительные и отрицательные моменты.
7. Какие подходы к формированию дивидендной политики вам известны, какие типы политик вы можете назвать в разрезе этих подходов.
8. Можно ли оценить эффективность дивидендной политики. Если да, то с помощью каких показателей можно это делать.

## Задачи и ситуации

1. Вы работаете финансовым менеджером одной из крупных компаний Приморского края. Какие основные цели в отношении дивидендной политики вы будете ставить перед собой, и как вы планируете их достигать? Составьте дерево решений (план мероприятий).

2. Подумайте, может ли налоговая политика государства влиять на дивидендную политику компаний? Обоснуйте свое мнение и приведите примеры.

3. Как вы считаете в чем состоит сигнальный эффект дивидендной политики?

4. Существуют ли различия в отношении источников выплаты дивидендов: а) определенные российским законодательством, б) известные в мировой практике.

5. Подумайте, какие цели ставит перед собой финансовый менеджер в отношении дивидендной политики и как эти цели достигаются. Составьте дерево целей.

6. Как вы считаете в чем состоит сигнальный эффект дивидендов?

7. Может ли налоговая политика государства влиять на дивидендную политику компании. Приведите примеры.

8. По итогам истекшего года компания получила достаточно большую прибыль, поэтому встал вопрос о ее распределении. Поставьте себя на место финансового менеджера и выступите со своими рекомендациями относительно распределения прибыли, аргументируйте свои предложения.

9. Компания «Первый» планирует получить в следующем году такую же прибыль как и в отчетном – 550 тыс руб. Анализируются варианты ее использования. Поскольку производственная деятельность компании достаточно эффективна, она может увеличить свою долю на рынке товаров, что в свою очередь приведет к увеличению общей рентабельности. наращивание объемов производства можно сделать за счет реинвестирования прибыли компании. В результате проведенного анализа экспертами были подготовлены следующие прогнозные данные о зависимости темпа роста прибыли и требуемой доходности от доли реинвестируемой прибыли:

Таблица 8.1

### Исходные данные

Доля реинвестированной прибыли, %	Достижимый темп роста прибыли, %	Требуемая акционерами норма прибыли, %
0	0	14
25	5	15
40	7	16

Какая политика реинвестирования прибыли наиболее оптимальна. Аргументируйте свое решение.

10. Имеются следующие данные о структуре собственного капитала компании «Лидер»:

Таблица 8.2

**Исходные данные**

Уставные капитал:	
– привилегированные акции	500
– обыкновенные акции (100 000 акций, номинал 20 руб.)	2000
Эмиссионный доход	750
Нераспределенная прибыль	680
Итого	3930

Вам как финансовому менеджеру необходимо принять решение о выплате дивидендов по обыкновенным акциям; источник выплат – нераспределенная прибыль. Руководство компании склоняется к решению выплатить дивиденды акциями. Дайте экономическую интерпретацию данного подхода. Изменится ли структура данного раздела баланса, если компания объявит о выплате дивидендов акциями в размере а) 5%, б) 15%, в) 20%. Для каждой ситуации представьте новую структуру собственного капитала, если текущая рыночная цена акций компании равна 32,8 руб.

11. Приведите аргументы «за» и «против» с позиции компании как самостоятельной хозяйственной единицы и собственников компании относительно возможных вариантов распределения прибыли.

12. По итогам истекшего год компания получила непредвиденно большую прибыль и имеет возможность выплатить солидные экс-дивиденды. Приведите положительные и отрицательные моменты такого решения.

**Тесты**

*1. Могут ли дивиденды выплачиваться в неденежной форме:*

- 1) да;
- 2) да, если это предусмотрено уставом общества;
- 3) да, если это рекомендовано директором общества;
- 4) нет.

2. Верно ли утверждение: «В рамках действующего законодательства величина дивидендов по итогам года может быть равной 0, даже вопреки желаниям акционеров»:

- 1) нет;
- 2) верно;
- 3) верно лишь на первые два года с момента регистрации общества.

3. Могут ли выплачиваться дивиденды по итогам года, если в отчетном году общество имело убыток:

- 1) да;
- 2) да, если есть решение совета директоров;
- 3) да, если есть решение собрания акционеров;
- 4) нет.

4. Источником выплаты дивидендов является:

- 1) чистая прибыль;
- 2) чистая прибыль отчетного года;
- 3) чистая прибыль и резервный капитал;
- 4) чистая прибыль и добавочный капитал.

5. Выплата дивидендов для акционерного общества:

- 1) является обязательной при отсутствии убытков прошлых лет;
- 2) является обязательной при получении прибыли в отчетном периоде;
- 3) является обязательной при любом финансовом результате;
- 4) не является обязательной.

6. В пробной балансе приведены следующие источники: (1) уставный капитал, (2) добавочный капитал, (3) резервный капитал, (4) нераспределенная прибыль прошлых лет, (5) прибыль отчетного года. Для начисления дивидендов могут быть использованы следующие из них:

- 1) все, кроме (1);
- 2) (3)+(5);
- 3) (4)+(5);
- 4) (5).

## Тема 9. УПРАВЛЕНИЕ ОБОРОТНЫМИ СРЕДСТВАМИ

Задача управления оборотными средствами состоит не в том, чтобы свести к абсолютному минимуму риски, связанные с коммерческой деятельностью, а в умелом балансировании между рисками:

- связанными с недостатком оборотных средств, угрозой срыва производственных планов из-за нехватки сырья и материалов или отсутствием возможности удовлетворить запросы потребителей продукции;
- обусловленными избытком оборотных средств, то есть замораживанием денежных средств в сырье, запасах готовой продукции и дебиторской задолженности.

Таблица 9.1

### Риски, связанные с оборотными активами

Расходы и риски, связанные с недостатком оборотных средств	Расходы и риски, связанные с избытком оборотных средств
<ul style="list-style-type: none"><li>• Задержки в снабжении сырьем и материалами и как следствие увеличение продолжительности производственного цикла и рост затрат</li><li>• Снижение объемов продаж из-за недостаточных запасов готовой продукции</li><li>• Дополнительные затраты на решение вопросов финансирования</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Запасы могут испортиться физически или морально устареть</li><li>• Рост расходов на хранение излишков запасов</li><li>• Должники могут отказаться платить или обанкротиться</li><li>• Более высокий налог на имущество</li><li>• Обесценивание вследствие инфляции</li></ul>

Оптимальный уровень оборотных средств позволяет максимизировать прибыль при приемлемом уровне ликвидности и коммерческого риска.

Целью управления оборотным капиталом является обеспечение текущей производственной деятельности предприятия и осуществление платежей по обязательствам, а также инвестирование временно свободных денежных средств для получения дополнительных внереализационных доходов.

Управление оборотным капиталом подразумевает управление как оборотными активами предприятия, так и финансированием, необходимым для поддержания должного уровня и структуры текущих активов.

**Каждая статья активов** должна иметь некоторый **источник покрытия**: можно приобрести актив, наращивающий имущественный

потенциал компании, только в том случае, когда одновременно возникает источник в виде обязательства (задолженности) расплатиться в будущем.

Теоретически предполагается, что **оборотные средства** покрываются из двух источников:

- *собственного капитала*, т.е. долгосрочной задолженности перед владельцами компании;
- *краткосрочных пассивов*, т.е. краткосрочной задолженности, требующей своего погашения по крайней мере в течение года.

Именно последний источник, чаще всего, играет главную роль в финансировании оборотных средств. Из-за этой особенности их анализ, как правило, предполагает учет и краткосрочных пассивов.

Тесно взаимосвязанные и взаимообусловленные задачи комплексного оперативного управления текущими активами и текущими пассивами предприятия сводятся:

- к ускорению оборачиваемости оборотных средств;
- выбору источников их финансирования;
- выбору наиболее подходящего для предприятия типа политики комплексного управления текущими активами и текущими пассивами, т.е. работающим капиталом.

Оборотные средства и политика в отношении управления этими средствами важны прежде всего с позиции обеспечения непрерывности и эффективности текущей деятельности предприятия. Поскольку во многих случаях изменение величины оборотных активов сопровождается и изменением краткосрочных пассивов, оба эти понятия рассматриваются как правило совместно в рамках политики управления чистым оборотным капиталом.

## 9.1. Чистый оборотный капитал

**Чистый оборотный капитал (ЧОК)** предприятия это разница между текущими активами и текущими пассивами. Его еще называют работающим, рабочим капиталом, а в традиционной терминологии – **собственными оборотными средствами предприятия (СОС)**.

Чистый оборотный капитал можно подсчитывать по балансу двумя способами: «снизу» и «сверху»

При подсчете снизу ЧОК это часть оборотных средств, которая покрывается собственными средствами и долгосрочными обязательствами

$$\text{ЧОК} = \text{оборотные активы} - \text{краткосрочные пассивы}. \quad (9.1)$$

При подсчете сверху ЧОК – это величина долгосрочных средств, которая остается на финансирование оборотных средств.

$ЧОК = \text{постоянный капитал} - \text{внеоборотные активы} = (\text{собственный капитал} + \text{долгосрочный заемный капитал}) - \text{внеоборотные активы}$

По величине  $ЧОК$  можно судить, достаточно ли у предприятия постоянных ресурсов (собственных средств и долгосрочных займов) для финансирования постоянных активов (основных средств), т.е. покрываются ли внеоборотные активы такими стабильными, надежными источниками, каковыми являются собственные средства предприятия и полученные им долгосрочные кредиты.

$ЧОК > 0$ . Это означает, что предприятие генерирует больше постоянных ресурсов, чем это необходимо для финансирования постоянных активов. Этот излишек может служить для покрытия других нужд предприятия. Такая ситуация благоприятна для предприятия. Разумнее всего финансировать постоянные активы именно постоянными пассивами.

$ЧОК < 0$ . Это означает, что предприятию не хватает ресурсов для финансирования внеоборотных активов. Ситуация неблагоприятная, но не катастрофическая для предприятия.

Если масштабные инвестиции в основные средства еще не успели окупиться, то при хорошей перспективе проекта можно говорить о временном недостатке  $СОС$ , который со временем исчезнет: — нераспределенная прибыль увеличит капитал предприятия. Если недостаток оборотных средств наблюдается из года в год, то ситуация более рискованная.

*Управление чистым оборотным капиталом подразумевает оптимизацию его величины, структуры, значений его компонентов.*

Что касается величины  $ЧОК$ , то обычно разумный ее рост рассматривается как положительная тенденция. Однако могут быть и исключения, например, рост за счет безнадежных дебиторов вряд ли может удовлетворить финансового менеджера.

С позиции факторного анализа принято выделять такие компоненты  $ЧОК$  как производственные запасы, дебиторскую задолженность, денежные средства и краткосрочные пассивы, т.е. анализ основывается на следующей модели:

$$ЧОК = OA - KO = \text{Запасы} + ДЗ + ДС - КО, \quad (9.2)$$

где  $OA$  – оборотные активы;

$KO$  – краткосрочные обязательства;

$ДЗ$  – дебиторская задолженность;

$ДС$  – денежные средства.

В модели безусловно важны все компоненты, однако с позиции эффективного управления особую роль играют оборотные активы, поскольку именно они служат обеспечением задолженности.

В запасы сырья и готовой продукции вложены деньги. Пока сырье не трансформировалось в готовую продукцию, а готовая продукция – в деньги на счете, запасы уже самим своим существованием порождают потребность в финансировании;

В дебиторской задолженности тоже воплощена потребность в оборотных средствах. Пока товар не произведен, не складирован, не отгружен и не оплачен покупателем, эта потребность требует соответствующего удовлетворения;

Денежные средства и их эквиваленты – наиболее ликвидная часть оборотного капитала, это деньги в кассе, на расчетных и депозитных счетах. К эквивалентам *ДС* относят краткосрочные финансовые вложения выбирать между ними не всегда просто; свободные денежные средства иметь хорошо, но издержки хранения временно свободных неиспользуемых средств гораздо выше, чем затраты, связанные с вложением денег в ценные бумаги

Краткосрочные пассивы – обязательства предприятия перед поставщиками, работниками, банками, государством и др., причем основной удельный вес приходится на краткосрочные кредиты банков и непоплаченные счета других предприятий.

При низком его значении производственная деятельность не поддерживается должным образом, отсюда – возможная потеря ликвидности, периодические сбои в работе и низкая прибыль. При некотором оптимальном уровне *ЧОК* и его компонентов прибыль становится максимальной, а любое отклонение нежелательно. Неоправданное повышение величины оборотных средств приведет к тому, что предприятие будет иметь временно свободные бездействующие оборотные активы, а также излишние издержки их финансирования, что приведет к снижению прибыли.

Следовательно, политика управления *ЧОК* должна обеспечить компромисс между риском потери ликвидности и эффективностью работы. Нужно решить две задачи:

1. обеспечение платежеспособности- при недостаточном уровне *ЧОК* предприятие может столкнуться с риском неплатежеспособности
2. обеспечение приемлемого объема, структуры и рентабельности активов.

Поиск компромисса между прибылью, риском потери ликвидности и состоянием оборотных средств и источников их покрытия предполагает знакомство с различными видами риска. Риск потери ликвидности или снижения эффективности, обусловленный изменениями в текущих активах, принято называть левосторонним, поскольку эти активы размещены в левой части баланса. Подобный риск, но обусловленный изменениями в обязательствах, по аналогии называют правосторонним.

Можно выделить следующие явления, потенциально несущие в себе **левосторонний риск**.

**1. Недостаточность денежных средств.** Предприятие должно иметь денежные средства для ведения текущей деятельности, на случай непредвиденных расходов и на случай вероятных эффективных капиталовложений. Нехватка денежных средств в нужный момент связана с риском прерывания производственного процесса, возможным невыполнением обязательств либо с потерей возможной дополнительной прибыли.

**2. Недостаточность собственных кредитных возможностей.** При продаже товаров в кредит покупатели могут оплатить их в течение нескольких дней или даже месяцев, в результате чего на предприятии образуется дебиторская задолженность. С одной стороны, рост дебиторской задолженности свидетельствует об увеличении потенциальных доходов и повышении ликвидности. С другой стороны, неоправданная дебиторская задолженность представляет собой иммобилизацию собственных оборотных средств, а превышение ею некоторого предела может также привести к потере ликвидности и остановке производства.

**3. Недостаточность производственных запасов.** Предприятие должно располагать достаточным количеством сырья и материалов для проведения эффективного процесса производства; готовой продукции должно хватать для выполнения всех заказов и т.д. Неоптимальный объем запасов связан с риском дополнительных издержек или остановки производства.

**4. Излишний объем текущих активов.** Поскольку величина активов напрямую связана с издержками финансирования, то поддержание излишних активов сокращает доходы. Возможны различные причины образования излишних активов: неходовые и залежалые товары, привычка «иметь про запас» и другие.

К наиболее существенным явлениям, потенциально несущим в себе **правосторонний риск**, относятся следующие:

**1. Высокий уровень кредиторской задолженности.** Когда предприятие приобретает производственно-материальные запасы в кредит, образуется кредиторская задолженность, с определенными сроками погашения. Возможно, что предприятие купило запасов в большем количестве, чем ему необходимо в ближайшем будущем и следовательно при значительном размере кредита и с бездействующими чрезмерными запасами, предприятие не будет иметь достаточный запас денежных средств, чтобы оплатить счета, что в свою очередь ведет к невыполнению обязательств.

**2. Неоптимальное сочетание между краткосрочными и долгосрочными источниками заемных средств.** Источниками покрытия

текущих активов являются как краткосрочная кредиторская задолженность, так и постоянный капитал. Несмотря на то, что долгосрочные источники, как правило, дороже, в некоторых случаях именно они могут обеспечить меньший риск ликвидности и большую суммарную эффективность.

**3. Высокая доля долгосрочного заемного капитала.** В стабильно функционирующей экономике этот источник средств является сравнительно дорогим. Относительно высокая доля его в общей сумме источников средств требует и больших расходов по его обслуживанию, т.е. к уменьшению прибыли. Это – обратная сторона медали: чрезмерная краткосрочная кредиторская задолженность повышает риск потери ликвидности, а чрезмерная доля долгосрочных источников – риск снижения рентабельности.

## 9.2. Текущие финансовые потребности

Еще один показатель, который характеризует эффективность управления оборотным капиталом – это **текущие финансовые потребности ТФП**.

В общем виде текущие финансовые потребности предприятия (ТФП) определяются разницей между текущими активами (без денежных средств) ( $ТА_{без\ ДС}$ ) и текущими пассивами (ТП):

$$ТФП = ТА_{без\ ДС} - ТП. \quad (9.3)$$

В процессе анализа удобно разделять ТФП, связанные с операционной (реализационной) деятельностью предприятия ( $ТФП_{оп}$ , и  $ТФП_{вне\ оп}$  внеоперационного (внеоперационного) характера:

$$ТФП = ТФП_{оп} + ТФП_{внеоп} \quad (9.4)$$

*ТФП операционного характера* представляют собой разницу между средствами в производственных запасах, готовой продукции и в дебиторской задолженности, с одной стороны, и суммой кредиторской задолженности, с другой стороны:

$$ТФП_{оп} = \text{Запасы сырья и готовой продукции} + \text{Дебиторская задолженность (долговые права)} - \text{Кредиторская задолженность (долговые обязательства)}.$$

Если операционные финансовые потребности больше нуля, то текущие потребности в финансировании неденежных оборотных активов превышают имеющиеся краткосрочные ресурсы собственного происхождения.

Если операционные финансовые потребности меньше нуля, то краткосрочные ресурсы собственных и внутренних источников превы-

шают текущие потребности в финансировании неденежных оборотных активов.

Большинство промышленных предприятий имеют положительное значение  $ТФП_{он}$ , так как у них содержатся довольно значительные запасы сырья и готовой продукции и немалая часть средств иммобилизована в дебиторскую задолженность.

$ТФП_{внон}$  рассчитываются по остальным позициям оборотных активов и текущей задолженности:

$ТФП_{внон} = \text{Краткосрочные финансовые вложения} + \text{Прочие оборотные активы} - \text{Краткосрочные кредиты и займы} - \text{Другие краткосрочные обязательства, не вошедшие в кредиторскую задолженность.}$

Разделение  $ТФП$  на операционную часть и внереализационную часть полезно, чтобы знать, вследствие чего достигается финансовое равновесие предприятия: за счет основной хозяйственной деятельности или за счет финансовых операций.

Для предприятия благоприятно снижать  $ТФП$ , вплоть до превращения их в отрицательную величину. Следовательно, *благоприятно* получение отсрочек платежа от поставщиков (коммерческий кредит), от работников предприятия (если имеет место задолженность по зарплате), от государства (если в краткосрочном периоде есть задолженность по уплате налогов) и т. д. Отсрочки платежа дают источник финансирования, порождаемый самим эксплуатационным циклом.

В то же время *неблагоприятно* замораживание определенной части средств в запасах (резервных и текущих запасах сырья, запасах готовой продукции). Это порождает первостепенную потребность предприятия в финансировании. Неблагоприятно предоставление неоправданных отсрочек платежа клиентам.

В теории финансового менеджмента выделяют 3 модели финансирования текущих активов:

- агрессивная;
- консервативная;
- компромиссная.

1. В основу трех моделей положены способы финансирования текущих активов долгосрочными пассивами.

2. В качестве критериев определения типа модели используются следующие:

3. какими источниками финансируются текущие активы;
4. какие активы финансируются постоянными пассивами;
5. какова величина чистого оборотного капитала.

Введем обозначения:

$ВА$  – внеоборотные активы;

$TA$  – текущие активы ( $TA = CЧ + ВЧ$ );  
 $CЧ$  – системная часть текущих активов;  
 $ВЧ$  – варьирующаяся часть текущих активов;  
 $КП$  – краткосрочные пассивы (кредиторская задолженность и краткосрочные кредиты и займы);

$ДП$  – долгосрочные пассивы (собственный капитал и долгосрочные кредиты и займы).

$ЧОК$  – чистый оборотный капитал.

*Агрессивная модель* означает, что долгосрочные пассивы служат источниками покрытия внеоборотных активов и, примерно, половины величины постоянных оборотных активов, т.е. половины системной части оборотных активов. Базовое балансовое уравнение (модель) будет иметь вид:

$$ДП \approx ВА + 0,5CЧ, \quad (9.5)$$

а чистый оборотный капитал равен:

$$ЧОК \approx 0,5CЧ. \quad (9.6)$$

Другая половина системной величины текущих активов и вся их варьирующаяся часть покрываются, следовательно, краткосрочной задолженностью.

С позиции финансовой устойчивости эта стратегия весьма рискованна, поскольку компания вынуждена постоянно искать источники финансирования своих текущих потребностей.

Таким образом, признаками агрессивной модели являются следующие:

- $ЧОК \approx 0,5CЧ$  текущих активов;
- половина  $CЧ$  и вся варьирующаяся часть покрываются краткосрочной задолженностью;
- внеоборотные активы и половина системной части  $TA$  покрываются долгосрочными пассивами.

*Консервативная модель* предполагает, что вся системная часть и некоторая величина (например, половина) варьирующейся части текущих активов покрываются долгосрочными пассивами.

В этом случае краткосрочная задолженность очень мала или даже отсутствует, риск потери финансовой устойчивости близок к нулю

Эта стратегия предполагает установление долгосрочных пассивов на уровне, задаваемом следующим базовым балансовым уравнением:

$$ДП \approx ВА + CЧ + 0,5ВЧ. \quad (9.7)$$

Соответственно, чистый оборотный капитал

$$ЧОК \approx TA - 0,5ВЧ = CЧ + 0,5ВЧ. \quad (9.8)$$

Признаками консервативной модели будут следующие:

- $ЧОК \approx ТА - 0,5ВЧ$ ;
- долгосрочными пассивами покрываются почти все  $ТА$ , за исключением некоторой величины варьирующей части;
- краткосрочная задолженность стремится к нулю

Компромиссная модель – наиболее взвешенная и оптимальная. В этом случае внеоборотные активы и системная часть текущих активов покрываются долгосрочными пассивами.

Чистый оборотный капитал равен по величине системной части текущих активов ( $ЧОК \approx СЧ$ ).

Эта стратегия предполагает установление долгосрочных пассивов на уровне, задаваемом следующим базовым балансовым уравнением (моделью):

$$ДП \approx ВА + СЧ. \quad (9.9)$$

Признаки компромиссной модели:

- $ЧОК \approx СЧ$ ;
- долгосрочные пассивы обеспечивают финансирование внеоборотных и системную часть оборотных активов;
- краткосрочная задолженность поддерживается на уровне варьирующей части  $ТА$ .

#### **Политики управления текущими активами и пассивами**

Каждой модели финансирования текущих активов соответствует определенный тип политики управления текущими активами:

- агрессивная политика
- консервативная политика
- компромиссная политика

Особенности типов политик управления текущими активами приведены в табл. 9.2.

Таблица 9.2

#### **Особенности политик управления текущими активами и пассивами**

Агрессивная политика	
Признаки	Нет ограничений в наращивании текущих активов ( $ТА$ ). Значительные запасы сырья и готовой продукции, высокая дебиторская задолженность. Высокий удельный вес $ТА$ в балансе
Следствия	Минимальный риск технической платежеспособности. Длительный период оборачиваемости оборотных средств. Низкая рентабельность активов

Консервативная политика	
Признаки	Жесткие ограничения по росту текущих активов. Предельно низкие значения денежных средств, дебиторской задолженности, запасов. Низкий удельный вес <i>ТА</i> в балансе
Следствия	Чрезмерный риск технической платежеспособности. Короткий период оборачиваемости оборотных средств. Высокая рентабельность активов
Компромиссная политика	
Признаки	Умеренные темпы роста <i>ТА</i> . Умеренные значения запасов, дебиторской задолженности, денежных средств. Средний удельный вес <i>ТА</i> в балансе
Следствия	Умеренный риск технической платежеспособности. Средний период оборачиваемости оборотных средств. Средняя рентабельность активов

### 9.3. Управление запасами

Запасы – это товары, приобретенные для перепродажи или используемые для производства других товаров с целью их дальнейшей перепродажи.

Для финансового менеджмента состав запасов не имеет решающего значения, важна сумма денежных средств, омертвленных в запасах в течение производственного цикла. Это позволяет объединить эти активы в одну группу.

Под **управлением** понимается контроль за состоянием запасов и принятие решений, нацеленных на экономию времени и средств за счет минимизации затрат по содержанию запасов, необходимых для своевременного выполнения производственной программы.

Цель системы управления запасами – обеспечение **бесперебойного производства продукции** в нужном количестве и в установленные сроки и достижение на основе этого **полной реализации** выпуска при минимальных расходах на содержание запасов.

**Запасы подразделяют на две основные группы:**

- товарно-материальные запасы (сырье и материалы);
- готовую продукцию на складе.

Эффективное управление товарно-материальными запасами (ТМЗ) позволяет:

- уменьшить производственные потери из-за дефицита материалов;
- ускорить оборачиваемость этой категории оборотных средств;
- свести к минимуму излишки товарно-материальных запасов, которые увеличивают стоимость операций и «замораживают» дефицитные денежные средства;
- снизить риск старения и порчи товаров;
- снизить затраты на хранение товарно-материальных запасов.

Запасы сырья предоставляют предприятию *свободу* в осуществлении закупок. Без них фирма вынуждена ограничить свою деятельность, закупая сырье и материалы в строгом соответствии с графиком производства. Запасы готовой продукции предоставляют предприятию *свободу* в составлении производственного плана и маркетинговых мероприятиях.

Необходимые запасы готовой продукции позволяют эффективно *удовлетворять потребительский спрос*. Если продукции определенного вида временно нет в запасе, то можно потерять нынешние и возможно будущие продажи этому покупателю. Все это заставляет фирму поддерживать указанные виды запасов.

Есть несколько **преимуществ** поддержания повышенного объема запасов: предприятие может получить экономию времени за счет возможности быстро наладить производство, свободу в осуществлении закупок и возможность быстро выполнять заказы. Предприятие при этом более *эластично*.

Однако существуют очевидные затраты: общие издержки по содержанию запасов, включая расходы на хранение и перевозку, а также упущенная выгода от средств, вложенных в избыточные запасы, могут быть весьма значительными. Дополнительный ущерб – угроза старения, естественной убыли, усушки и прочее. Поэтому предприятию следует воздерживаться от чрезмерных запасов.

В итоге, запасы должны увеличиваться до тех пор пока общая экономия превышает общие затраты по содержанию запасов.

Нормирование запасов представляет собой установление определенных нормативных значений запасов, которые создаются по следующим видам запасов:

- **текущий запас** – основной вид запаса, необходимый для бесперебойной работы предприятия между двумя очередными закупками.
- **страховой запас** – второй по величине вид запаса, создается на случай непредвиденных отклонений в снабжении и обеспечивает непрерывную работу предприятия, он обычно принимается в размере 50% текущего запаса;

- **транспортный запас** создается в случае превышения сроков грузооборота в сравнении со сроками документооборота на предприятиях, удаленных от поставщиков на значительные расстояния,

- **технологический запас** создается в случаях, когда сырье нуждается в предварительной обработке, не являющейся частью процесса производства;

- **подготовительный запас** связан с необходимостью приемки, разгрузки, сортировки и складирования.

**Метод ABC контроля** товарно-материальных запасов – это метод, в соответствии с которым управлению дорогими элементами товарно-материальных запасов уделяется больше внимания, чем дешевыми.

Согласно ABC-методу запасы сырья и материалов делятся на 3 категории по степени важности отдельных видов в зависимости от их удельной стоимости:

**Категория А** включает ограниченное количество наиболее ценных видов ресурсов, которые требуют постоянного и скрупулезного учета и контроля (возможно даже ежедневного).

**Категория В** составлена из тех видов товарно-материальных запасов, которые в меньшей степени важны для предприятия и которые оцениваются и проверяются при ежемесячной инвентаризации; для ТМЗ этой категории, как и категории А.

**Категория С** включает широкий ассортимент оставшихся малоценных видов товарно-материальных запасов, закупаемых обычно в большом количестве.

Концентрация в управлении на отдельных, наиболее ценных видах запасов позволит достичь наибольшей экономии денежных средств.

Классификация ABC-метода позволяет сосредоточиться на контроле только за наиболее важными видами запасов (категории А и В) и тем самым сэкономить время, ресурсы и повысить эффективность управления:

1. Основное внимание при контроле и управлении запасами должно быть уделено наиважнейшим видам запасов (А).

2. Дополнительно для категория В рекомендуется применять приемы вычисления наиболее экономичного (оптимального) размера заказа и оценивать страховой запас.

3. Контроль за остальными видами запасов может проводиться раз в месяц.

Основным и наиболее важным результатом использования ABC-метода является то, что сотрудники отдела снабжения предприятия могут сосредоточить основное внимание на управлении конкретными видами запасов. В силу того, что число этих видов запасов невелико, усилия по управлению товарно-материальными запасами будут, вероятнее всего, небольшими.

### Определение наиболее экономичного размера заказа

Затраты, которые несет предприятие в связи с запасами, можно разделить на две большие группы:

- затраты по хранению;
- затраты по размещению и выполнению заказов.

С ростом среднего размера запасов увеличиваются и затраты по хранению; объяснения этому могут быть как частного, так и общего порядка. В частности, чем больше завезенная партия запасов, тем в большем объеме требуются складские помещения для их хранения, возрастают затраты электроэнергии, увеличивается естественная убыль и т.п. Любой актив не может существовать сам по себе – ему соответствует некоторый источник финансирования. Поэтому увеличение активов предприятия, в частности производственных запасов, обычно сопровождается и ростом затрат на поддержание соответствующих источников финансирования.

В отличие от затрат по хранению, которые находятся в прямой зависимости от среднего размера запасов, затраты по размещению и выполнению заказов ведут себя иначе: чаще всего зависимость носит обратный характер. Это связано с тем, что не нужно лишний раз пользоваться услугами транспортных организаций, более оптимально используется транспорт, можно получить скидку при заказе крупной партии и др.

Оба компонента общих затрат, связанных с поддержанием запасов, изменяются обратно пропорционально друг другу, поэтому можно найти, такую величину среднего запаса, которой соответствует минимальный уровень этих затрат.

**Экономичный (оптимальный) размер заказа (EOQ – economic order quality)** – количество единиц конкретного товара или материала, при заказе которого общие затраты фирмы на товарно-материальные запасы за определенный период планирования будут минимальными.

Минимизация текущих затрат по обслуживанию запасов представляет собой оптимизационную задачу, решаемую в процессе их нормирования. Для производственных запасов она состоит в определении оптимального размера партии поставляемого сырья и материалов.

Чем больше партия заказа, тем меньше затраты на размещение, приемку, доставку.

Расчет оптимального размера партии поставки, при котором минимизируются совокупные текущие затраты по обслуживанию запасов осуществляется по следующей формуле (известной как модель Уилсона):

$$EOQ = \sqrt{\frac{2 \times C \times Z_{\text{выполнения}}}{Z_{\text{хранения}}}}, \quad (9.10)$$

где  $EOQ$  – оптимальный размер партии поставки;

$C$  – расход запасов за определенный промежуток времени (год, квартал);

$Z_{\text{выполнения}}$  – размер текущих затрат по размещению заказа, доставке товаров и их приемке в расчете на одну поставляемую партию;

$Z_{\text{хранения}}$  – размер текущих затрат по хранению единицы запасов.

**Метод «точно в срок»** (*JIT – Just-In-Time*) – это метод контроля и управления товарно-материальными запасами, в соответствии с которым запасы приобретаются и вводятся в производство точно в тот момент, когда в них возникает необходимость. Для того, чтобы этот метод мог эффективно использоваться. Необходимо соблюдение следующих условий.

**Концентрация по географическому принципу.** Если предприятие-покупатель стремится получать нужные детали по принципу «точно в срок», необходимо чтобы перевозка грузов с завода-поставщика на завод-потребитель выполнялась за относительно короткое время: менее одного дня;

**Надежное качество.** Компания-потребитель обязательно должна иметь уверенность в том, что получает от своих поставщиков только качественные материалы и товары. Мероприятия по контролю качества направлены на контроль самого производственного процесса, а не на то, чтобы отсеивать брак в результате проверки качества.

**Управляемая сеть поставщиков.** Внедрению системы «точно в срок» способствует максимальное сокращение количества поставщиков и заключение с ними долговременных контрактов.

**Управляемая транспортная система.** Основой для этого является создание надежных транзитных маршрутов между поставщиками и пользователями.

**Гибкость производства.** На заводе процесс поставок должен быстро реагировать и оперативно предоставлять участку-потребителю любые необходимые детали. В данном случае очень важным является возможность быстрой смены инструментов.

**Небольшие партии поставок.** Большинство автомобилестроительных японских компаний, использующих систему «точно в срок», требуют, чтобы размер партии не превышал 10% от ежедневного расхода деталей или материалов.

**Эффективная система приемки материалов и погрузочно-разгрузочных работ.** Большинство японских компаний вообще отказались от формальных операций по приемке. Все части заводов используются в качестве приемочных зон, и детали и комплектующие доставляются как можно ближе к месту назначения;

## 9.4. Управление дебиторской задолженностью

Управление дебиторской задолженностью предполагает прежде всего контроль за оборачиваемостью средств в расчетах. Ускорение оборачиваемости в динамике рассматривается как положительная тенденция. Большое значение имеет отбор дополнительных покупателей и определение условий оплаты товаров, предусматриваемых в контрактах.

Система управления дебиторской задолженностью требует постоянного контроля по ряду параметров. К ним относятся:

1. время обращения средств, вложенных в дебиторскую задолженность;
2. структура дебиторов по различным признакам;
3. применяемые схемы расчетов с покупателями и возможность их унификации;
4. схема контроля за исполнением дебиторами своих обязательств;
5. схема контроля и принципы резервирования сомнительных долгов, система принятия мер к недобросовестным или неисполнительным покупателям и др.

Контроль за дебиторской задолженностью включает в себя ранжирование дебиторской задолженности по срокам ее возникновения; наиболее распространенная классификация предусматривает следующую группировку (в днях): 0–30; 31–60; 61–90; 90–120 свыше 120. Возможны и иные группировки. Кроме того, необходим контроль «безнадежных» долгов с целью образования необходимого резерва

Вырабатывая политику кредитования покупателей своей продукции, предприятие должно определиться по следующим ключевым вопросам.

1. *Срок предоставления кредита.* Чаще всего применяются стандартизованные по условиям оплаты, в том числе и продолжительности кредитования, договоры, тем не менее возможны и отклонения от данной политики. Определяя договором максимально допустимый срок оплаты поставленной продукции, следует принимать во внимание как правовые аспекты заключения договоров поставки, так и экономические последствия того или иного варианта (в частности, учет влияния инфляции).

2. *Стандарты кредитоспособности.* предприятие может придерживаться установленных им критериев финансовой устойчивости в отношении покупателей; в зависимости от того, насколько кредитоспособен и надежен покупатель, условия договора, в том числе в отношении предоставляемой скидки, размера партии продукции, форм оплаты и другие, могут меняться.

3. *Система создания резервов по сомнительным долгам.* Существует практика создания резервов по сомнительным долгам, позво-

ляющая, формировать источники для покрытия убытков и иметь более реальную характеристику собственного финансового состояния. Данные о резервах по сомнительным долгам и фактических потерях, связанных с непогашением дебиторской задолженности, должны подвергаться тщательному регулярному анализу.

4. Система сбора платежей. Этот раздел работы с дебиторами предполагает разработку:

а) процедуры взаимодействия с ними в случае нарушения условий оплаты;

б) критериальных значений показателей, свидетельствующих о существенности нарушений;

в) системы наказания недобросовестных контрагентов.

5. Система предоставляемых скидок.

Предложение скидок оправдано в трех основных ситуациях.

- Снижение цены приводит к расширению продаж, а структура затрат такова, что это отражается на увеличении общей прибыли от реализации данной продукции. Другими словами, товар высокоэластичен и имеет достаточно высокую долю постоянных затрат.

- Система скидок интенсифицирует приток денежных средств в условиях дефицита на предприятии. При этом возможно краткосрочное критическое снижение цен вплоть до отрицательного финансового результата от проведения конкретных сделок.

- Система скидок за ускорение оплаты более эффективна, чем система штрафных санкций за просроченную оплату.

В экономически развитых странах одной из наиболее распространенных является схема типа «*d/k брутто n*», означающая, что:

- покупатель получает скидку в размере  $d\%$  в случае оплаты полученного товара в течение  $k$  дней с начала периода кредитования (например, с момента получения или отгрузки товара);

- покупатель оплачивает полную стоимость товара, если оплата совершается в период с  $k+1$  по  $n$  день кредитного периода;

- в случае неуплаты в течение  $n$  дней покупатель будет вынужден дополнительно уплатить штраф, величина которого варьирует в зависимости от момента оплаты.

Предоставление скидки выгодно как покупателю, так и продавцу. Первый имеет прямую выгоду от снижения затрат на покупку товаров, второй получает косвенную выгоду в связи с ускорением оборачиваемости средств, вложенных в дебиторскую задолженность, которая, как и производственные запасы, представляет собой, по сути, иммобилизацию денежных средств.

Финансовый менеджер может варьировать любым параметром в данной схеме, однако наиболее существенным является величина скид-

ки. Она может устанавливаться различными способами, в том числе и с использованием некоторых формализованных алгоритмов, учитывающих влияние инфляции и сокращение расходов на поддержание источников финансирования дебиторской задолженности.

#### *б. Использование факторинга.*

С экономической точки зрения, факторинг относится к посредническим операциям. Факторинг можно определить как деятельность специализированного учреждения по взысканию денежных средств с должников своего клиента (промышленной или торговой компании) и управлению его долговыми требованиями.

В факторинговых операциях участвуют три стороны:

1. факторинговая компания (или факторинговый отдел банка) – специализированное учреждение, покупающее счета-фактуры у своих клиентов;

2. клиент (поставщик товара, кредитор) – промышленная или торговая фирма, заключившая соглашение с факторинговой компанией;

3. предприятие (заемщик) – фирма-покупатель товара.

Факторинговые услуги предоставляются «без финансирования» или «с финансированием».

В первом случае клиент, продавший счет-фактуру факторинговой компании, получает от последней сумму счета-фактуры при наступлении срока платежа.

Во втором случае клиент может требовать немедленной оплаты счета-фактуры вне зависимости от предусмотренного срока платежа за товар. При этом факторинговая компания по сути дела предоставляет кредит своему клиенту, т.е. осуществляет финансирование в виде досрочной оплаты поставленных товаров.

Наиболее важной услугой здесь является гарантия платежа клиенту. Эта гарантия охватывает полный объем внутренних и международных операций: факторинговая компания обязана оплатить клиенту все акцептованные счета-фактуры даже в случае неплатежеспособности должников.

Стоимость факторинговых услуг складывается из двух элементов:

1) комиссии (платы за обслуживание в процентах от суммы счета-фактуры);

2) процентов, взимаемых при досрочной оплате представленных документов.

Факторинг, имеет смысл применять, когда выгода от немедленного поступления денег больше, чем от их получения в свой срок. Это обычно бывает при следующих обстоятельствах:

- когда предприятие имеет возможность применения средств с рентабельностью, превышающей ставку учетного процента и/или стои-

мость (в процентах) факторинговых услуг (комиссию и плату за предоставленные в кредит средства). Такое сравнение необходимо проводить с учетом временной стоимости денег.

- когда потери от инфляции превышают расходы по факторингу. Необходимо сравнить ставку этих расходов с прогнозируемым уровнем инфляции. Если уровень инфляции окажется выше, то вряд ли будет иметь смысл дожидаться договорного срока оплаты.

В то же время факторинг имеет ряд недостатков:

- чистые убытки из-за получения неполной суммы долга;
- потеря контроля над должниками;
- потеря информации о должниках, как потенциальных клиентах.

## **9.5. Управление денежными средствами**

Управление денежными потоками включает в себя расчет времени обращения денежных средств (финансовый цикл), анализ денежного потока, его прогнозирование, определение оптимального уровня денежных средств, составление бюджетов денежных средств и т.п. Значимость такого вида активов, как денежные средства, определяется тремя основными причинами:

- денежные средства используются для выполнения текущих операций; поскольку между входящими и исходящими денежными потоками всегда есть временной лаг, компания вынуждена постоянно держать свободные денежные средства на расчетном счете;

- деятельность компании не носит жестко предопределенного характера, поэтому денежные средства необходимы для выполнения непредвиденных платежей;

- денежные средства необходимы по спешным соображениям, поскольку постоянно существует вероятность того, что неожиданно предстанит возможность выгодного инвестирования.

Вместе с тем омертвление финансовых ресурсов в виде денежных средств связано с определенными потерями: их величину можно оценить размером упущенной выгоды от участия в каком-либо доступном инвестиционном проекте. Поэтому любая компания должна учитывать два взаимно исключающих обстоятельства: поддержание текущей платежеспособности и получение дополнительной прибыли от инвестирования свободных денежных средств.

Таким образом, одна из основных задач управления денежными ресурсами – оптимизация их среднего текущего остатка.

Управление денежными средствами включает в себя учет движения денежных средств; анализ потоков денежных средств; составление

бюджета денежных средств и затрагивает все основные аспекты управления деятельностью компании.

Управление денежными средствами особенно важно для предприятия с точки зрения необходимости:

1. управления оборотным капиталом (оценки краткосрочных потребностей в наличных средствах и управления запасами);
2. планирования временных параметров капитальных затрат;
3. управления капитальными потребностями (финансирование за счет собственных средств и кредитов банка);
4. управления затратами и их оптимизация с точки зрения более рационального распределения ресурсов предприятия в процессе производства;
5. управления экономическим ростом.

Расчет минимально необходимой суммы денежных активов (без учета их резерва в форме краткосрочных финансовых вложений) основывается на планируемом денежном потоке по текущим хозяйственным операциям. Минимально необходимая потребность в денежных активах для осуществления текущей хозяйственной деятельности может быть определена по следующей формуле:

$$ДС_{\min} = \frac{\text{Объем денежного оборота}}{\text{Оборачиваемость ДС}} \quad (9.11)$$

Расчет минимально необходимой потребности в денежных активах для осуществления текущей хозяйственной деятельности может быть осуществлен и иным методом по следующей формуле

$$ДС_{\min} = ДС_{\text{ост.}} + \frac{ОДО_{\text{план}} - ОДО_{\text{факт}}}{\text{Оборачиваемость ДС}} \quad (9.12)$$

где  $ДС_{\text{ост}}$  – остаток денежных активов на конец отчетного периода;

$ОДО_{\text{план}}$  – планируемый объем денежного оборота;

$ОДО_{\text{факт}}$  – фактический объем денежного оборота.

**Обеспечение рентабельного использования временно свободного остатка денежных активов** может быть осуществлено за счет следующих мероприятий:

- согласования с банком условий текущего хранения остатка денежных средств с выплатой депозитного процента;
- использования краткосрочных денежных инструментов для временного хранения свободного денежных активов;
- использования высокодоходных краткосрочных фондовых инструментов для размещения резерва денежных активов, но при условии достаточной их ликвидности на фондовом рынке.

Защита денежных активов от инфляции обеспечивается в том случае, если норма рентабельности по используемому временно свободному их остатку не ниже темпа инфляции.

Увеличение притока денежных средств может быть достигнуто за счет:

1. Продажи или сдачи в аренду внеоборотных активов
2. Рационализации ассортимента продукции
3. Реструктуризации дебиторской задолженности в финансовые инструменты
4. Использования частичной предоплаты
5. Привлечения внешних источников краткосрочного финансирования
6. Разработки системы скидок для покупателей
7. Дополнительной эмиссии акций и облигаций
8. Реструктуризации компании
9. Поиска стратегических партнеров или потенциального инвестора.

Уменьшение оттока денежных средств обеспечивается следующими мерами:

1. Сокращения затрат
2. Отсрочки платежей по обязательствам
3. Использования скидок поставщиков
4. Пересмотра программы инвестиций
5. Налогового планирования
6. Введения вексельных расчетов и взаимозачетов
7. Использования долгосрочных контрактов, предусматривающих скидки или отсрочки платежей.

***Последствия дефицита денежных средств:***

- Задержки в выплате заработной платы.
- Рост кредиторской задолженности перед поставщиками и бюджетом.
- Рост доли просроченной задолженности по кредитам банков.
- Снижение ликвидности активов компании.
- Увеличение длительности производственного цикла из-за несвоевременной поставки сырья и комплектующих.

Первое, на что необходимо обратить внимание при решении вопроса о ликвидации дефицита бюджета – это улучшение управления дебиторской и кредиторской задолженностью.

Причинами *дефицита* денежных средств могут быть:

- падение объема продаж;
- недостатки в системе управления финансами;
- неплатежи;
- конкуренция со стороны других товаропроизводителей;

- рост цен на энергоносители;
- потери от экспорта из-за заниженного обменного курса;
- давление налогового законодательства;
- высокая стоимость заемных средств;
- инфляция.

Когда на предприятии появляется некоторое количество свободных денежных средств, являющихся результатом того, что величина денежного потока несколько превосходит потребности компании в денежных выплатах, неизбежно возникает вопрос о том, как их использовать, или, иными словами, куда их инвестировать.

В каждом из возможных вариантов основным моментом является принятие решения о целесообразности инвестиций такого рода, которое базируется на трех основных принципах инвестирования: инвестиции должны быть ликвидными, безопасными и прибыльными.

Можно инвестировать временно свободные денежные средства в: производство, недвижимость, запасы, ценные бумаги, депозиты и вклады.

Критериями для принятия решения об инвестировании служат степень ликвидности предполагаемых инвестиций, степень риска, присущая данному виду инвестиций, доходность/прибыльность данного вида инвестиций, а также альтернативная стоимость инвестиций средств в другие объекты.

При прочих равных условиях именно альтернативная стоимость, представляющая собой для предприятия стоимость ("цену"), упущенной им выгоды (прибыли) из-за отказа от инвестиций денежных средств в другой объект, является окончательным критерием для принятия решения об инвестировании.

### **Контрольные вопросы**

1. В чем состоит значение оборотных средств для предприятия?
2. Какими факторами определяется их структура?
3. Сформулируйте различие между понятиями «оборотные средства» и «собственные оборотные средства»?
4. Какие виды рисков, связанных с управлением оборотными средствами, вы знаете?
5. Каким показателями характеризуется эффективность управления дебиторской задолженностью?
6. Какие факторы оказывают влияние на величину и структуру краткосрочных обязательств предприятия?
7. Перечислите и поясните основные моменты, которые необходимо учитывать, предоставляя кредит очередному клиенту? Какие определения инвестиций вам известны. Можно ли сказать что инвестиции – это затраты с целью получения дохода? Объясните свой ответ.

## Задачи и ситуации

1. Значительно легче контролировать и оптимизировать сумму средств, вложенных в основные средства, нежели величину оборотного капитала, тем не менее, последнему уделяется меньшее внимание по сравнению с составлением и анализом бюджета капиталовложений. Обсудите наиболее эффективные способы контроля оборотных средств.

2. Сформулируйте основные причины, обуславливающие необходимость запасов. Поясните, почему эффективное управление запасами жизненно необходимо для работы предприятия.

3. Затоваривание представляет собой ситуацию, когда компания испытывает дефицит чистого оборотного капитала, при этом основная часть ее оборотных средств иммобилизована в запасы сырья, продукции и дебиторов. Причинами могут быть неэффективная работа управленческого персонала и некоторые внешние факторы. Обсудите эту ситуацию.

4. В настоящий момент некоторые банки стали осуществлять операции факторинга. В чем заключается сущность этой операции? Каким образом факторинг используется для целей повышения эффективности производственно-хозяйственной деятельности предприятия?

5. Подумайте, если на предприятии наблюдается дефицит денежных средств, какие основные причины этой ситуации? Какие меры по увеличению притока денежных средств используются на вашем предприятии?

6. Наиболее остро для многих российских предприятий стоит проблема управления дебиторской задолженностью. Попробуйте решить следующую задачу: средний период погашения дебиторской задолженности на предприятии – 90 дней.

В результате опроса экспертов составлены следующие сценарии возможного развития экономической ситуации (таблица) рассчитайте максимально допустимый размер скидки, которую можно предоставить клиентам.

Таблица 9.3

### Сценарии экономического развития

Показатель	Сценарий		
	Пессимистический	Наиболее вероятный	Оптимистический
1	2	3	4
Месячный темп инфляции, %	15	10	5

1	2	3	4
Планируемое сокращение периода погашения, дней	5	10	20
Уровень банковской процентной ставки, %	50	25	19
Вероятность сценария	0,2	0,5	0,3

7. Поясните суть методики управления дебиторской задолженности в условиях инфляции.

8. В отечественных нормативных документах описаны методы оценки запасов. Не могли бы вы предложить свой метод оценки? Прокомментируйте утверждение: «количество методов оценки запасов бесконечно велико». На ваш взгляд, верно, это утверждение, или ошибочно?

9. Вашему предприятию предлагают схему льготной оплаты за купленную продукцию: 3/15 *net* 35. Банковская ставка составляет 16% годовых. Будете ли вы пользоваться возможностью погашения дебиторской задолженности в льготный период. Объясните свое решение. Определите варианты невыгодных предложений со стороны вашего поставщика.

10. Ваша кампания осуществляет продажи в кредит на сумму 17 млн руб., период инкассации дебиторской задолженности составляет 4 месяца, минимальная норма прибыли 18%. Кампания предполагает, что предлагаемой скидкой воспользуется 25% дебиторов. Время инкассации сократится до 3 месяцев. Составьте самое выгодное предложение для ваших дебиторов и какая скидка для вас неприемлема.

### Тесты

1. *Не увеличивает показателей деловой активности*
  - 1) рост выручки от реализации;
  - 2) сокращение длительности производственного цикла;
  - 3) сокращение сроков оплаты за реализованную продукцию;
  - 4) сокращение доли заемного капитала.
2. *С увеличением чистого оборотного капитала прибыль предприятия*
  - 1) постоянно растет;
  - 2) вначале растет, потом начинает снижаться;
  - 3) постоянно снижается;
  - 4) вначале снижается, потом начинает расти.

3. *Отношение оборотных активов и краткосрочных обязательств называется коэффициентом*

- 1) оборачиваемости оборотных активов;
- 2) текущей ликвидности;
- 3) рентабельности оборотных активов;
- 4) рентабельности краткосрочных обязательств.

4. *Если величина запасов в отчетном году осталась неизменной, величина оборотных активов сократилась, выручка от реализации увеличилась, а прибыль снизилась, то оборачиваемость запасов*

- 1) не изменилась;
- 2) снизилась пропорционально снижению прибыли;
- 3) снизилась пропорционально сокращению оборотных активов;
- 4) увеличилась.

5. *ABC-метод контроля запасов предполагает, что элементу запасов нужно уделять тем большее внимание, чем*

- 1) больше его стоимость;
- 2) больше его объем;
- 3) меньше его стоимость;
- 4) меньше его стоимость и объем.

6. *Избыточная величина денежных средств на предприятии может привести к*

- 1) росту кредиторской задолженности;
- 2) упущенной выгоде от возможного участия в инвестиционном проекте;
- 3) снижению ликвидности активов компании;
- 4) увеличению длительности производственного цикла.

## Тема 10. УПРАВЛЕНИЕ ЗАТРАТАМИ

*Затраты* характеризуют в денежном выражении объем ресурсов за определенный период, использованных на производство и сбыт продукции, и трансформируются в себестоимость продукции, работ и услуг.

**Классификация** является важным инструментом для построения системы управления затратами и принятия хозяйственных решений.

Для целей управления затраты на предприятии наиболее часто группируют по двум признакам:

- экономическим элементам;
- калькуляционным статьям себестоимости.

*1. Классификация по экономическим элементам.* Группировка затрат по экономическим элементам предусматривает объединение отдельных затрат по признаку их однородности, безотносительно к тому, на что и где они израсходованы.

Группировка затрат по экономическим элементам позволяет установить, каких и сколько произведено на предприятии однородных затрат. Это позволяет судить о структуре затрат, которая является важной характеристикой продукции и деятельности предприятия.

По экономическим элементам выделяют следующие группы затрат:

- материальные затраты (за вычетом стоимости возвратных доходов)
- затраты на оплату труда
- отчисления на социальные нужды
- амортизация
- прочие затраты

*2. Классификация по статьям калькуляции.* Все затраты предприятия, подлежащие включению в себестоимость готовой продукции (работ, услуг), в конечном счете полностью распределяются, т.е. включаются в себестоимость отдельных видов произведенной продукции (или групп однородной продукции), выполненных работ и оказанных услуг.

Группировка затрат по статьям калькулирования себестоимости показывает на направленность производственных затрат и обеспечивает выделение затрат, связанных с производством отдельных видов продукции. Эти затраты относят на себестоимость продукции прямо или косвенно, при этом снижается трудоемкость распределения косвенных затрат между производственными подразделениями предприятия и отнесения их на отдельные изделия, работы и услуги. Классификация затрат по калькуляционным статьям обусловлена необходимостью калькулирования себестоимости единицы продукции (работы, услуги).

Кроме того, используются другие системы классификации затрат:

*1. По зависимости от объема производства:*

- переменные;

- условно-постоянные.
- 2. *По способу отнесения на себестоимость* единицы продукции, работы, услуги:
  - прямые;
  - косвенные.
- 3. *По сложности* затрат:
  - простые;
  - комплексные.
- 4. *По отношению к технологическому процессу*:
  - основные;
  - накладные
- 7. *По периодичности возникновения*:
  - единовременные;
  - текущие;
  - периодические.

**Управление затратами** – это выполнение всего комплекса функций управления, направленных на повышение эффективности использования производственных ресурсов на предприятии; оно не сводится только к снижению затрат, но распространяется на все элементы управления ими.

Цель управления затратами – правильное определение величины затрат, израсходованных для достижения определенного результата наиболее экономичным способом.

Функциями управления затратами являются:

- прогнозирование и планирование затрат;
- организация затрат (она устанавливает как на предприятии управляют затратами, т.е. кто, в какие сроки, с использованием какой информации...);
- координация и регулирование затрат (сравнение фактических с запланированными, выявление отклонений, принятие оперативных мер по их ликвидации);
- активизация и стимулирование (поиск способов воздействия на участников производства, которые побуждали бы соблюдать установленные планом затраты);
- учет (необходим в целях подготовки информации для принятия правильных управленческих решений);
- анализ затрат (помогает оценить эффективность использования всех ресурсов).

Преимущества эффективного управления затратами:

1. наличие реальной информации о себестоимости;

2. производство конкурентоспособной продукции за счет более низких цен;
3. возможность гибкого ценообразования;
4. предоставление объективных данных для бюджетирования.

Эффективность управления затратами можно оценить по отношению полученной прибыли к сумме затрат на производство и реализацию продукции, работ, услуг.

Процесс управления затратами состоит из следующих этапов:

- определить структуру затрат;
- оценить динамику структуры затрат;
- выявить существенные и контролируемые затраты, поскольку невозможно получить существенную экономию по статье затрат, составляющей 1% от всех расходов предприятия. В то же время значительная, но неконтролируемая статья не всегда дает практическую возможность для экономии;
- подробно изучить каждую статью затрат: в какие периоды и почему происходят неблагоприятные изменения, как можно снизить влияние неблагоприятных факторов.

Основные принципы управления затратами выработаны практикой и сводятся к следующему:

1. *Системный подход* к управлению затратами, который заключается в том, что эффективность управления затратами оценивают по эффективности самого слабого звена системы. оно неизбежно скажется на функционировании всей системы.

2. *Методическое единство* управления затратами на разных уровнях предполагает единые требования к информационному обеспечению, планированию, учету, анализу затрат на предприятии.

3. *Управление затратами на всех стадиях жизненного цикла* изделия – от создания до утилизации.

4. *Органическое сочетание снижения затрат с высоким качеством* продукции (работ, услуг).

Широкое внедрение эффективных методов снижения затрат и недопущение излишних затрат

5. *Совершенствование информационного обеспечения* об уровне затрат.

Соблюдение всех принципов управления затратами создает базу экономической конкурентоспособности предприятия, завоевания им передовых позиций на рынке.

Существуют множество систем управления затратами на предприятии. Наиболее известными из них являются следующие:

1. *Система стандарт-костс* – это метод нормативного учета и регулирования затрат.

Данная система управления затратами больше всего подходит для организаций, чья деятельность состоит из ряда одинаковых или повторяющихся операций.

Общая схема данной системы выглядит так: составление нормативных документов и фактических затрат по каждому центру ответственности – анализ отклонений и принятие решений по урегулированию уровня затрат.

Нормативный метод предполагает отдельный учет фактических затрат, отвечающих нормам и отклоняющихся от норм. В зависимости от уровня управления периодичность учета должна составлять от часа (учет в реальном масштабе времени) до месяца и года (нарастающим итогом), что позволит своевременно предотвращать перерасход, повысить уровень технологической, организационной и плановой дисциплины. исчисление фактических затрат как совокупности норматива и отклонения особенно целесообразно в условиях крупносерийного и массового производства. но и в масштабах мелкосерийного и единичного выпуска продукции компьютеризация делает нормативный метод учета столь же эффективным.

2. *Система директ-костинг* – контроль затрат в связи с колебаниями объема производства или степени загрузки оборудования. Определение дает информацию для калькулирования себестоимости только по переменным (прямым) затратам и оценивает только те расходы, которые непосредственно связаны с производительностью и поддаются контролю.

Название, происходящее от английского выражения direct costing – учет прямых затрат, не совсем точно отражает суть системы, так как лишь классическая ее модификация предполагает исчисление только прямых (основных) затрат, все из которых – переменные (сырье и расходы на персонал). Между тем наряду с традиционной используются разновидности, основанные на учете переменных затрат (прямых расходов и переменных косвенных), а также всех переменных расходов и части постоянных, зависящих от коэффициента использования производственных мощностей.

Определение прямых затрат позволяет более рационально увязывать производственную и сбытовую деятельность, поскольку дает представление и связи между затратами, объемом производства и прибылью. Частичная, рассчитанная по переменным затратам себестоимость служит более надежным ориентиром при принятии решений. в силу того, что деление расходов на постоянные и переменные позволяет оценить затраты будущего периода. что необходимо для формирования ассортимента продукции, выбора между производством и закупкой отдельных компонентов изделия.

3. **Контроллинг** основан на принципах директ-костинга, но может также включать в себя элементы системы «стандарт-костс» и подобных ей. Он шире двух названных систем, разнообразнее по назначению, функциям, методам планирования, учета и анализа, степени использования информации. Контроллинг не ограничивается контролем затрат, составляющих основную функцию системы «стандарт-костс» и рентабельности выпуска и реализации продукции, поставленных во главу угла в системе «директ-костинг» – он также обеспечивает достижение поставленной предприятием цели. Контроллинг часто выполняет функции внутреннего контроля на предприятии, поддержания эффективности работы. В отличие от ревизии, он ориентирован на текущие результаты деятельности и не связан с документальной проверкой, необходимостью выхода на места совершения хозяйственных актов и операций.

Специфическим инструментом контроллинга является сумма покрытия, которая показывает, какая часть выручки от реализации продукции (работ, услуг) по рыночным ценам остается у предприятия после вычитания из нее прямых переменных затрат на производство продукции, выполнение работ и оказание услуг. Таким образом, удается без выполнения трудоемких учетных операций и расчетов оценить тот вклад, который вносит в покрытие постоянных затрат и формирование прибыли предприятия каждое изделие или производственное подразделение.

*Таким образом, контроллинг – это деятельность объединенных в определенную структуру субъектов (органов, руководителей, исполнителей), которая направлена на гарантированное достижение наиболее эффективным способом поставленных целей путем устранения «узких мест», выявленных при исследованиях.*

Существуют два уровня контроллинга – стратегический и оперативный.

**Стратегический контроллинг** направлен на обеспечение долгосрочного существования предприятия. Основная его задача – отслеживание степени адаптации предприятия к окружающей среде, т.е. выявление целесообразности продолжения намеченных стратегических мероприятий в течение срока реализации стратегического плана.

**Оперативный контроллинг** направлен на достижение запланированного уровня дохода (прибыли). Его главной задачей является оценка экономической эффективности производственных процессов, выявление «узких мест», вызывающих отклонение ожидаемой (фактической) прибыли от запланированной.

#### **4. Новые методы управления затратами**

В современной мировой практике используются следующие новые методы определения и регулирования затрат предприятия.

**Метод запланированных затрат** – при определении плановых (целевых) затрат делается упор на ранние фазы разработки продукта.

Плановые затраты формируются в три этапа:

- устанавливаются реалистичные плановые цены на товары и услуги;
- намечается размер прибыли;
- рассчитываются максимально допустимые затраты на продукт.

Этот метод позволяет вырабатывать долгосрочную конкурентную стратегию в области затрат на новую продукцию.

Для уже выпускаемой продукции в центре внимания оказываются общие затраты – выявляются факторы их роста и возможности снижения. Например, фирма «Hitachi» увязывает величину общих затрат, связанных с выпуском конкретного продукта, с количеством деталей и узлов, входящих в изделия и наличием нестандартных компонентов. Отсюда вытекает решение, направленное на снижение многообразия и многочисленности деталей и использование простых массовых деталей.

Таким образом, этот метод можно рассматривать как стратегическое средство управления затратами.

**Метод формирования затрат на основе отдельных процессов.**

Суть метода состоит в разбивке общих затрат на отдельные величины, которые определяются по отдельным процессам или видам деятельности и оказывают существенное влияние на уровень совокупных затрат предприятия.

Это позволяет увеличить «прозрачность» косвенных расходов, ясно понять причины их возникновения, получить более точную калькуляцию.

Под процессами в этом методе понимаются отдельные виды деятельности с взаимно переплетающимися затратами, которые распространяются на все предприятие (например, сбыт продукции). Этот метод является средством более точной калькуляции совокупных затрат предприятия.

**Метод, учитывающий жизненный цикл продукции.** Использование этого метода рассчитано на систематическое сокращение затрат по всему жизненному циклу, включая до- и послепроизводственные услуги. Прежде всего, следует воздействовать на предшествующие производству стадии, где закладывается до 95% всех затрат по созданию новой продукции.

Наибольший потенциал воздействия имеется на этапе конструирования и разработки, причем на конечной стадии разработки заново может быть пересчитано лишь 5% общей величины затрат, а 80-90% затрат практически уже зафиксированы. Поэтому инженерным службам надо ставить задачи не только технические, но и специально связанные с будущими затратами, так называемое «конструирование по издержкам».

При этом необходимо учитывать затраты не только на материалы и рабочую силу, но и затраты во всех подразделениях, обеспечивающих производство. Этот метод помогает создать у инженерного персонала полное

представление о затратах предприятия и позволяет снизить затраты производства и логистики.

В настоящее время метод этот на предприятиях трудно реализуется. Перспективы его использования связывают с предстоящими крупными технологическими изменениями, которые потребуют ранней информации о предполагаемых затратах.

**Метод сравнения с лучшими показателями конкурентов.** Этот способ управления затратами базируется на постоянном сопоставлении показателей предприятия по продукции и процессам с аналогичными данными других предприятий. Он включает следующие этапы:

- идентификация отставаний в критически важных для предприятия областях по сравнению с лучшими образцами;
- выявление причин отставания и возможностей для улучшения положения;
- разработка мероприятий по достижению цели.

В основе метода – оптимизация деятельности предприятия и, в частности, таких параметров, как затраты, качество, сроки.

Предпосылкой анализа должно быть наличие внутри- и внефирменной сравнительной базы, позволяющей провести прямое или косвенное сравнение. Этот метод используется в мировой практике, хотя основным препятствием его широкого применения является отсутствие убедительной сопоставительной базы,

**Стратегическое управление затратами (СУЗ).** Это затраты и их анализ, рассматриваемые в более широком контексте, при котором становятся более ощутимыми, четко обоснованными и оформленными основные моменты стратегии организации.

Здесь данные о затратах используются для разработки обобщенной стратегии организации и обеспечения ее выполнения, направленной на достижение цели работы и устойчивого преимущества организации перед конкурентами.

Управление затратами не является самоцелью, а должно обеспечивать разработку и выполнение деловой стратегии организации.

Информация о прогнозируемом уровне затрат по видам продукции и видам деятельности предприятия является исходной для оценки стратегических альтернатив. Стратегии, которые не являются обоснованными по затратам в сравнении с предполагаемым доходом, не приведут к необходимой отдаче (прибыльности) и не могут считаться приемлемыми.

Стратегическое управление затратами представляет собой совокупность трех ключевых инструментов стратегического управления:

1. Цепочки ценностей.

Концепция цепочек рассматривает предприятие лишь как одно из звеньев длинной цепи видов деятельности, создающих ценность (от исходного сырья до конечного потребителя).

2. Стратегическое позиционирование.

Управление затратами различно, в зависимости от стратегии. Возможны несколько стратегий, которых может придерживаться предприятие, чтобы выиграть в конкурентной борьбе.

3. Анализ затратнообразующих факторов.

### Контрольные вопросы

1. Перечислите направления классификации расходов?
2. Что относится к материальным расходам?
3. Что включается в расходы на оплату труда?
4. Что включается в состав внереализационных расходов?
5. Что относится к прочим расходам?
6. Перечислите нормируемые расходы. В чем заключается нормирование расходов?
7. Перечислите основные направления управления затратами и результатами?
8. Что такое финансовый результат, в каких формах он может проявляться?

### Задачи и ситуации

1. Какие из перечисленных ниже активов являются амортизируемыми? Какова общая стоимость амортизируемого имущества?

Таблица 10.1

### Исходные данные

Вид имущества	Стоимость, руб.
канцелярские принадлежности	5000
копировальный аппарат	18 000
комплектующие для компьютера	4000
принтер	12 000
расходные материалы для оргтехники	3000

2. Очень важно помнить, что качество анализа расходов зависит от качества исходной информации. По данным финансовой отчетности выполнить полный анализ затрат невозможно. Для этого необходимо располагать данными аналитического и синтетического учета. Для того, чтобы проанализировать расходы и по видам, и по продуктам, и по затратным центрам можно составлять соответствующие аналитические таблицы. Поставьте себя на место финансового менеджера и попробуйте

те проанализировать расходы организации по следующим исходным данным, используя аналитическую табл. 10.2.

Таблица 10.2

**Анализ расходов предприятия по элементам**

Виды затрат	За предыдущий год		За отчетный год		Отклонения		темп роста, %
	сумма	в %	сумма	в %	сумма	уд.вес %	
Материальные затраты	46 142		37 239				
Затраты на оплату труда	13 295		20 942				
Отчисления на социальные нужды	5603		9339				
Амортизация основных средств	4 147		6542				
Прочие затраты	1 808		4346				
Итого	70 995		78 408				

3. На предприятиях достаточно часто встречается проблема: темп роста выручки растет гораздо медленнее, чем темп роста себестоимости. Как вы думаете, какие причины такой ситуации? Обсудите это в группах.

4. Считаете ли вы такое направление деятельности финансового менеджера как «управление затратами» стратегически важным? С какими проблемами может столкнуться предприятие, которое не занимается управлением затрат? Обсудите эти вопросы в группах.

5. Годовой фонд оплаты труда составляет 120 000 руб. при фактических представительских расходах в размере 10 000 руб. определить:

- нормативную величину представительских расходов;
- сумму представительских расходов, относимых на себестоимость;
- сумму превышения норматива;
- налог на прибыль с суммы превышения норматива (при необходимости) при ставке налога 24.

3. При займе 200 000 руб. и годовой сумме процентов за кредит 50 000 руб. определите:

- нормативную сумму процентов при ставке рефинансирования 13%;

- сумму средств по процентам за кредит, относимую на себестоимость;
- сумму превышения норматива;
- налог на прибыль с суммы превышения норматива (при необходимости) при ставке налога на прибыль 24%.

### Тесты

*1. По классификации затрат по экономическим элементам выделяют*

- 1) расходы на продажу;
- 2) затраты на оплату труда;
- 3) материальные затраты;
- 4) общехозяйственные расходы.

*2. К методам калькулирования затрат для целей управления относятся*

- 1) попроцессный;
- 2) постадийный;
- 3) повсеместный;
- 4) попродуктный.

*3. Затраты, которые не следуют за динамикой объема производства, это затраты*

- 1) постоянные;
- 2) непропорциональные;
- 3) фиксированные;
- 4) косвенные.

*4. К переменным расходам не могут быть отнесены*

- 1) транспортные расходы;
- 2) арендная плата;
- 3) расходы на сырье и материалы;
- 4) сдельная заработная плата.

*5. К центрам ответственности не относятся*

- 1) центры затрат;
- 2) центры доходов;
- 3) центры заработной платы;
- 4) центры прибыли.

*6. Сравнение нормативных и фактических затрат используется в системе*

- 1) стандарт-кост;
- 2) директ-костинг;
- 3) контроллинга;
- 4) стратегического управления затратами.

## Тема 11. ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ И ПРОГНОЗИРОВАНИЕ. БЮДЖЕТИРОВАНИЕ

**Планирование** – это процесс разработки и принятия целевых установок количественного и качественного характера и определение путей наиболее эффективного их достижения.

Некоторые авторы выделяют три уровня финансового планирования: перспективное или стратегическое (как правило сроком до 3–5 лет, охватывает важнейшие направления финансовой деятельности предприятия), текущее (сроком на 1 год, может включать как все направления финансовой деятельности, так и отдельные аспекты), оперативное (на месяц или квартал).

В рамках стратегического планирования целевые установки могут быть упорядочены самыми разными способами, однако, как минимум, выделяют четыре типа целей:

- Рыночные (какой сегмент рынка товаров и услуг планируется охватить, каковы приоритеты в основной производственно- коммерческой деятельности компании).
- Производственные (какова структура производства и технология для выпуска продукции необходимого объема и качества.)
- Финансово-экономические (каковы основные источники финансирования и прогнозируемые финансовые результаты выбираемой стратегии).
- Социальные (в какой мере деятельность компании обеспечит удовлетворение определенных социальных потребностей общества в целом или отдельных его слоев).

**Финансовая стратегия.** Разработка финансовой стратегии играет большую роль в обеспечении эффективного развития предприятия. Эта роль заключается в следующем:

1. Разработанная финансовая стратегия позволяет реально оценить финансовые возможности предприятия, обеспечить максимальное использование его внутреннего потенциала и возможность активного маневрирования финансовыми ресурсами.
2. Разработка финансовой стратегии учитывает заранее возможные варианты развития неконтролируемых предприятием факторов внешней среды и позволяет свести к минимуму их негативные последствия.
3. Она отражает и развивает сравнительные преимущества предприятия в финансовой деятельности в сопоставлении с конкурентами.
4. Наличие финансовой стратегии обеспечивает четкую взаимосвязь стратегического и текущего управления финансовой деятельностью предприятия.

Финансовая стратегия предприятия является одним из видов функциональных стратегий, к которым относятся также ценовая, маркетинговая, производственная, инновационная и другие виды стратегий, разрабатываемых на предприятии менеджерами основных структурных подразделений. Функциональные стратегии направлены на детализацию общей корпоративной стратегии развития предприятия.

Финансовая стратегия предприятия призвана обеспечивать все основные направления финансово-хозяйственной деятельности и финансовых отношений путем формирования долгосрочных финансовых целей, выбора наиболее эффективных путей их достижения, адекватной корректировки направлений формирования и использования финансовых ресурсов при изменении условий внешней среды. При разработке финансовой стратегии целесообразно выделять ключевые направления развития финансовой деятельности, а также те проблемы, которые должны быть решены в рамках данного направления.

#### I. Формирование финансовых ресурсов.

Обеспечение растущего потенциала финансовых ресурсов из внутренних источников:

- Обеспечение необходимой финансовой гибкости предприятия (доступа к внешним источникам финансирования).
- Оптимизация структуры источников формирования финансовых ресурсов предприятия по критерию их стоимости.

#### II. Распределение финансовых ресурсов предприятия:

Пропорциональное распределение финансовых ресурсов по видам и направлениям хозяйственной деятельности.

Пропорциональное распределение финансовых ресурсов по стратегическим хозяйственным единицам предприятия.

Обеспечение высокой эффективности отдачи от использования финансовых ресурсов.

#### III. Обеспечение финансовой безопасности предприятия:

- Обеспечение постоянной платежеспособности.
- Обеспечение достаточной финансовой устойчивости.
- Нейтрализация возможных негативных последствий финансовых рисков предприятия.
- Осуществление мер финансового оздоровления предприятия в условиях кризисного развития.

#### IV. Повышение качества финансового управления:

- Обеспечение высокого уровня квалификации финансовых менеджеров.
- Внедрение и эффективное использование современных технических средств управления, прогрессивных финансовых технологий и инструментов.

- Разработка эффективной организационной структуры управления финансами предприятия.

- Разработка и реализация финансовой стратегии предприятия состоит из нескольких этапов, которые можно подразделить на три уровня в зависимости от решаемых задач: финансовый анализ, стратегическое финансовое проектирование, реализация и контроль.

Этапы стратегического финансового анализа:

- Исследование факторов внешней финансовой среды.
- Оценка сильных и слабых сторон финансовой деятельности предприятия.

- Комплексная оценка стратегической финансовой позиции предприятия.

- Этапы стратегического финансового проектирования:

- Определение общего периода формирования финансовой стратегии.

- Формирование стратегических целей финансовой деятельности.

- Принятие основных стратегических финансовых решений.

- Оценка разработанной финансовой стратегии.

Этапы реализации и контроля:

1. Обеспечение реализации финансовой стратегии.

2. Организация контроля реализации финансовой стратегии.

**Бюджет** – это финансовый план, который охватывает все стороны деятельности организации, позволяющий сопоставить все понесенные затраты и полученные результаты на предстоящий период времени и по отдельным подпериодам.

В экономической литературе проводится достаточно четкое различие между понятиями план и бюджет. Основные отличия плана и бюджета приведены в таблице 17.

Исходя из данного определения бюджета, можно дать следующее определение бюджетирования: это технология составления, корректировки и контроля и оценки исполнения финансовых планов.

Таким образом, процесс бюджетирования является составной частью финансового планирования, т.е. процесса определения будущих действий по формированию и использованию финансовых ресурсов.

В каждой отдельной компании может быть свое назначение бюджетирования. Это зависит как от объекта финансового планирования, так и от системы финансовых и нефинансовых целей.

Цели разработки бюджетов:

1. Для **прогнозирования** финансовых результатов, установления целевых показателей финансовой эффективности и рентабельности, лимитов наиболее важных критических расходов, обоснования финан-

совой состоятельности бизнесов, которыми занимается данная компания, или реализуемых ею инвестиционных проектов.

2. Для **сравнительного анализа** финансовой эффективности работы различных структурных подразделений, определения наиболее предпочтительных для дальнейшего развития сферы хозяйственной деятельности, направления структурной перестройки деятельности компании.

3. Для принятия решений об уровнях **финансирования** различных бизнесов из внутренних (за счет реинвестирования прибыли) и внешних (кредитов, инвестиций) источников.

4. Для постоянного **контроля** за финансовым состоянием компании, снабжать ее руководителей всей необходимой информацией, которая позволила бы судить о правильности решений, принимаемых руководителями структурных единиц. Разрабатывать мероприятия по оперативной и стратегической корректировке их деятельности.

Таблица 11.1

### Сравнение плана и бюджета

Признак	План	Бюджет
Показатели и ориентиры	Любые, в том числе и неколичественные	В основном стоимостные
Горизонт планирования	В зависимости от предназначения плана	В основном до 1 года
Предназначение	Формулирование целей, которых нужно достигнуть и способов достижения	Детализация способов ресурсного обеспечения выбранного варианта действий. Средство текущего контроля исполнения плана

### Виды бюджетов предприятия

Применяемые в финансовом планировании виды бюджетов можно разделить на четыре основные группы:

1. основные бюджеты (бюджет доходов и расходов, бюджет движения денежных средств, расчетный баланс);
2. операционные бюджеты (бюджет продаж, бюджет прямых материальных затрат, бюджет управленческих расходов);
3. вспомогательные бюджеты (бюджеты налогов, план капитальных (первоначальных) затрат, кредитный план);
4. дополнительные (специальные) бюджеты (бюджеты распределения прибыли, бюджеты отдельных проектов и программ).

Все эти бюджеты нужны для составления так называемого сводного производственного, или основного бюджета (мастер-бюджета).

При этом мастер-бюджет может быть разработан как для предприятия или фирмы в целом, так и для отдельного бизнеса.

Структура мастер бюджета предприятия показана на рисунке. **Мастер-бюджет** (сводный производственный или основной бюджет)- это совокупность взаимосвязанных между собой трех основных бюджетов компании плюс набор операционных и вспомогательных бюджетов, необходимых для его составления.

*Мастер-бюджет* (по аналогии и по сходной технологии с таким же бюджетом для компании в целом) может быть составлен и для отдельной составляющей компании (структурного подразделения, бизнеса, контракта, группы продуктов) с последующей консолидацией в сводные мастер-бюджеты уже для всей организации. Естественно, что получаемая в результате составления мастер-бюджета информация во втором случае будет ценнее, чем в первом, с точки зрения выработки и принятия управленческих решений.

*Основные бюджеты* предназначены для управления финансами предприятия, оценки финансового состояния бизнеса для выполнения управленческих задач. Для полноценного бюджетирования необходимо обязательное составление всех трех основных бюджетов.

Набор основных бюджетов является обязательным, в отличие от состава операционных и вспомогательных бюджетов который может определяться руководителем предприятия прежде всего исходя из характера стоящих перед ним целей и задач, специфики бизнеса, а также уровня квалификации работников финансовых и планово-экономических служб, степени методической, организационной и технической готовности предприятия или фирмы.

*Специальные бюджеты* (вспомогательные и дополнительные) необходимы для более точного определения целевых показателей и нормативов финансового планирования, более точного учета особенностей местного (регионального) налогообложения. Набор специальных бюджетов, как и операционных, может определяться самостоятельно руководителями предприятия или фирмы в зависимости от специфики хозяйственной деятельности.

«Выходными» результатами бюджетного процесса являются плановые формы сводной финансовой отчетности:

- отчет о финансовых результатах (прибылях и убытках) – «выходная» форма бюджета доходов и расходов;
- отчет о движении денежных средств – «выходная» форма бюджета движения денежных средств;
- расчетный баланс.

## **Основные бюджеты**

**а) бюджет доходов и расходов или иначе бюджет прибыли и убытков.** Назначение данного бюджета – показать соотношение всех доходов (выручки) от реализации (по фактически оказанным услугам) в плановый период со всеми видами расходов, которые предполагает понести в этот период предприятие, связанными с получением доходов и с выделением наиболее важных статей расходов.

Этот бюджет позволяет установить лимиты (нормативы) основных видов расходов, целевые показатели (нормативы) прибыли. Проблема состоит в том, что в этом документе не отражаются реальных денежных средств.

Бюджет доходов и расходов составляется и утверждается на весь бюджетный период (обычно это один календарный год), принятый в компании.

**б) бюджет движения денежных средств** – это, в сущности, план движения расчетного счета и наличных денежных средств в кассе предприятия, отражающий все прогнозируемые поступления и списания денежных средств в результате хозяйственной деятельности. Он показывает возможные поступления авансов и предоплаты за оказанные услуги и поставляемую продукцию, наличных денежных средств, а также задержки поступлений (дебиторская задолженность).

Важность этого документа в бизнесе возрастает, и сегодня именно этот документ является главным документом в системе внутрифирменных бюджетов. Составление бюджета движения денежных средств призвано обеспечить безусловную сбалансированность поступлений и использования денежных средств предприятия на предстоящий период. В отличие от бюджета доходов и расходов, в котором в отдельные периоды расходы могут не покрываться доходами, в этом бюджете все поступления денежных средств в любое время должны превышать их использование в тот же период, то есть конечное сальдо должно быть положительным.

Бюджет движения денежных средств составляется на весь бюджетный период с максимально возможной детализацией внутри него.

В доходной части бюджета движения денежных средств отражаются все источники денежных поступлений, то есть те денежные средства, которые реально могут поступить на счет компании в данный бюджетный период. В расходной соответственно все затраты, связанные с деятельностью компании и получением выручки.

**в) расчетный баланс** – это прогноз соотношения всего, чем располагает структурное подразделение или бизнес в данный момент, то есть активов и всего того, что мы должны другим, то есть пассивов (обязательств перед поставщиками, банками, инвесторами). Прогноз этот обычно делается в соответствии со сложившейся структурой активов и

задолженностей и ее вероятным изменением в процессе предстоящей реализации других основных бюджетов. Расчетный баланс состоит из двух основных разделов: активов и пассивов.

Для бюджетирования важно, что в расчетном балансе отражаются все ресурсы, вовлеченные в данный бизнес. Одним из аспектов, демонстрирующих важность составления расчетного баланса, является то, что этот документ помогает осуществить учет движения всех активов: денежных средств, запасов, основных средств и нематериальных активов.

Расчетный баланс составляется на тот же период, что и другие основные бюджеты и опирается на бюджет доходов и расходов и бюджет движения денежных средств.

#### **Операционные бюджеты**

а) **бюджет продаж** – бюджет второго уровня, входящий в состав операционного бюджета и являющийся планом доходов от продаж (выручки), физического объема и структуры продаж, себестоимости продаж (реализации) и сбытовых (прямых коммерческих) расходов предприятия на бюджетный период;

б) **производственный бюджет** – бюджет второго уровня, входящий в состав операционного бюджета и являющийся планом физического объема и структуры выпуска (производственной программы) и производственных затрат и себестоимости выпуска предприятия на бюджетный период. Он включает в себя такие бюджеты как, бюджет производства, бюджет прямых материальных затрат, бюджет прямых затрат труда, бюджет прямых операционных или производственных затрат, бюджет накладных расходов;

в) **бюджет запасов готовой продукции** – бюджет второго уровня, входящий в состав операционного бюджета и являющийся планом изменения стоимостного и физического объема и структуры запасов готовой продукции предприятия за бюджетный период

г) **бюджет управленческих расходов** содержит информацию о расходах на заработную плату административно – управленческого, инженерно – технического и вспомогательного персонала в аппарате управления предприятия, арендные платежи, коммунальные и командировочные расходы, затраты на текущий ремонт и другие расходы (главным образом общеорганизационные) на протяжении бюджетного периода;

д) **бюджет коммерческих расходов** отражает расходы на рекламу, комиссионные сбытовым посредникам, транспортные услуги и прочие расходы по реализации продукции предприятия или фирмы.

Определение набора операционных бюджетов – это сугубо внутреннее дело самого предприятия, занимающегося бюджетированием. Главный смысл операционных бюджетов – более тщательная подготовка исходных данных для всех основных бюджетов, прежде всего для бюджета доходов и расходов и бюджета движения денежных средств, а

также перевод планируемых показателей из натуральных единиц измерения на язык стоимостных показателей.

При разработке операционных бюджетов важна последовательность их составления, поскольку итоговые данные одних операционных бюджетов могут служить исходными для других.

### **Система бюджетирования**

Система бюджетирования предприятия обычно включает в себя объекты, методы и принципы.

В публикациях, посвященных бюджетированию, можно встретить различные варианты выделения объектов бюджетирования. Но при всем многообразии вариантов классификации на самом деле можно выделить три основные группы структурных подразделений – объектов бюджетирования, различающихся технологией и организацией бюджетного процесса:

- центры финансовой ответственности (*ЦФО*);
- центры финансового учета (*ЦФУ*);
- места возникновения затрат (*МВЗ*).

Совокупность объектов бюджетирования можно назвать финансовой структурой предприятия. Проблема формирования финансовой структуры предприятия является одной из центральных при постановке бюджетирования. По сути дела выбор финансовой структуры – это выбор объекта бюджетирования. От него в последующем зависит:

- какие виды бюджетов будут использоваться;
- какие технологии бюджетирования целесообразно применять;
- какими должны быть порядок консолидации бюджетов структурных подразделений и система бюджетирования.

Финансовая структура предприятия представляет собой совокупность центров ответственности, каждый из которых может состоять из одного или нескольких подразделений предприятия. Для каждого центра ответственности назначается руководитель, несущий ответственность за все доходы и расходы своего центра.

Бюджетирование необходимо для того, чтоб правильно оценивать финансовое состояние предприятия в разрезе различных центров учета, в том числе по отдельным бизнес-единицам или направлениям хозяйственной деятельности. А также, чтобы точно распределить доходы, расходы и затраты, ответственность за соблюдение соответствующих показателей как по видам бизнеса, так и по структурным подразделениям предприятия. Поэтому основные и операционные бюджеты могут разделяться также на бюджеты структурных подразделений и сводные бюджеты, обобщающие финансовую информацию для предприятия в целом.

В свою очередь, схема формирования и консолидации бюджетов предприятия по центрам ответственности может быть представлена двумя основными вариантами:

1. схема с одним уровнем консолидации бюджетов, при котором текущие (операционные) бюджеты составляются только по подразделе-

ниям предприятия, а консолидированные финансовые бюджеты (бюджет доходов и расходов, бюджет движения денежных средств, расчетный баланс) формируются только для предприятия в целом.

2. двухуровневая система консолидации бюджетов при которой текущие (операционные) бюджеты сначала составляются по подразделениям предприятия, а затем по центрам финансовой ответственности. В дальнейшем из консолидированных бюджетов составляется сводный бюджет для всего предприятия.

Как было отмечено выше, система бюджетирования предприятия включает в себя также методы. Методами, применяемыми в бюджетировании, являются:

- прогнозирование,
- документирование,
- оценка и калькулирование,
- формирование управленческой отчетности,
- анализ и контроль.

Основными принципами, которыми руководствуется предприятие при постановке внутрифирменного бюджетирования являются:

- принцип соответствия основным целям и задачам предприятия означает, что система бюджетов должна быть построена таким образом, чтобы выполнять функции, необходимые для решения поставленных задач;

- принцип целостности предполагает рассмотрение деятельности предприятия как единого целого – во всех аспектах и сферах деятельности и по всем структурным подразделениям.;

- принцип системности предполагает рассмотрение финансово – хозяйственной деятельности предприятия как системы взаимодействия внутренних и внешних факторов.;

- принцип доступности означает, что информация, полученная в ходе составления и анализа бюджетов, должна быть доступной по уровню, качеству и объему для тех пользователей, которым она предназначена;

- принцип сопоставимости предполагает, что полученная в процессе бюджетирования информация сопоставима по своим качественным и количественным характеристикам и сформирована по тем же правилам, что и информация прошлых, настоящих и будущих периодов; кроме того бюджеты должны быть пригодны для сравнения с фактическими данными, полученными в процесс подготовки финансовой отчетности, бухгалтерского и управленческого учета;

- принцип корректности предполагает, что в процессе подготовки бюджетов используются корректные данные, полученные на основе качественной информации, соответствующие реальным условиям функционирования предприятия, внешними внутренним факторам и способствующие достижению оставленных целей и задач, а также выработке эффективных управленческих решений;

- в соответствии с принципом согласованности данные бюджетов должны быть согласованы на всех уровнях управления, выработаны при участии всех заинтересованных лиц и поддержаны этими лицами;

- принцип функциональности предполагает формирование и функционирование системы бюджетирования в той мере, в какой это будет способствовать выработке эффективных управленческих решений. Затраты на создание системы бюджетирования не должны превышать экономического эффекта от ее внедрения. Количество и состав бюджетов не должно быть ни слишком большим, ни слишком малым;

- принцип оперативности означает своевременное получение, анализ корректировку данных, использованных для бюджетирования и необходимых для финансового управления организацией;

### **Контрольные вопросы**

1. Что такое финансовое прогнозирование? Каковы цели и основные задачи финансового прогнозирования на предприятии?

2. Какие методы финансового прогнозирования вам известны, какие из них используются на вашем предприятии.

3. Назовите виды финансовых планов и установленный в них горизонт планирования.

4. Как вы понимаете финансовую стратегию.

5. Поясните содержание этапов финансового планирования.

6. Что является отправной точкой финансового прогнозирования?

7. Что такое бюджет?

8. Что такое бюджетирование? Какую роль оно играет в повышении эффективности деятельности предприятия?

9. Дайте характеристику структуры бюджетов предприятия. Каков порядок их составления и почему?

10. Какие принципы бюджетирования вам известны. Охарактеризуйте их.

### **Задачи и ситуации**

1. Перечислите общие функции управления. Какое место среди них занимает планирование. Можно ли планировать на 100 лет вперед. Аргументируйте свой ответ.

2. Прокомментируйте следующее утверждение: «Главное предназначение любого плана состоит в определении максимально точных значений ряда наиболее важных показателей».

3. Каким образом результаты финансового планирования используются на предприятии.

4. Охарактеризуйте основные различия между стратегическим, производственным и финансовым планами.

5. В странах, исповедующих англо-американскую модель бухгалтерского учета, существует два термина «tax avoidance» и «tax evasion», имеющих одинаковый перевод «уклонение от налогов», но разную смысловую нагрузку. Первый означает совокупность методов минимизации налоговых платежей в рамках закона, второй – незаконное уклонение от налогов. Известны ли вам в российской практике примеры подобных методов? Находят ли они свое отражение в процессе составления финансового плана?

6. Какие ключевые направления развития финансовой деятельности вы бы выделили при разработке финансовой стратегии?

7. Какие недостатки присущи системам планирования, применяемым на отечественных предприятиях? Какие из этих недостатков характерны для вашего предприятия?

8. Какие схемы построения бюджетов вам известны. Охарактеризуйте их позитивные и негативные стороны.

9. Компания «Первый» планирует достичь годового объема продаж в размере 3,2 млн. руб. реализация продукции в течение года осуществляется равномерно. Составьте бюджет доходов и расходов и прогнозный баланс. Если имеется следующая информация:

- Денежные средства: в размере двухнедельной потребности в расходах на сырье и материалы;

- Дебиторская задолженность: оборачиваемость составляет 60 дней;

- Производственные запасы: оборачиваемость составляет 8 оборотов в год;

- Основные средства: остаточная стоимость 500 тыс. руб, амортизационных отчислений достаточно для поддержания их на этом уровне;

- Кредиторская задолженность по товарным операциям: в размере месячной закупки;

- Прочая кредиторская задолженность: в размере 3% объема реализации;

- Банковские ссуды: на момент расчета 50 тыс. руб., верхний лимит составляет 250 тыс. руб.;

- Прочие долгосрочные заемные средства: на момент расчета 300 тыс. руб., из них 75 тыс. руб. будут погашены концу года;

- Акционерный капитал: на момент расчета равен 100 тыс. руб, изменения не предвидится;

- Реинвестированная прибыль: на момент расчета 500 тыс. руб.;

- Прибыль к распределению: 8 % объема реализации;

- Дивиденды: не выплачиваются;

- Себестоимость реализованной продукции: 60% объема реализации;

- Расходы на сырье и материалы: в размере 50% себестоимости реализованной продукции;
- Налог: 24 % налогооблагаемой прибыли.

### Тесты

*1. Финансовое планирование на предприятии не базируется на системах*

- 1) текущего планирования;
- 2) перспективного планирования;
- 3) оперативного планирования;
- 4) бизнес-планирования.

*2. В состав основных бюджетов не входит*

- 1) бюджет доходов и расходов;
- 2) бюджет движения денежных средств;
- 3) расчетный баланс;
- 4) бюджет продаж.

*3. Основные бюджеты предназначены для*

- 1) управления финансами предприятия;
- 2) более точного определения целевых показателей и нормативов финансового планирования;
- 3) оценки финансового состояния бизнеса;
- 4) более точного учета особенностей местного (регионального) налогообложения.

*4. В процессе бюджетного планирования деятельности организации в первую очередь следует разработать*

- 1) инвестиционный бюджет;
- 2) бюджет продаж;
- 3) бюджет производства;
- 4) бюджет прибылей и убытков.

*5. Бюджет доходов и расходов составляется и утверждается*

- 1) на весь бюджетный период;
- 2) ежемесячно;
- 3) ежеквартально;
- 4) на несколько бюджетных периодов.

*6. Бюджет запасов готовой продукции входит в состав*

- 1) основных бюджетов;
- 2) операционных бюджетов;
- 3) вспомогательных бюджетов;
- 4) специальных бюджетов.

# СПИСОК РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

## Основная литература

1. Ковалев, В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалев. – М.: Финансы и статистика, 2004. – 768 с.
2. Финансовый менеджмент: теория и практика: учебник / под ред. Е.С. Стояновой. – М.: Изд-во «Перспектива», 2004. – 656 с.
3. Ван Хорн, Дж., Вахович, Д. Основы финансового менеджмента. 11-е изд. / Дж. Ван Хорн, Д. Вахович; пер. с англ. – М.: Изд. дом «Вильямс», 2001. – 992 с.
4. Бланк, И.А. Финансовый менеджмент: учебный курс. – М.: Ника-Центр, 2004.

## Дополнительная литература

1. Четыркин, Е.М. Методы финансовых и коммерческих расчетов. – М.: «Дело», «BusinessРечь», 1992
2. Финансовый менеджмент: учеб. пособие / под ред. проф. Е.И. Шохина. – М.: ИД ФБК-ПРЕСС, 2002
3. Ковалев В.В. Практикум по анализу и финансовому менеджменту: конспект лекций с задачами и тестами. – М.: Финансы и статистика. – 2006. – 450с.

# ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ .....	1
Тема 1. КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА.....	4
1.1. Основные понятия финансового менеджмента.....	4
1.2. Базовые концепции финансового менеджмента .....	8
Тема 2. СИСТЕМА УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСАМИ НА ПРЕДПРИЯТИИ.....	14
Тема 3. ИНФОРМАЦИОННОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА .....	18
3.1. Система информационного обеспечения.....	18
3.2. Принципы составления финансовой отчетности .....	22
3.3. Системы и методы финансового анализа .....	23
Тема 4. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ПРИНЯТИЯ ФИНАНСОВЫХ РЕШЕНИЙ .....	35
Тема 5. УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЯМИ .....	43
Тема 6. СТОИМОСТЬ И СТРУКТУРА КАПИТАЛА. УПРАВЛЕНИЕ КАПИТАЛОМ .....	57
6.1. Характеристика источников капитала .....	57
6.2. Стоимость источников капитала .....	60
6.3. Управление капиталом .....	65
6.4. Лизинг – способ управления капиталом .....	66
Тема 7. ЛОГИКА ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОГО МЕХАНИЗМА ПРЕДПРИЯТИЯ.....	75
7.1. Эффект финансового рычага .....	75
7.2. Эффект операционного рычага.....	79
7.3. Совокупный риск .....	82
Тема 8. Дивидендная политика .....	87
Тема 9. УПРАВЛЕНИЕ ОБОРОТНЫМИ СРЕДСТВАМИ.....	96
9.1. Чистый оборотный капитал .....	97
9.2. Текущие финансовые потребности .....	101
9.3. Управление запасами.....	105
9.4. Управление дебиторской задолженностью .....	110
9.5. Управление денежными средствами .....	113
Тема 10. УПРАВЛЕНИЕ ЗАТРАТАМИ.....	120
Тема 11. ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ И ПРОГНОЗИРОВАНИЕ. БЮДЖЕТИРОВАНИЕ.....	130
СПИСОК РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ .....	142

Учебное издание

**Составители:**  
**Приходько Светлана Эрнестовна**  
**Батурина Ольга Андреевна**

## **ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ**

Учебное пособие

В авторской редакции  
Компьютерная верстка М.А. Портновой

Лицензия на издательскую деятельность ИД № 03816 от 22.01.2001

Подписано в печать .05.08. Формат 60×84/16.  
Бумага писчая. Печать офсетная. Усл. печ. л..  
Уч.-изд. л. Тираж экз. Заказ

---

Издательство Владивостокский государственный университет  
экономики и сервиса  
690600, Владивосток, ул. Гоголя, 41  
Отпечатано в типографии ВГУЭС  
690600, Владивосток, ул. Державина, 57