

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РФ
Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования
«Тверской государственный университет»

Г.Л. Толкаченко

ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ

для студентов 1 курса магистратуры
по направлению «Финансы и кредит», программа подготовки
«Финансовый менеджмент, учет и анализ рисков»

Тверь 2017

Рецензенты:

кандидат экономических наук, доцент

С.В. Кузина (ТВГУ);

кандидат экономических наук, доцент

Н.Е. Царева (ТИЭМ);

старший преподаватель

Е.Ю.Верецагина (ТВГУ).

Толкаченко Г.Л.

Теория и практика финансового менеджмента: Учебное пособие. - Тверь: Тверской государственный университет, 2017. - 125 с.

Данное издание является учебным пособием «Финансовый менеджмент». В него включены вопросы, входящие в сферу деятельности финансового менеджера предприятия и определяющие основные темы: финансовая отчетность и оценка финансового положения предприятия, экономический анализ и его роль в принятии управленческих решений, управление активами предприятия и основные принципы принятия инвестиционных решений, управление пассивами и основные принципы принятия решений по выбору источников финансирования, внутрифирменное планирование и прогнозирование перспектив развития. Для студентов и аспирантов экономического факультета, а также практических работников, связанных с экономической деятельностью хозяйствующих субъектов.

Утверждено на заседании кафедры 30 августа 2017 г., протокол № 1.

© Толкаченко Г.Л., 2017

©Тверской госуниверситет, 2017

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	7
РАЗДЕЛ I. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА	11
ГЛАВА 1. Сущность и функции финансового менеджмента.....	11
1.1. Понятие финансового менеджмента, его цели и функции.....	11
1.2. Области принятия решений в финансовом менеджменте	12
1.3. Базовые концепции финансового менеджмента.....	15
ГЛАВА 2. ФИНАНСОВЫЕ РЕСУРСЫ И КАПИТАЛ. ФИНАНСОВО-ЭКСПЛУАТАЦИОННЫЕ ПОТРЕБНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	18
2.1. Финансовые ресурсы предприятия. Их источники.....	18
2.2. Финансово-эксплуатационные потребности предприятия.....	21
2.3. Критерии принятия инвестиционных решений. Дисконтирование капитала.....	24
ГЛАВА 3. Денежные потоки и методы их оценки	29
3.1. Понятие денежного потока, аннуитет.....	29
3.2. Методы оценки денежных потоков	31
ГЛАВА 4. Основы принятия инвестиционных решений	35
4.1. Понятие инвестиций, их классификация.....	35
4.2. Методы оценки инвестиционных проектов	37
4.3. Характеристика инвестиционных качеств ценных бумаг	41
4.4. Понятие «инвестиционный портфель», модели его формирования	47
ГЛАВА 5. Управление финансовыми рисками	52
5.1. Виды финансового риска, принципы управления.....	52
5.2. Основные методики анализа финансовых рисков.....	53
5.3. Способы снижения воздействия рисков на деятельность предприятия.....	59
РАЗДЕЛ II. УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ И ПАССИВАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ	61
ГЛАВА 6. Источники финансирования хозяйственной деятельности	61
6.1. Источники и формы финансирования	61
6.2. Особые формы финансирования	70
6.3. Венчурное финансирование.....	73
ГЛАВА 7. Управление капиталом предприятия	75
7.1. Понятие капитала, его структура	75
7.2. Цена капитала, принципы оценки.....	77
7.3. Методы оптимизации структуры капитала	80
ГЛАВА 8. Леверидж и его роль в финансовом менеджменте.....	83
8.1. Производственный (операционный) леверидж	83

8.2. Финансовый левиредж	84
ГЛАВА 9. Дивидендная политика	87
9.1. Основные теории дивидендной политики.....	87
9.2. Этапы проведения дивидендной политики	
ГЛАВА 10. Управление оборотным капиталом	92
10.1. Управление оборотными активами.....	92
10.2. Управление производственными запасами	
10.3. Управление дебиторской задолженностью	94
10.4. Управление движением денежных потоков.....	96
РАЗДЕЛ III. ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ И АНАЛИЗ.....	98
ГЛАВА 11. Финансовое планирование и прогнозирование	98
11.1. Понятие планирования и прогнозирования	98
11.2. Бюджетирование в системе финансового планирования	100
ГЛАВА 12. Анализ финансового состояния предприятия.....	105
12.1. Предварительная оценка финансового состояния.....	105
12.2. Анализ финансовой устойчивости и ликвидности.....	106
12.3. Анализ оборачиваемости активов и финансовых результатов .	110
ГЛАВА 13. Банкротство и антикризисное управление	114
13.1. Применение внутренних механизмов финансовой стабилизации	114
13.2. Санация предприятия	117
ГЛАВА 14. Специальные разделы финансового менеджмента	120
14.1. Финансовые решения в условиях инфляции	120
14.2. Международные аспекты финансового менеджмента.....	122
Глоссарий	124

ВВЕДЕНИЕ

В условиях рынка активно меняющаяся внешняя среда предопределяет необходимость продуманного и эффективного управления финансовыми ресурсами как корпораций, так и представителей малого и среднего бизнеса. В этой связи предприятия все сильнее нуждаются в квалифицированных специалистах, владеющих специфическими методами и инструментами финансового менеджмента.

Финансовый менеджмент представляет собой одно из самых перспективных направлений в экономической науке, удачно сочетающее в себе как теоретические разработки в области финансов, управления, учета, анализа, так и практические подходы.

Предметом изучения курса «теория и практика финансового менеджмента» являются вопросы управления взаимосвязанным комплексом финансовых ресурсов и отношений. Финансовый менеджмент охватывает систему принципов, методов, форм и приемов регулирования рыночного механизма в области финансов с целью повышения конкурентоспособности хозяйствующего субъекта.

В ходе изучения дисциплины «теория и практика финансового менеджмента» ставится комплекс взаимосвязанных задач:

- разобрать теоретические основы, важнейшие понятия, принципы организации и управления финансовой деятельностью хозяйствующих субъектов;
- показать основные возможности применения современных подходов, методов и моделей финансового управления, а также особенности их применения в российских условиях;
- сформировать практические навыки решения типовых задач финансового менеджмента.

В данном учебном пособии курс разделен на три раздела: «Теоретические основы финансового менеджмента», «Управление активами и пассивами предприятия» и «Финансовое планирование и анализ». В первом разделе раскрывается сущность и функции финансового менеджмента, его информационная база и базовые концепции, которые являются фундаментом и отправной точкой развития финансового управления. Особое внимание уделено определению основных областей принятия решений в финансовом менеджменте, выделению по каждому направлению цели управления, его стратегии, а также ключевых показателей. Кроме того, в данном разделе акцентировано внимание на формировании денежных потоков на предприятии, представлены такие методы оценки денежных потоков, как дисконтирование и компаундинг. Изучение основ принятия инвестиционных решений базируется на раскрытии понятийного аппарата и классификации инвестиций,

рассмотрении методологии оценки эффективности инвестиционных проектов и анализа рисков инвестирования.

Управление финансовыми рисками также входит в состав первого раздела и включает сущность и виды финансовых рисков, принципы управления ими, а также основные методики измерения рисков и способы снижения неблагоприятного воздействия финансовых рисков на деятельность предприятий.

Раздел «Управление активами и пассивами предприятия» представлен комплексом из 5 тем, среди которых важнейшая роль отводится управлению финансированием деятельности предприятия, где отражены источники и формы привлечения финансовых ресурсов, в том числе внешнее финансирование, базирующееся на таких особых его видах, как ипотека, факторинг, франчайзинг и форфейтинг.

Привлечение различных источников финансирования приводит к необходимости грамотного управления капиталом предприятия, который необходимо подвергнуть классификации и структурированию, учесть основные принципы формирования капитала и, что важно, стоимость его отдельных источников. Важным моментом является изучение подходов к оптимизации структуры сформированного на предприятии капитала.

Использование заемных источников финансирования деятельности предопределяет необходимость изучения действия механизмов производственного и финансового левириджей, анализ и управление составными элементами которых позволяет обеспечить максимизацию генерирования прибыли на предприятии.

Формирование дивидендной политики в акционерных обществах также тесно связано с управлением привлеченным капиталом на предприятии и здесь акцент сделан на изучении базовых подходов в теории дивидендной политики, на раскрытии специфики отдельных способов расчета дивидендов в рамках данных подходов и методологии проведения дивидендной политики компании.

Управление активами предприятия непосредственно связано с формированием и регулированием функционирования оборотного капитала, где основное управляющее воздействие направлено на такие его составные элементы, как производственные запасы, дебиторская задолженность и денежные средства.

Раздел «Финансовое планирование и анализ» включает финансовое планирование и прогнозирование на предприятии, где подробно освещены принципы успешного финансового планирования, система финансовых планов, составляемых на предприятии, а также методология бюджетирования деятельности компании в предстоящем периоде. При изучении анализа финансового состояния предприятия раскрыты этапы его оценки, включающие составление сравнительного аналитического

баланса, анализ платежеспособности и финансовой устойчивости, кредитоспособности и ликвидности, а также оборачиваемости и финансовых результатов деятельности предприятия.

Ключевым элементом данного раздела является исследование вопросов банкротства и антикризисного управления на предприятии. Здесь раскрывается понятие банкротства и выделяются основные возможные причины его возникновения, выявление которых оказывает непосредственное влияние на разработку механизма финансовой стабилизации предприятия, использование внутренних или внешних методов антикризисного управления.

В завершении курса представлены специальные разделы финансового менеджмента, включающие специфику принятия финансовых решений в условиях инфляции, что особенно актуально при управлении основными средствами предприятия, его производственными запасами и дебиторской задолженностью. Кроме того, особое внимание уделено международным аспектам финансового менеджмента с позиции привлечения источников финансирования на международном рынке капитала.

Результатом изучения студентами учебного курса «Финансовый менеджмент» должно стать приобретение комплекса знаний по следующим основным направлениям:

- система показателей информационного обеспечения, базовые концепции, методологические основы принятия финансовых решений;

- источники формирования и направления использования финансовых ресурсов предприятий;

- методологические основы управления основным и оборотным капиталом;

- принципы разработки и реализации инвестиционной политики предприятия;

- экономические основы финансового планирования и прогнозирования;

- основные составляющие системы антикризисного управления.

Кроме того, студенты должны приобрести практические навыки работы с показателями финансово-хозяйственной деятельности предприятий, то есть уметь:

- производить оценку финансовых и реальных активов;

- проводить анализ цены и структуры капитала;

- осуществлять разработку и оценку инвестиционных проектов;

- анализировать финансовые и инвестиционные риски;

- составлять финансовые планы и прогнозы;

- решать задачи по формированию дивидендной политики.;

- оценивать финансовое состояние предприятия.

Таким образом, в данном учебном пособии раскрываются основы

финансового управления на предприятии, изучаемые студентами экономических специальностей, а логика построения учебного курса по финансовому менеджменту и основной его материал апробированы автором в процессе чтения лекций студентам вузов.

РАЗДЕЛ I. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

ГЛАВА 1. Сущность и функции финансового менеджмента

1.1. Понятие финансового менеджмента, его цели и функции

В условиях рыночной экономики финансовое управление приобретает особую значимость, поскольку позволяет оптимизировать целый ряд процессов на предприятии, что, в свою очередь, способствует максимизации прибыли, а также достижению иных целей собственников.

Существует значительное количество определений понятия финансовый менеджмент, однако наиболее емким и вместе с тем лаконичным можно считать следующее. *Финансовый менеджмент* — это прикладная научная дисциплина по методологии и технике управления корпоративными финансами.

Появление финансового менеджмента как прикладной науки происходило под воздействием ряда *предпосылок*:

- финансовые ресурсы ограничены, поэтому возникает необходимость их наиболее эффективного использования;
- главная цель организации - максимизация собственной стоимости, увеличение богатства собственников;
- финансовая стоимость создается при участии трех взаимосвязанных переменных:
- потока денежных средств; времени осуществления; предпринимательских рисков.

Указанные предпосылки предопределили постановку *целей* финансового менеджмента:

- 1) максимизация рыночной стоимости организации;
- 2) увеличение доходов собственников;
- 3) максимизация прибыли и минимизация расходов;
- 4) избежание крупных финансовых неудач и банкротства.

Выполняемые финансовым менеджментом *функции* достаточно разнообразны и к основным из них следует отнести: организацию, анализ, планирование, мотивацию и контроль.

Организация предполагает структурирование объекта управления, определение прав и обязанностей соответствующих подразделений. Как правило, структурные единицы выделяются по иерархическому или функциональному признаку с определением центров ответственности и контроля. В процессе реализации функции организации финансового менеджмента достигаются соответствие и интеграция его содержательной и функциональной сторон с действующей структурой системы управления на предприятии. При этом необходимо обеспечивать постоянную

адаптацию организационных структур к меняющимся условиям внешней среды.

Осуществление эффективного финансового управления во многом зависит от реализации функции *анализа*, предполагающей периодическую оценку финансово-экономического состояния предприятия, его ликвидности и финансовой устойчивости, а также результатов проведения отдельных операций и хозяйственной деятельности в целом. В процессе анализа выявляются «узкие» места в деятельности предприятия, складывающиеся тенденции в его развитии, имеющиеся альтернативы и их возможные исходы.

Планирование предполагает постановку целей и выбор путей их достижения с учетом ограниченности имеющихся или доступных ресурсов. Эта функция является одной из главных в финансовом менеджменте. Планирование основных показателей хозяйственной деятельности предприятия осуществляется исходя из сложившейся рыночной конъюнктуры, спроса и предложения на данный вид товаров и услуг, уровня конкуренции и т.д. Планирование тесно связано с анализом, поскольку базируется на его результатах.

Мотивация представляет собой деятельность, направленную на реализацию поставленных целей. С помощью этой функции приводятся в действие различные факторы, влияющие на поведение людей и учитывающие их потребности. В процессе ее реализации формируется система поощрения и санкций для персонала отдельных структурных подразделений предприятия за выполнение или невыполнение целевых финансовых показателей, нормативов и плановых заданий, за экономию ресурсов и повышение производительности труда и т.п.

Сущность *контроля* состоит в том, чтобы своевременно определить, насколько реальные процессы в финансовой деятельности предприятия отклоняются от запланированных параметров. Установить причины таких отклонений и оперативно реагировать на их возникновение.

1.2. Области принятия решений в финансовом менеджменте

В силу имеющей место непредсказуемости развития ситуации на рынке, а также общей сложности финансового управления, представляется целесообразным выделить отдельные сферы финансового менеджмента, в рамках которых преследуется единая цель. Это позволит четко сформулировать основные стратегии управления, выделить комплекс ключевых показателей, на которые следует опираться в процессе управления. Таким образом, выделяя в целом отдельные сектора, можно будет систематизировать принимаемые решения с целью более полного учета всех возможных факторов и повышения общей эффективности финансового менеджмента.

В этой связи выделим с составе финансового менеджмента на предприятии три *области принятия решений*: текущая деятельность; инвестиции; финансирование (таблица 1).

В процессе осуществления текущей деятельности основное внимание финансового менеджера сконцентрировано на непрерывности и эффективной ритмичности процесса производства, что, как правило, сводится к противодействию возникновению кассовых разрывов. В этой связи основной целью в процессе текущей деятельности становится контроль над потоками денежных средств. Соответственно, стратегия управления включает такие направления, как синхронизация притока и оттока денежных средств; экономное использование ресурсов; рентабельность; выполнение долговых обязательств. В целях осуществления подобного контроля используется комплекс показателей хозяйственной деятельности (таблица 1), которые характеризуют отдельные хозяйственные операции.

Таблица 1 — Основные подходы к принятию решений в финансовом менеджменте

Область решений	Основные цели	Основы стратегии	Ключевые показатели
1. Текущая деятельность	Контроль за потоками денежных средств	1. Синхронизация притока и оттока денежных средств 2. Экономное использование ресурсов 3. Рентабельность 4. Выполнение долговых обязательств	1. Цены и тарифы 2. Нормы и нормативы 3. Налоговые ставки 4. Индексы инфляции 5. Выручка и доходы 6. Издержки и расходы 7. Прибыль и рентабельность
2. Инвестиции	Вложения в основной и оборотный капитал	1. Выбор инвестиционных проектов 2. Выбор источников финансирования	1. Чистая приведенная стоимость 2. Выутренняя норма доходности 3. Индекс рентабельности 4. Срок окупаемости

3. Финансирование	1. Финансовая устойчивость 2. Платежеспособность 3. Ликвидность 4. Рентабельность	1. Самофинансирование 2. Синхронизация денежных потоков 3. Выплата дивидендов 4. Достаточность финансовых ресурсов	1. Рентабельность 2. Коэффициент капитализации 3. Коэффициент выплаты дивидендов 4. Коэффициенты ликвидности и др.
-------------------	--	---	---

Еще одной областью принятия решений является инвестиционная деятельность предприятия, которая предполагает вложения в его основной и оборотный капитал. В данной сфере стратегически важно выбрать оптимальные с позиции предприятия инвестиционные проекты, а также определиться с выбором источников их финансирования. Для этой цели финансовый менеджер использует комплекс финансовых показателей, основными из которых являются такие динамические критерии оценки эффективности инвестиционных проектов, как чистая приведенная стоимость, внутренняя норма доходности, индекс рентабельности и дисконтированный срок окупаемости.

Финансирование хозяйственной деятельности также имеет концептуальное значение для процветания предприятия, в связи с чем эту сферу целесообразно выделить в качестве отдельной области принятия решений. При этом целями эффективной организации процесса финансирования является обеспечение стабильной финансовой устойчивости предприятия, его платежеспособности, а также ликвидности и рентабельности деятельности. Для достижения означенных целей менеджеру приходится базироваться на разумном уровне самофинансирования, обеспечивать синхронизацию денежных потоков, своевременную выплату дивидендов и при этом привлекать достаточный объем финансовых ресурсов. В качестве контрольных индикаторов целесообразно использовать ряд финансовых показателей, отмеченный в таблице 1.

Важным моментом в организации эффективного финансового менеджмента на предприятии является наличие полноценного информационного обеспечения деятельности финансового менеджера. Данное *информационное обеспечение* формируется как из внешних, так и внутренних источников.

Система показателей информационного обеспечения финансового менеджмента, которая формируется из *внешних источников*, включает:

- 1) показатели, характеризующие общеэкономическое развитие страны:
 - показатели макроэкономического развития;
 - показатели отраслевого развития;
- 2) показатели, характеризующие конъюнктуру финансового рынка:

- показатели конъюнктуры рынка фондовых инструментов;
 - показатели конъюнктуры рынка денежных инструментов;
- 3) показатели, характеризующие деятельность контрагентов и конкурентов:
- банков;
 - страховых компаний;
 - поставщиков продукции;
 - покупателей продукции;
 - конкурентов;
- 4) нормативно-регулирующие показатели:
- по финансовой деятельности предприятий;
 - по функционированию отдельных сегментов финансового рынка.

В свою очередь из *внутренних источников* выбирается комплекс показателей, которые также являются слагаемыми информационного обеспечения финансового менеджмента:

- 1) показатели, характеризующие финансовое состояние и результаты финансовой деятельности по предприятию в целом:
- состав активов и структура используемого капитала;
 - основные финансовые результаты хозяйственной деятельности предприятия;
 - движение денежных средств и отдельных финансовых фондов;
- 2) показатели, характеризующие финансовые результаты деятельности отдельных структурных подразделений предприятия:
- финансовые результаты по основным сферам финансовой деятельности;
 - финансовые результаты деятельности в региональном разрезе;
 - финансовые результаты деятельности отдельных центров ответственности;
- 3) нормативно-плановые показатели, связанные с финансовым развитием предприятия:
- система внутренних нормативов, регулирующих финансовое развитие предприятия;
 - система плановых показателей финансового развития предприятия.

1.3. Базовые концепции финансового менеджмента

Функционирование всей системы финансового менеджмента базируется на комплексе концептуальных установок или концепций, которые принимают вид бесспорных аксиом. Основополагающими из них являются: концепция временной стоимости денег, концепция денежных потоков, концепция финансовых рисков, концепция цены капитала,

концепция альтернативных затрат.

Сущность *концепции временной стоимости денег* заключается в утверждении, что денежная единица, полученная в настоящее время, имеет большую стоимость, нежели будущие деньги.

В качестве причин временной стоимости денег можно выделить:

- психологический фактор («лучше синица в руках, чем журавль в небе»);
- инфляция;
- оборот денег и получение дохода от них;
- возможные риски.

В силу указанных причин настоящие деньги становятся для предпринимателя дороже будущих, а денежные потоки, полученные в разные моменты времени не сопоставимы по своей стоимости. Для обеспечения сопоставимости денежных средств используется техника процентных вычислений (техника сложных процентов), которая позволяет получить настоящую стоимость при помощи дисконтирования, а будущую стоимость при помощи компаундинга или наращивания.

Не менее важной является *концепция денежных потоков*, которая утверждает, что управление финансами осуществляется на основе движения денежных средств. При этом следует особо отметить предпочтительность использования размера денежных потоков как базы для финансовых расчетов, нежели показателей прибыли предприятия за период. В качестве причин данного предпочтения следует отметить:

- прибыль неадекватно отражает текущие результаты деятельности, поскольку определяется методом начислений;
- прибыль не учитывает фактор времени и риска;
- наблюдение за динамикой прибыли невозможно в рамках оперативного финансового плана;
- денежные потоки можно привести к настоящей и будущей стоимости;
- потоки денежных средств могут быть достаточно просто рассчитаны за любой период времени.

Таким образом, при принятии решений в финансовом менеджменте используются показатели денежных потоков, которые наиболее информативны и максимально отражают реальную ситуацию.

Концепция финансовых рисков утверждает, что риски в рыночной экономике неизбежны в силу ее слабой предсказуемости, с чем трудно не согласиться. В этой связи, согласно данной концепции, при принятии решений финансового характера необходимо учитывать следующие обстоятельства:

- доходы и возможные риски взаимосвязаны;
- большой доход обычно сопряжен с большим риском;

- предполагаемые доходы должны быть соразмерны риску;
- риски могут быть минимизированы на основе различных стратегий.

Одной из основополагающих концепций финансового менеджмента является *концепция цены капитала*, которая утверждает что в условиях рыночной экономики капитал, как собственный, так и заемный, имеет цену. При этом в качестве *цены* любого элемента капитала компании выступает выраженная в процентах стоимость привлечения соответствующих средств (затрат на привлечение капитала) к величине этого источника капитала.

Исходя из данного определения цены капитала, мы можем утверждать, что структура используемого капитала непосредственно влияет на его суммарную цену. То есть, чем выше доля дорогих источников капитала, тем выше его суммарная стоимость, и наоборот. В конечном итоге корпорации стремятся к снижению цены капитала, что повышает эффективность финансовых решений.

Помимо указанных выше концепций нельзя не уделить внимания *концепции альтернативных затрат*, которая утверждает, что принятие любого решения финансового характера в подавляющем большинстве связано с отказом от какого-то альтернативного варианта. Реализация данного альтернативного проекта могла бы также принести определенный доход, однако, принимая решение об отказе, мы данный доход теряем или упускаем. Таким образом, финансовому менеджеру необходимо этот упущенный доход по возможности учитывать в процессе принятия решений.

Глава II. ФИНАНСОВЫЕ РЕСУРСЫ И КАПИТАЛ. ФИНАНСОВО-ЭКСПЛУАТАЦИОННЫЕ ПОТРЕБНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

2.1. Финансовые ресурсы предприятия. Их источники

2.2. Финансово-эксплуатационные потребности предприятия

3.3. Критерии принятия инвестиционных решений. Дисконтирование капитала

2.1. Финансовые ресурсы предприятия. Их источники

Финансовые ресурсы предприятий - это денежные средства, имеющиеся в его распоряжении и направляемые на:

- развитие производственно-торгового процесса (сырье, материалы, расчетные счета и т.д.);
- содержание объектов непромышленной сферы;
- потребление;
- резерв.

Финансовые ресурсы - это капитал в денежной форме, то есть стоимость, приносящая прибавочную стоимость (Д - Т - Д'). Чем больше оборотов совершит капитал, тем более состоятельным будет предприятие.

В структуру капитала входят:

- 1) денежные средства, вложенные в основные фонды;
- 2) оборотные фонды;
- 3) фонды обращения.

Основные фонды - это средства труда, многократно используемые в процессе производства и сохраняющие при этом свою материально-вещественную форму. Стоимость основных фондов переносится на готовый продукт постепенно по мере износа. Эти суммы после реализации накапливаются в амортизационном фонде.

Денежные средства, авансированные на приобретение основных фондов, называются основными средствами (основной капитал). Их вложение осуществляется авансом, поэтому они называются авансированными.

Нематериальные активы - вложение денежных средств в нематериальные объекты, используемые в течение длительного времени и приносящие доход (патенты, лицензии, ноу-хау).

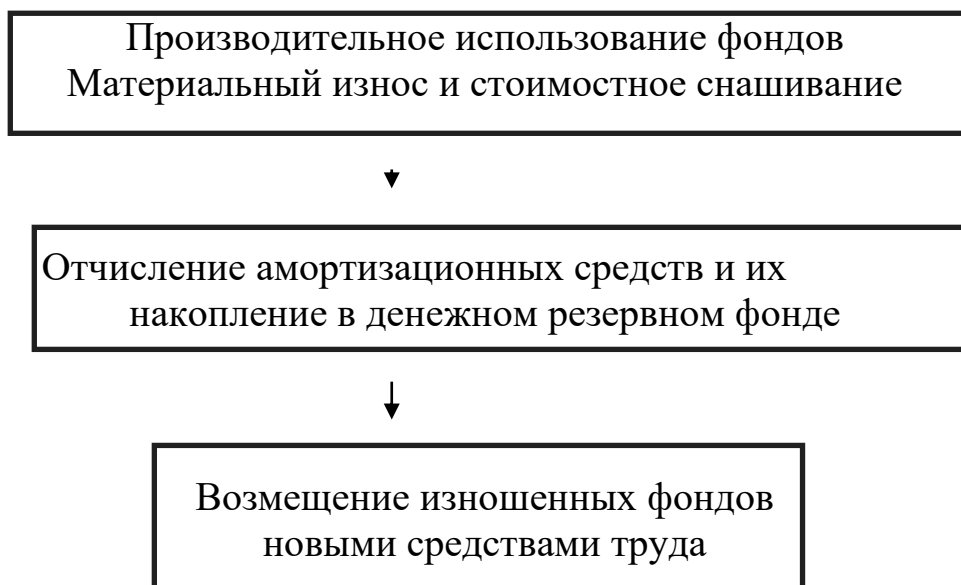


Рис. 2.1. Оборот основных фондов

Оборотные фонды - это материально-вещественные ценности, принимающие участие в одном производственном цикле и целиком переносящие свою стоимость на готовый продукт. Они обеспечивают непрерывность и ритмичность производства.

Фонды обращения обслуживают процесс обращения товаров и включают нереализованную продукцию, средства в кассе и расчетах и т.д.

Оборотные фонды и фонды обращения тесно связаны между собой, постоянно перетекают друг в друга и называются оборотными средствами.

Деятельность любого предприятия начинается с формирования уставного капитала - суммы вкладов учредителей (в любом виде - деньги, валюта, оборудование, ценные бумаги и т.д.). Он неизменен. Его увеличение или уменьшение производится в установленном порядке по решению собрания учредителей.

В финансовой деятельности предприятия различают активы и пассивы.

Активы - совокупность имущественных прав предприятия, принадлежащих ему: а) основные фонды;
б) нематериальные активы;
в) оборотные средства.

Активы - Долги = Чистые активы.

Пассивы - совокупность долгов и обязательств, состоящая из:

- а) заемных средств;
- б) привлеченных средств.

Субвенция - дотация государства из внебюджетных фондов на определенное мероприятие. Если она используется не по цели, ее изымают.

Финансовые ресурсы предприятия делятся на:

- собственные;
- чужие.

Собственные средства включают:

1. Прибыли и доходы (балансовая прибыль).

а) прибыль от реализации продукции;

б) прибыль от прочей реализации;

в) прибыль по внереализационным операциям (штрафы, пени, неустойки, дооценка фондов и т.д.).

Эти средства распределяются на предприятии так, как показано на рис. 2.2.

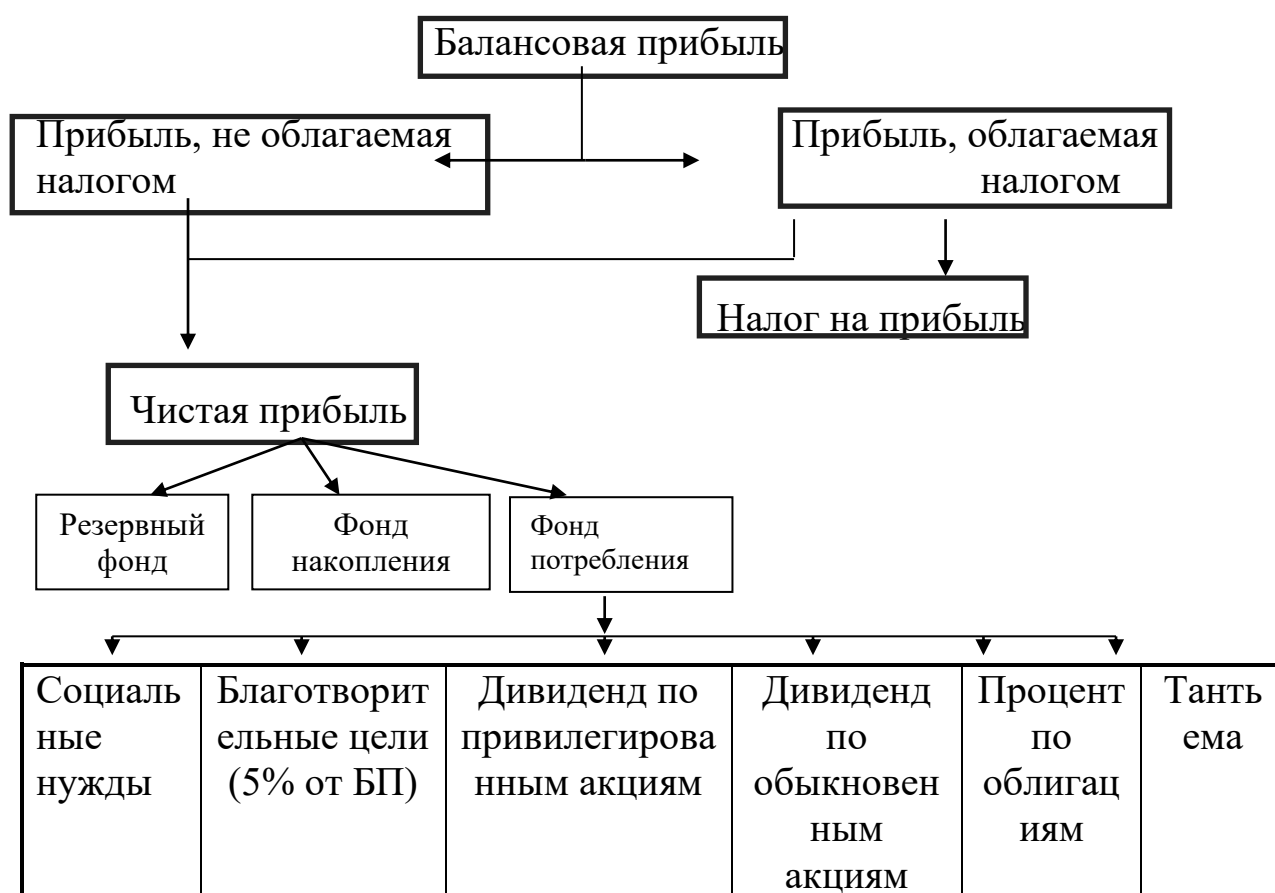


Рис. 2.2 распределение балансовой прибыли хозяйствующего субъекта

2. Амортизационные отчисления.

Это устойчивый источник финансовых ресурсов. Начисление производится двумя методами:

- а) равномерно;

б) ускоренно: малые предприятия в течение первого года списывают 50% стоимости со сроком службы более трех лет. Они проводят ускоренную амортизацию активной части фондов по двойным нормам.

Средства, полученные от продажи ценных бумаг.

Паевые и иные взносы юридических и физических лиц.

Это взносы работников в развитие данного предприятия, которые начислили вкладчику % в размере и в сроки, оговоренные договором.

Одним из видов взносов может быть ноу-хау (знаю как):

- 1) технического характера (детали, инструменты и т. д.);
- 2) коммерческого (рынки сбыта, реклама и т. д.).

В мировой практике цена Н-Х составляет 5% от будущей прибыли, но иногда и 20%, т.е. необходим расчет.

Ноу-хау оплачиваются 3 методами:

- 1) роялти - постепенные выплаты в зависимости от определенных показателей (роста прибыли);
- 2) паушальный платеж - единовременная выплата;
- 3) кост-плас - выплаты за дополнительные услуги сверх паушального платежа.

Под чужими средствами предприятия в первую очередь понимают кредиты:

банковские - выдаваемые банком на условиях срочности, возвратности и платности в виде краткосрочных или (очень редко) долгосрочных ссуд (больше года). Они бывают в зависимости от цели:

- а) на финансирование оборотных средств (краткосрочные);
- б) капитальных вложений (долгосрочные);

коммерческий - отсрочка платежа одним предприятием другому;

инвестиционный налоговый кредит - отсрочка налогового платежа, предоставляемая государственными органами;

привлечение средств у других предприятий, взятых в займы, - займы.

Кроме названных предприятия могут иметь прочие средства:

благотворительные взносы;

спонсорские средства;

продажа заложенного имущества должника и т.д.

2.2. Финансово-эксплуатационные потребности предприятия

В процессе хозяйственной деятельности предприятие испытывает кратковременные потребности в средствах, такие как закупка сырья, топлива, отсрочка платежей, и т.д.

Разница между средствами, иммобилизованными в запасах и клиентской задолженности, и задолженностью предприятия

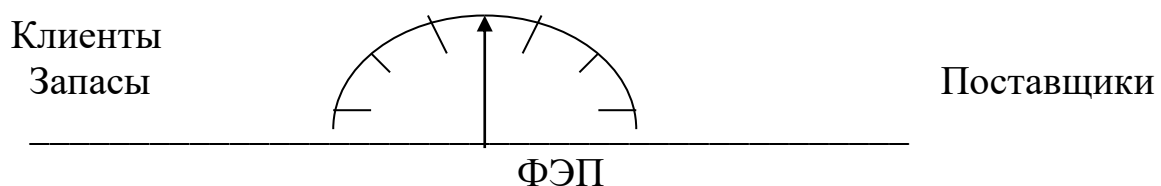
поставщикам называется финансово-эксплуатационными потребностями предприятия (ФЭП).

Часто ее называют потребностью в оборотных средствах, или эксплуатационной потребностью.

Для финансового состояния предприятия

благоприятно	неблагоприятно
Отсрочка платежа (она дает источник финансирования, порождаемый самим эксплуатационным циклом) а) коммерческий кредит б) зарплата в) государство (налог) (поставщики)	1) замораживание средств в запасах (сырья, готовой продукции) (запасы) 2) предоставление отсрочек платежей клиентам (клиенты)

ФЭП вытекают из разницы между неблагоприятными и благоприятными факторами жизни предприятия, что представлено на «весах» Ж. Франсона и И. Романа «Финансы предприятия».



Для достижения своих целей предприятию необходим производственный аппарат. Затраты на него отражаются в активе баланса. Для целей анализа производственный аппарат можно представить как совокупность сумм, иммобилизованных в основных средствах и вложениях, и финансово-эксплуатационных потребностей, то есть:

Иммобилизационные активы

- а) здания, сооружения
- б) машины, станки
- в) нематериальные активы (патенты, лицензии)

Финансово-эксплуатационные потребности

- а) запасы сырья и топлива
- б) долговые права к клиентам
- в) долговые обязательства поставщикам

ФЭП исчисляют в процентах к обороту. Например:

ФЭП $\geq 30\%$ от объема продаж

ФЭП $\geq 35\%$ от выручки от РП или во времени относительно оборота

ФЭП эквивалентно дням (месяцам) оборота:

ФЭП * 360 дней .

оборот

Получается, что для успеха в бизнесе необходимо, чтобы клиентская задолженность была значительно ниже обязательств поставщиков. То есть в этом случае ФЭП будет отрицательной, а средств у предприятия более чем достаточно для бесперебойной работы.

Как этого достичь?

На ФЭП влияют:

1) длительность эксплуатационного цикла: чем быстрее сырье превращается в ПП, тем меньше средств в запасах;

2) темпы роста производства: так как ФЭП зависят от оборота, то и величина их будет изменяться параллельно динамике оборота;

3) величина добавленной стоимости: чем меньше добавленная стоимость, тем в большей степени «кредит» поставщиков покрывает клиентскую задолженность.

Однако существует парадоксальная ситуация. При высокой норме добавленной стоимости:

$$\frac{\text{Дс}}{\text{оборот}} * 100\%$$

и, казалось бы, небольшой зависимости предприятия от закупок сырья фирме приходится просить своих поставщиков о более длительных отсрочках платежей.

Какова же разумная отсрочка по клиентской задолженности и платежам поставщикам?

Рассмотрим пример.

Предприятия А и Б получают один месяц отсрочки платежа по поставкам сырья и в свою очередь предоставляют клиентам одномесячные отсрочки.

Идеальная ситуация? Нет.

Если месячный оборот предприятия А составляет 100 тыс. руб., а стоимость потребляемого сырья - 50 тыс. руб., то клиентская задолженность перекрывается кредитом поставщиков лишь наполовину:

$$\begin{array}{rcl} \text{клиентская задолженность} & \text{кредит поставщиков} & \\ 100 \text{ тыс. руб.} & - & 50 \text{ тыс. руб.} & = & 50 \text{ тыс. руб.} \\ 1 \text{ мес.} * \text{мес. оборот} & & 1 \text{ мес.} * \text{мес. объем} & & \\ & & \text{закупок сырья} & & \end{array}$$

У предприятий с таким же месячным оборотом (100 тыс. руб.), но с меньшим потреблением сырья (25 тыс. руб.) и большей нормой добавленной стоимости выходит:

$$100 \text{ тыс. руб.} - 25 \text{ тыс. руб.} = 75 \text{ тыс. руб.}$$

Значит, предприятию А необходима двухмесячная отсрочка по

платежам поставщикам, чтобы компенсировать одномесячную отсрочку клиентам, а предприятию Б - четырехмесячная.

Далее, предприятию А для достижения отрицательного ФЭП требуется просить у поставщиков 2,5 - 3 месяца отсрочек, а предприятию Б – 4,5 - 6, что в условиях современной экономики просто несбыточно. Ужесточение же сроков расчета с клиентами грозит осложнениями в сбыте продукции.

Но выход есть.

Для соблюдения сроков выплат и поступлений можно прибегнуть: 1) к банковскому кредиту;

2) учету векселей;

3) новой прогрессивной форме финансирования текущих потребностей - **факторингу.**

Большое преимущество малых предприятий - отрицательная величина ФЭП, так как

1) невелика норма добавленной стоимости;

2) удачное соотношение в сроках платежей по закупке сырья и поступлений за готовую продукцию.

В результате «кредит» поставщиков покрывает средства в запасах и клиентскую задолженность и служит дополнительным источником финансирования для предприятия.

2.3. Критерии принятия инвестиционных решений. Дисконтирование капитала.

В общем виде вложение средств целесообразно, если доходы превышают издержки и из нескольких вариантов выбирается наиболее эффективный.

Какой же способ вложения наиболее выгодный (вложения в производство, ценные бумаги, науку и т.д.)?

Существует несколько правил, которые следует учитывать:

Правило первое

Вкладывать средства имеет смысл, если от этого может быть получена чистая прибыль (за вычетом налогов) больше, чем от хранения денег в банке.

Правило второе

Инвестировать средства имеет смысл, когда рентабельность инвестиций превышает темпы инфляции.

Учитывая названные правила, инвестору целесообразно вкладывать средства, если прибыль превысит сумму банковского процента плюс

процент инфляции.

Правило третье

Инвестировать средства имеет смысл только в наиболее рентабельные с учетом дисконтирования проекты.

Остановимся на дисконтировании подробнее.

Инвестирование средств всегда являлось процессом рискованным, и чем длительнее срок окупаемости, тем рискованнее проект. Поэтому при принятии финансовых решений необходимо оценивать затраты, выручку, прибыль и экономическую рентабельность с учетом временных изменений.

Эта операция называется дисконтирование и производится обычно для нескольких альтернативных вариантов.

Дисконтирование основано на том, что любая сумма, которая будет получена в будущем, в настоящее время обладает меньшей субъективной полезностью (ценностью). Это основано на том, что если ее пустить сегодня в оборот и заставлять приносить доход, то в будущем она приумножится.

«Раз монета круглая - пусть оборачивается!», - гласит французская пословица.

Дисконтирование определяет нынешний (текущий) денежный эквивалент суммы, которая будет получена в будущем. Для этого надо ожидаемую к получению в будущем сумму уменьшить на доход, нарастающий за определенный срок, по правилу сложных процентов.

Пример. Если мы сегодня инвестируем 100000 рублей под 10% годовых, то через год получим:

$100000 * (100\% + 10\%) = 100000 * (1 + 0.1) = 110$ тысяч рублей
через 2 года

$100000 * (1 + 0.1) = 121000$ рублей и т.д.

Этот процесс реинвестирования капитала вместе с доходом на него для получения еще большего дохода в следующих периодах называется сложением процентов и описывается формулой **n**

$$BS = NS * (1+r)^n, \text{ где}$$

BS - будущая денежная сумма (будущая стоимость);

NS - начальная (нынешняя текущая) стоимость;

r - ставка доходности, или норма доходности;

n - число лет, за которое производится суммирование дохода.

Из формулы видно, что современная стоимость денежной суммы тем ниже, чем выше норма доходности и отдаленнее срок получения дохода.

Учитывая три приведенные правила, выбор инвестиционного проекта из нескольких вариантов будет производиться в следующем порядке путем сравнения:

- 1) сравнение среднегодовой рентабельности инвестиций со средней ставкой банковского процента;
- 2) сравнение проектов с точки зрения страхования от инфляционных потерь;
- 3) сравнение периодов окупаемости инвестиций;
- 4) размеров требуемых инвестиций;
- 5) стабильности поступления средств;
- 6) рентабельности инвестиций за 5 лет;
- 7) рентабельности инвестиций за 5 лет с учетом дисконтирования.

Это основные критерии принятия инвестиционных решений.

Сравнивая данные критерии и комбинируя их в различных сочетаниях, финансовый менеджер делает выбор в пользу того или иного проекта.

Но предопределяет выбор субъективное выделение главных на данный момент для предприятия критериев.

Рассмотрим это на примере:

Показатели	Проект А	Проект Б
Инвестиции, тыс. руб. Всего	600	650
Поступления (выручка), тыс. руб.		
за первый год	270	400
за второй год	200	350
за третий год	120	100
за четвертый год	90	50
за пятый год	70	0
<u>Итого за 5 лет</u>	<u>750</u>	<u>900</u>
Прибыль, тыс. руб. Всего	150	250
Среднегодовая прибыль, тыс. руб.	30	50
Рентабельность инвестиций в целом за 5 лет, %	25	38
Среднегодовая рентабельность инвестиций, %	5	7,6
Прогнозируемые среднегодовые темпы инфляции	4%	
Среднегодовая ставка банковского процента	10% годовых	

Проанализируем данную таблицу по основным критериям:

1. Среднегодовая рентабельность инвестиций и средняя ставка банковского процента.

По обоим проектам выгоднее хранить деньги в банке, но по проекту Б упущенная выгода меньше. (Проекты рассматриваются дальше, так как предполагается, что они очень важны).

2. Инфляционные потери.

Среднегодовая рентабельность по обоим проектам превышает темпы роста инфляции, но по проекту Б разница между этими показателями (7,6% - 4% = 3,6%) больше чем по проекту А (5% - 4% = 1%). Это свидетельствует в пользу проекта Б.

3. Период окупаемости инвестиций: по проекту Б он - быстрее.

4. Размер требуемых инвестиций: проект Б на 50 тыс. руб. дороже - это может породить трудности финансирования.

5. Стабильность поступлений:

А - 5 лет;

Б - 4 года дают средства.

Важно решить, что главнее - стабильный приток средств или наибольший приток средств в первые два года.

6. Рентабельность за пять лет проекта Б лучше.

7. Сравниваем рентабельность инвестиций в целом за пять лет с учетом дисконтирования, взяв за основу ставку банковского процента в 10% годовых

	Проект А		Проект Б	
	до дисконтирования	после дисконтирования	до дисконтирования	после дисконтирования
Инвестиции, тыс. руб.	600	600	650	650
Поступления (выручка), тыс. руб.				
1-ый год	270	$270 / (1 + 0,1) = 245,5$	400	$400 / (1 + 0,1) = 363,6$
2-ой год	200	$270 / (1 + 0,1) = 120$	350	$350 / (1 + 0,1) = 289,3$
3-ий год	120	90	100	$100 / (1 + 0,1) = 75,2$
4-ый год	90	$120 / (1 + 0,1) = 90,2$	50	$50 / (1 + 0,1) = 34,2$
5-ый год	70	$90 / (1 + 0,1) = 61,5$	0	$70 / (1 + 0,1) = 43,8$
Итого поступлений,	750	606,3	900	762,3

тыс. руб.				
Прибыль, тыс. руб. Всего	150	$606,3 - 600 = 6,3$	250	$762,3 - 650 = 112,3$
Экономическая рентабельность после дисконтирования	$\frac{6,3 * 100\%}{600} = 1,05\%$		$\frac{112,3 * 100\%}{650} = 17,3\%$	

Последние цифры не требуют комментария.

Но

важно субъективное выделение главного на данный момент для предприятия критерия, то есть если стратегии фирмы в наибольшей степени соответствует проект, обеспечивающий пусть скромную, но стабильную выручку, то проект А будет лучше.

Если основное - прибыльность проекта, - тогда проект Б.

ГЛАВА 3. Денежные потоки и методы их оценки

3.1. Понятие денежного потока, аннуитет

Как уже отмечалось выше, концепция денежных потоков является фундаментальной для финансового управления. В этой связи необходимо четко определить сущность данной экономической категории, а также основные параметры оценки.

Денежный поток — это денежные средства, получаемые предприятием от всех видов деятельности и расходуемые на обеспечение дальнейшей деятельности. Главным фактором формирования входящего денежного потока на предприятии является оплата покупателями стоимости проданной продукции. При этом исходными показателями для расчета денежных поступлений становятся выручка от реализации и прибыль от продаж.

Формирование денежного потока на предприятии следует оценивать по каналам поступления денежных средств и направлениям их использования.

Поступление денежных средств происходит в следующих формах:

1. Выручка от продажи товаров, работ, услуг.
2. Выручка от продажи имущества.
3. Полученные авансы.
4. Бюджетное и другое целевое финансирование.
5. Безвозмездное получение ресурсов.
6. Кредиты и займы.
7. Дивиденды и проценты по финансовым вложениям.
8. Другие поступления.

Использование денежных средств осуществляется по следующим направлениям:

1. Оплата приобретенных товаров, работ, услуг.
2. Оплата труда.
3. Отчисления единого социального налога.
4. Выдача подотчетных сумм и авансов.
5. Оплата долевого участия в строительстве.
6. Оплата машин, оборудования, транспортных средств.
7. Финансовые вложения.
8. Выплата дивидендов и процентов по ценным бумагам.
9. Расчеты с бюджетом.
10. Оплата процентов и основной суммы долга по полученным кредитам и займам.
11. Прочие необходимые выплаты и перечисления.

Разность между поступившими и уплаченными суммами денежных средств составляет балансовый остаток денежных средств на конец

периода.

В соответствии с фазами реализации инвестиционного проекта можно выделить три основных элемента его денежного потока:

- чистый объем первоначальных затрат (I);
- чистый денежный поток от предполагаемой деятельности (OCF);
- чистый денежный поток, возникающий в результате завершения проекта (LCF).

Исходя из выделенных элементов, определим суммарный денежный поток от проекта (FCF) следующим образом:

$$FCF = -I + OCF + LCF \quad (1)$$

Чистые инвестиции (I) обычно состоят из общего объема требуемого для новых активов капитала за вычетом стоимости любых высвобождаемых фондов, что вызвано принятием проекта. Помимо стоимости новых активов сюда включаются также все затраты, связанные с их доставкой и вводом в эксплуатацию. Таким образом, формула расчета первоначальных затрат будет иметь вид:

$$I = FA + WC - IT, \text{ где} \quad (2)$$

FA - чистый прирост основных фондов;

WC - чистое изменение оборотного капитала;

IT - чистая величина налоговых/инвестиционных льгот.

Основным элементом денежного потока проекта являются выплаты и поступления от предполагаемой им операционной деятельности (OCF) в течение эксплуатационной фазы жизненного цикла. В каждом периоде t их величина может быть определена как:

$$OCF = (R - VC - FC * (1 - T) + A_t * T), \text{ где} \quad (3)$$

R - изменение объема поступлений от реализации товаров и услуг;

VC - изменение величины переменных затрат;

FC - изменение величины постоянных затрат;

A - изменение амортизационных отчислений;

T - ставка налога на прибыль.

Заключительным, хотя и необязательным элементом денежного потока, являются средства, высвобождаемые в конце жизненного цикла проекта

(LCF). Такие средства могут возникать от продажи ненужного оборудования, а также полного или частичного высвобождения различных элементов оборотного капитала. В общем случае этот элемент денежного потока может быть определен по формуле:

$$LCF = FA + WC, \text{ где} \quad (4)$$

FA — чистая (посленалоговая) стоимость проданных активов;

WC - высвобождение оборотного капитала.

Таким образом формируется суммарный денежный поток (FCF) на предприятии.

На практике в процессе хозяйственной деятельности выделяют два вида денежного потока: пренумерандо и постнумерандо. *Денежный поток пренумерандо* возникает, если поступления имеют место в начале временного периода. *Денежный поток постнумерандо* — поступления имеют место в конце временного периода.

Кроме того, суммарный денежный поток может быть распределен по периодам времени как неравными величинами, так и в виде аннуитета.

Аннуитет - это поток платежей, все элементы которого распределены во времени так, что интервалы между любыми двумя последовательными платежами постоянны. *Простые или обыкновенные аннуитеты* предполагают получение и выплаты одинаковых по величине сумм.

Выделим свойства простого аннуитета:

1) все n элементов равны между собой: $CF_1 = CF_2 = CF_n = CF$;

2) отрезки времени между выплатой/получением сумм CF одинаковы:

$$t_n - t_{n-1} = \dots = t_2 - t_1.$$

3.2. Методы оценки денежных потоков

В финансовом менеджменте фактор времени учитывается с помощью методов *наращения* и *дисконтирования*, в основу которых положена техника процентных вычислений. В данном случае мы будем считать, что инвестиция осуществляется на условиях сложного процента. Это утверждение предполагает, что очередной годовой доход исчисляется не с исходной величины инвестированного капитала, а с общей суммы, включающей также ранее начисленные и не востребованные инвестором проценты.

$$FV_1 = PV_1 * r + PV_1 = PV_1 (1 + r)$$

$$FV_2 = PV_1 (1 + r) * r + PV_1 (1 + r)$$

$$= PV_1 (1 + r) (1 + r) = PV_1 (1 + r)^2$$

$$FV_3 = PV_1 (1 + r)^2 * r + PV_1 (1 + r)^2 =$$

$$= PV_1 (1 + r)^2 (1 + r) = PV_1 (1 + r)^3, \text{ где}$$

FV — будущая стоимость денежного потока;

PV — настоящая стоимость денежного потока;

r — ставка сложного процента;

1, 2, 3 — номер года начисления.

Таким образом, в общем случае формула начисления сложных процентов принимает вид:

$$FV = PV (1 + r)^n \quad (5)$$

Исходя из формулы (5), под *наращением* понимают процесс увеличения первоначальной суммы в результате начисления процентов.

То есть, метод наращивания позволяет определить будущую величину (FV) текущей суммы (PV) через некоторый промежуток времени (n), исходя из заданной процентной ставки (r).

В случае если ведется расчет для оценки будущей стоимости денежного потока по инвестиционному проекту, то происходит наращивание по каждому потоку до конца срока проекта (n) и показатель степени становится (n-t), то есть учитывает то количество лет, которое осталось до конца проекта.

$$FV = PV (1 + r)^{n-t} \quad (6)$$

На практике проценты могут начисляться несколько раз в году (m раз) и, соответственно, формула расчета будущей стоимости примет вид:

$$FV_n = PV_n \left(1 + \frac{r}{m}\right)^{nm} \quad (7)$$

Дисконтирование представляет собой процесс нахождения" величины на заданный момент времени по ее известному или предполагаемому значению в будущем, исходя из заданной процентной ставки. То есть, метод дисконтирования показывает современное (с позиции текущего момента времени) значение (PV) будущей величины (FV). Таким образом, формула дисконтирования или расчета настоящей стоимости выводится из формулы 6.

$$PV = \frac{FV}{(1 + r)^t} \quad (8)$$

Если начисление процентов осуществляется m раз в году, соотношение будет иметь вид:

$$PV_n = \frac{FV_n}{(1 + r/m)^{mm}} \quad (9)$$

В случае необходимости сравнения условий финансовых операций, предусматривающих различные периоды начисления процентов, используется приведение процентных ставок с различным периодом начисления к их годовому эквиваленту — *эффективной процентной ставке (EPR)*:

$$ERP = \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m - 1 \quad (10)$$

Используемую при наращении и дисконтировании процентную ставку r называют *нормой дисконта*. При определении нормы дисконта для оценки экономической эффективности инвестиционных проектов учитывается такое понятие как цена капитала.

Общая сумма средств, которую нужно уплатить за использование определенного объема финансовых ресурсов, выраженная в процентах к этому объему, принимается за *цену капитала*. Если компания участвует в инвестиционном проекте, доходность которого меньше, чем цена капитала, то ее капитализированная стоимость по завершении этого проекта уменьшится. То есть, цена капитала характеризует тот уровень рентабельности инвестированного капитала, который должно обеспечить предприятие, чтобы не уменьшить свою рыночную стоимость.

Для расчета будущей- (FV) и приведенной (PV) стоимостей аннуитетов используют следующие формулы:

$$FV_n = CF \frac{(1 + r)^n - 1}{r} \quad (11)$$

$$PV_n = CF \left[\frac{1 - (1 + r)^{-n}}{r} \right] \quad (12)$$

где CF - величина потока платежа (cash flow).

Также существует формула для приведения потока с произвольными платежами к виду аннуитета:

$$CF = \frac{PV * r}{1 - (1 + r)^{-n}} \quad (13)$$

Таким образом, в процессе оценки денежных потоков, возникающих в ходе осуществления хозяйственной деятельности предприятия, концепция денежных потоков тесно взаимодействует с концепцией временной стоимости денег. При этом последняя позволяет добиться сопоставимости денежных потоков, которые формируются в разные моменты времени.

ГЛАВА 4. Основы принятия инвестиционных решений

4.1. Понятие инвестиций, их классификация

Принятие инвестиционных решений на предприятии должно базироваться на четком понимании сущности инвестиций как экономической категории, изучении процесса инвестирования в совокупности всех его этапов, а также применении различных методов оценки эффективности инвестиций.

Инвестиции представляют собой целенаправленное вложение капитала на определенный срок, во всех его формах, в различные объекты (инструменты) для достижения индивидуальных целей инвесторов.

В общей совокупности инвестиций можно выделить отдельные их виды: 1. В зависимости от объектов вложения капитала:

1.1. *Финансовые инвестиции* - вложение капитала в различные финансовые инструменты, прежде всего в ценные бумаги.

1.1.1. *Спекулятивные финансовые инвестиции* - ориентированы на получение инвестором желаемого инвестиционного дохода в конкретном периоде времени.

1.1.2. *Ориентированные на долгосрочные вложения* — преследуют стратегические цели, связанные с участием в управлении объектом, в который вкладывается капитал.

1.2. *Реальные инвестиции* - вложение средств в создание реальных активов (материальных и нематериальных), связанное с осуществлением

операционной деятельности экономических субъектов.

1.2.1. *Материальные инвестиции* - вложения, прежде всего, в средства производства.

1.2.2. *Нематериальные инвестиции* — используются для получения нематериальных благ:

- повышение квалификации персонала;
- проведение научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ;
- получение товарного знака (марки) и т.п.

2. По периоду осуществления:

- долгосрочные - свыше 3-х лет;
- среднесрочные - от 1 до 3 лет;
- краткосрочные - до 1 года.

3. По степени надежности:

- относительно надежные - в сферы с достаточно определенным рынком

сбыта, в сферы импортозамещения;

- рисковые - в сферу исследований и разработок (трудно оценить потребность в ресурсах и будущие результаты).

Процесс *инвестирования* можно определить как совокупность практических действий граждан, юридических лиц и государства по реализации инвестиций. При этом *объектами* инвестиционной деятельности могут выступать:

- вновь создаваемые и реконструируемые основные фонды;
- оборотные средства во всех отраслях народного хозяйства;
- ценные бумаги (облигации, акции и т.д.);
- научно-техническая продукция;
- имущественные права;
- права на интеллектуальную собственность и т.д.

Принятие решения по использованию инвестиционных ресурсов включает несколько последовательных этапов (таблица 2): *предынвестиционный*, *инвестиционный*, *эксплуатационный*, *ликвидационно-аналитический*. В рамках каждого из этих этапов осуществляется комплекс необходимых действий или мероприятий, реализация которых позволяет перейти к следующему уровню (этапу) инвестиционной деятельности.

Таблица 2 – Выделение этапов инвестиционной деятельности на предприятии

Этап инвестирования	Мероприятия
Предынвестиционный этап	<ul style="list-style-type: none">• систематизация инвестиционных концепций;• обзор возможных вариантов их реализации;• выбор наилучшего проекта;• разработка плана действий по его реализации.
Инвестиционный этап	<ul style="list-style-type: none">• осуществление капитального вложения (возведение производственных мощностей и т.д.);• определение оптимальных соотношений по структуре активов;• уточнение графика и целесообразной очередности ввода мощностей;• заключение договоров с поставщиками;• осуществление подбора кадров;
Эксплуатационный этап	Обеспечение ритмичности производства продукции, ее сбыта и финансирование текущих затрат, решение о своевременности ликвидации проекта.

<p>Ликвидационно-аналитический этап</p>	<ul style="list-style-type: none"> • ликвидируются возможные негативные последствия прекращаемого проекта (экологические последствия); • высвобождаются оборотные средства и переориентируются производственные мощности; • осуществляется оценка и анализ соответствия поставленных и достигнутых целей, результативности и эффективности проекта, что называется «пост-аудит».
---	---

4.2. Методы оценки инвестиционных проектов

Важнейшим элементом принятия инвестиционных решений является оценка эффективности инвестиционных проектов, которая позволяет сделать окончательный вывод о целесообразности вложения финансовых ресурсов и осуществляется на предынвестиционном этапе процесса инвестирования.

Поскольку оценка инвестиционных проектов может преследовать различные цели, могут применяться такие концептуально различные методики оценки, как использование статических и динамических критериев.

Статические методы оценки инвестиционных проектов предполагают, что денежные поступления и выплаты, возникающие в разные моменты времени, оцениваются как равноценные. То есть данные критерии не учитывают фактор временной стоимости денег. Использование подобной методики оценки целесообразно в следующих случаях:

- инвестиционный проект носит краткосрочный характер (до 1 года);
- для грубой и быстрой оценки на ранних стадиях экспертизы инвестиционных проектов.

К статическим критериям оценки можно отнести:

1. *Метод анализа точки безубыточности (Q)*: определяется объем производства и сбыта (Q), при котором валовые издержки равны валовым доходам.

2. *Метод учетной нормы прибыли (ARR)* :

$$ARR = \frac{P_i}{IC} * 100\% , \text{ где } \quad (14)$$

ARR - рентабельность инвестиций;

P_i - прибыль от инвестиций;

IC - сумма инвестиций.

Естественно, что преимущество получает тот проект, рентабельность

которого выше.

3. *Метод определения срока окупаемости (PP)*: срок окупаемости рассчитывается прямым подсчетом числа лет, в течение которых инвестиция будет погашена кумулятивным доходом.

$$PP = \min N, \text{ при котором } \sum P_i \geq IC \quad (15)$$

Динамические методы оценки инвестиционных проектов предполагают, что денежные поступления и выплаты, возникающие в разные моменты времени, необходимо привести к единому моменту времени, обеспечивая их сопоставимость.

К динамическим методам оценки относятся следующие критерии: 1.

Критерий чистой приведенной стоимости (NPV).

Данный метод основан на сопоставлении величины дисконтированных инвестиций с общей суммой дисконтированных чистых денежных поступлений, генерируемых в течение прогнозируемого срока.

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CIF_t}{(1+r)^t} - \sum_{t=0}^n \frac{COF_t}{(1+r)^t}, \text{ где} \quad (16)$$

CIF_t - суммарные поступления от проекта в периоде t ;

COF_t - суммарные выплаты от проекта в периоде t ;

r - норма дисконта.

При прогнозировании доходов по годам необходимо учитывать все виды поступлений как производственного, так и непроизводственного характера, которые могут быть ассоциированы с данным проектом. Так, если по окончании периода реализации проекта планируется поступление средств в виде ликвидационной стоимости оборудования или высвобождение части оборотных средств, они должны быть учтены как доходы соответствующих периодов.

Рассчитанная таким образом чистая приведенная стоимость (NPV) позволяет сделать следующие выводы:

- Если $NPV > 0$, то проект возместит первоначальные затраты, обеспечит получение прибыли согласно заданному стандарту r , а также ее некоторый резерв, равный NPV . В таком случае *проект принимается*.
- Если $NPV = 0$, то проект только окупает затраты, но не приносит дохода.

В такой ситуации решение о дальнейшей судьбе проекта принимается согласно первоначальным целевым установкам предприятия. То есть проект с «нулевым» NPV может быть принят, если менеджеров вполне

удовлетворит увеличение стоимости предприятия.

- Если $NPV < 0$, то проект не обеспечивает заданной нормы прибыли и является убыточным. Такой *проект следует отклонить*.

Недостатки данного метода:

- 1) не дает возможности оценить порог рентабельности и запас финансовой прочности;
- 2) не ясно, какой проект лучше: с большим NPV и длительным сроком окупаемости или с меньшим NPV , но более быстрой окупаемостью;
- 3) при одинаковом NPV возникают сомнения в выборе проекта с большими или меньшими первоначальными затратами.

Рассчитывать показатели, основанные на дисконтировании, вручную достаточно трудоемко. Поэтому при выполнении расчетов удобно пользоваться специальной группой финансовых функций пакета прикладных программ (ППП) EXCEL.

2. Критерий внутренней нормы доходности IRR (Internal Rate of Return).

Под *внутренней нормой доходности* понимают процентную ставку в коэффициенте дисконтирования, при которой чистая приведенная стоимость инвестиционного проекта равна нулю.

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CIF_t}{(1 + IRR)^t} - \sum_{t=0}^n \frac{COF_t}{(1 + IRR)^t} = 0, \text{ где} \quad (17)$$

IRR рассчитывается при помощи двух методов:

- 1) методом итераций;
- 2) используя функцию ВНДОХ в ППП EXCEL.

Отметим, что, если $NPV = 0$, то $IRR = g$. Следовательно, рассчитанная внутренняя норма доходности IRR позволяет сделать следующие выводы:

- Если $IRR > g$, то проект обеспечивает положительную NPV и чистую доходность. *Проект следует принять*.
- Если $IRR < g$, то затраты превышают доходы и проект будет убыточным. *Проект следует отклонить*.

К преимуществам данного метода следует отнести:

- 1) IRR - максимальная ставка платы за привлекаемые источники финансирования проекта, при которых последний остается безубыточным;
- 2) IRR - нижний уровень доходности инвестиций.

Однако метод также имеет ряд недостатков:

- 1) нереалистичное представление о ставке реинвестирования получаемых доходов по ставке IRR ;
- 2) критерий IRR совершенно непригоден для анализа неординарных инвестиционных потоков, то есть когда отток и приток капитала

чередуются. Это связано с возможностью существования нескольких значений при решении вышеприведенного уравнения, вернее, их будет столько, сколько раз будет меняться знак потока платежей.

Таким образом, мы можем сделать вывод, что показатель IRR несет информацию о приблизительной величине «предела безопасности» или риска для проекта.

3. Критерий модифицированной внутренней нормы доходности MIRR (Modified Internal Rate of Return).

Критерий MIRR предполагает, что доходы от проекта реинвестируются по ставке реинвестирования, а не по ставке дисконтирования g . В качестве ставки реинвестирования можно применять ставку по безрисковым вложениям либо ставки по депозитам в надежных банках.

$$MIRR = \sqrt[n]{\frac{\sum_{t=0}^n CIF_t (1+k)^{n-t}}{\sum_{t=0}^n \frac{COF_t}{(1+r)^t}}} - 1 = \sqrt[n]{\frac{FV_{CIF}}{PV_{COF}}} - 1 \quad (18)$$

Критерий MIRR всегда имеет единственное значение и потому может применяться вместо критерия IRR для неординарных потоков. Проект принимается, если $MIRR > g$, где g — цена источников финансирования проекта.

Таким образом, выделим преимущества данного метода:

- 1) дает однозначный положительный критерий независимо от числа изменений в направлении потока финансовых средств;
- 2) учитывает не только доходность на рынке, но и доходность последующего инвестирования средств.

4. Критерий индекса рентабельности PI (Profitability Index).

Индекс рентабельности PI показывает, сколько единиц дисконтированных денежных поступлений приходится на единицу предполагаемых выплат.

$$PI = \frac{\sum_{t=0}^n \frac{CIF_t}{(1+r)^t}}{\sum_{t=0}^n \frac{COF_t}{(1+r)^t}} \quad (19)$$

Рассчитав показатель PI необходимо провести оценку:

- Если $PI > 1$, то дисконтированные денежные поступления превышают предполагаемые выплаты, обеспечивая тем самым наличие

положительной величины NPV. *Проект следует принять.*

- Если $PI = 1$, то $NPV = 0$ и инвестиции не приносят дохода. В данном случае инвестор поступает в соответствии с поставленными целями инвестирования.
- Если $PI < 1$, то проект не обеспечивает заданного уровня рентабельности и его *следует отклонить.*

5. *Дисконтированный срок окупаемости DPP (Discounted Payback Period).*

Дисконтированный срок окупаемости представляет собой число периодов (как правило - лет), в течение которых будут возмещены вложенные инвестиции. Его можно рассматривать в качестве точки безубыточности, то есть момента времени, к которому окупаются все затраты по финансированию проекта и, начиная с которого, генерируются чистые поступления денежных средств.

Рассчитанную величину DPP сравнивают с продолжительностью проекта n :

- Если $DPP < n$, то *проект принимается;*
- Если $DPP > n$, то *проект следует отклонить.*

Наиболее серьезным недостатком DPP является игнорирование денежных потоков, возникающих после периода окупаемости, вследствие чего его редко используют самостоятельно. Как правило, он дополняет анализ критериев NPV и IRR.

Таким образом, данный критерий характеризует ликвидность и косвенно — риск проекта.

4.3. Характеристика инвестиционных качеств ценных бумаг

Оценку инвестиционных качеств ценных бумаг можно осуществить на основе анализа их основных характеристик, которыми являются цена и доходность ценной бумаги.

Цена и доходность облигаций

Чтобы определить, сколько, по мнению данного инвестора, теоретически должна стоить ценная бумага в данный момент времени, необходимо продисконтировать все доходы, которые он рассчитывает получить за время владения ценной бумагой.

Цену облигации с периодической выплатой процентного дохода или купонной облигации можно рассчитать по формуле:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{D}{(1+R)^t} + \frac{N}{(1+R)^n}, \text{ где} \quad (20)$$

P - цена облигации;

D - процентный доход в денежных единицах;

R - ставка дисконтирования;

N —номинал облигации;
 t - номер периода получения дохода;
 n - число лет до погашения.

Также может применяться формула:

$$P = \frac{D}{R} \left[1 - \frac{1}{(1+R)^n} \right] + \frac{N}{(1+R)^n} \quad (21)$$

Цену *бескупонной облигации* можно представить как купонную облигацию с нулевым размером купонных платежей:

$$P = \frac{N}{(1+R)^n} \quad (22)$$

А для краткосрочных облигаций обычно используется другая формула:

$$P = \frac{N}{1 + \frac{R * T}{365}}, \text{ где} \quad (23)$$

T - число дней до погашения облигации.

Процентный доход облигации измеряется в денежных единицах. Однако для сравнения выгодности вложений в разные виды облигаций следует сопоставить величину получаемого дохода с величиной инвестиций. Отсюда возникает понятие доходности. Доходность можно подразделить на следующие виды:

- текущая доходность;
- доходность к погашению;
- доходность за период владения.

Текущая доходность облигации (R_T) определяется при известной курсовой цене (P) и величине процентного дохода (D):

$$R_T = \frac{D}{P} \quad (24)$$

Если инвестор собирается держать облигацию до погашения, то он может сопоставить все полученные по облигации доходы (процентные платежи и сумму погашения) с ценой приобретения облигации. Полученная

таким способом величина называется *доходностью к погашению* или внутренней нормой прибыли. То есть, *доходность к погашению* — это ставка дисконтирования, при которой приведенная стоимость процентных платежей и суммы погашения облигации равна покупной цене облигации (затратам инвестора). На основе вычисленной доходности к погашению можно решать вопрос о приемлемости тех или иных инвестиций.

Чтобы определить приблизительный уровень доходности облигации, можно использовать следующую формулу:

$$R = \frac{\frac{N - P}{2} + D}{\frac{N + P}{2}} \quad (25)$$

Инвестор может держать облигацию не до погашения, а продать ее до срока погашения. В этом случае требуется определить *доходность за период владения*. Расчет доходности облигаций при этом фактически не отличается от методов расчета доходности к погашению. Разница лишь в том, что инвестор получает не сумму погашения (номинальная облигация), а продажную цену облигации, которая может отличаться от номинала. Поэтому в приведенных выше формулах вместо номинала облигации будет фигурировать цена продажи облигации.

Доходность бескупонной облигации определяется из формулы цены бескупонной облигации и имеет вид:

$$R = \sqrt[n]{\frac{N}{P}} - 1 \quad (26)$$

Доходность краткосрочной облигации можно определить по формулам:

$$R = \frac{D}{P} * \frac{365}{T} \quad (27)$$

$$R = \left(\frac{N}{P} - 1 \right) * \frac{365}{T} \quad (28)$$

Цена и доходность депозитных сертификатов и векселей По своим основным характеристикам *депозитные и сберегательные сертификаты* близки к краткосрочным и среднесрочным облигациям. По окончании срока действия сертификата его владелец получает сумму вклада и процентов. Если известна процентная ставка по сертификату сроком действия до одного года, то сумма начисленных процентов (процентного дохода) может быть определена по формуле:

$$D = N * \frac{R_c * T}{365} \quad (29)$$

D - процентный доход;

N - номинал сертификата;

R_c — процентная ставка по сертификату;

T — срок действия сертификата.

Сумма, выплачиваемая владельцу сертификата при погашении, равна:

$$N + D = N + N \frac{R_c * T}{365} = N \left(1 + \frac{R_c * T}{365} \right) \quad (30)$$

Цена сертификата определяется по формуле:

$$P = \frac{N \left(1 + \frac{R_c * T}{365} \right)}{1 + R * \frac{T}{365}}, \quad \text{где} \quad (31)$$

R - требуемая норма прибыли.

По российскому законодательству депозитные сертификаты предназначены для юридических лиц и выпускаются на срок до одного года: Для физических лиц выпускаются сберегательные сертификаты, срок действия которых может достигать до трех лет. Цена сертификатов, выпускаемых на срок более одного года, определяется так же, как и для облигаций.

Доходность сертификата со сроком погашения меньше года можно определить по формуле доходности бескупонной облигации:

$$R = \frac{N - P}{P} * \frac{365}{T} \quad (32)$$

Общий подход при определении цены дисконтного или процентного векселя остается таким же, как и при определении других краткосрочных ценных бумаг (облигаций или сертификатов). Однако следует иметь в виду, что векселя котируются на основе дисконтной ставки (дисконтной доходности).

Дисконтная доходность определяется по следующей формуле:

$$R_d = \frac{D}{N} * \frac{360}{T} \quad (33)$$

R_d — дисконтная ставка;

D - величина дисконта в денежных единицах;

N — цена погашения (номинал) векселя;

T - число дней до погашения векселя;

360 - число дней в финансовом году.

Если известна величина дисконта, то цена векселя (P) будет равна:

$$P = N - D \quad (34)$$

Если известна дисконтная ставка, то величину дисконта можно определить из формулы:

$$D = N \frac{R_d * T}{360}$$

(35)

Отсюда можно выделить *цену векселя*:

$$P = N - N \frac{R_d * T}{360} = N \left(1 - \frac{R_d * T}{360} \right) \quad (36)$$

По *процентному векселю* держатель при оплате векселя получает его номинал и сумму начисленных процентов. Сумма начисленных процентов исчисляется по той же формуле, что и сумма процентов по депозитному сертификату, только расчет производится на базе финансового года, равного 360 дням.

Соответственно, *цена процентного векселя* определяется по аналогии с ценой сертификата на базе финансового года в 360 дней.

Цена и доходность акций

Чтобы определить цену привилегированной акции, имеющей фиксированную величину дивиденда, необходимо найти приведенную стоимость всех дивидендов, которые будут выплачены инвестору. *Приведенная стоимость дивидендов* определяется по формуле:

$$P = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D}{(1 + R)^i} \quad (37)$$

P - цена акции;

D - дивиденд на акцию;

R - требуемая норма прибыли на данный тип инвестиций.

Преобразовав вышеприведенную формулу, получим:

$$P = \frac{D}{R} \quad (38)$$

Вопрос состоит в том, как определить требуемую норму прибыли. Прежде всего, ее следует сопоставить с уровнем безрисковой процентной ставки. Естественно, что инвестор при вложении средств в акции будет стремиться получить более высокий процент, так как покупка акций является рискованным делом. В зависимости от того, насколько рискованно вкладывать деньги в покупку тех или иных акций, и будет определяться приемлемая норма прибыли. То есть приемлемая норма прибыли равняется *величине безрисковой процентной ставки плюс премия за риск*.

Определить рыночную цену обыкновенной акции значительно сложнее. Основные причины данной сложности заключаются в следующем:

- дивиденд по обыкновенным акциям заранее не объявляется и можно исходить лишь из предположения о его предстоящем уровне;
- на выплату дивидендов идет только часть чистой прибыли компании, другая часть в виде нераспределенной прибыли остается в компании и используется на развитие производства. То есть, нераспределенная прибыль является для акционеров капитализированным дивидендом и ее увеличение ведет к росту «книжной» стоимости и рыночной цены акции.

Таким образом, в формуле расчета *цены обыкновенной акции* необходимо учесть не только размер дивидендов, но и прирост стоимости акции. Расчет ведется для периода в n лет:

$$P_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+R)^i} + \frac{P_n}{(1+R)^n}, \text{ где} \quad (39)$$

P_0 - искомая цена акции;

D_i — ожидаемые дивиденды по годам;

R - требуемая норма прибыли на акцию;

P_n — курсовая цена акции в n -ном году.

В ситуации, когда компания в течение нескольких лет не выплачивает дивиденды и вся прибыль расходуется на развитие компании, формула принимает вид:

$$P_0 = \frac{P_n}{(1+R)^n} \quad (40)$$

Доходность за период владения акцией, если она находилась у инвестора менее года, может быть определена по формуле:

$$R = \frac{P_s - P_b + D}{P_b} * \frac{365}{T}, \text{ где} \quad (41)$$

R - доходность акции из расчета годовых;

P_b - цена покупки акции;

P_s - цена продажи акции;

D - дивиденды, полученные за период владения акцией;

T - период владения акцией (в днях).

Для расчета доходности акции, находившейся у инвестора в течение n лет, используют следующую формулу:

$$R = \sqrt[n]{\frac{P_s + D}{P_b}} - 1 \quad (42)$$

Таким образом осуществляется оценка инвестиционных качеств ценных бумаг на основе их основных параметров: цены и доходности.

4.4. Понятие «инвестиционный портфель», модели его формирования

Проведение инвестиционной политики на предприятии, особенно в секторе финансовых инвестиций, предполагает формирование определенного инвестиционного портфеля. При этом под *инвестиционным портфелем* понимается набор инвестиционных инструментов, которые служат достижению поставленных целей. Характерной особенностью портфеля является то, что риск портфеля может быть значительно меньше, чем риск отдельных инвестиционных инструментов, входящих в состав портфеля.

В портфель могут входить ценные бумаги одного типа (акции) или различные инвестиционные ценности (акции, облигации, сберегательные и депозитные сертификаты, залоговые свидетельства, страховой полис и др.). Формируя портфель, инвестор исходит из своих «портфельных соображений». «Портфельные соображения» - это желание владельца средств иметь их в такой форме и в таком месте, чтобы они были безопасными, ликвидными и высокодоходными.

Комплектуя портфель, инвесторы стремятся максимизировать ожидаемую доходность своих инвестиций при определенном, приемлемом для них уровне риска. Портфель, удовлетворяющий этим требованиям, называется *эффективным портфелем*. При этом, если инвестор стоит перед выбором одного из эффективных портфелей, то *оптимальным портфелем* будет наиболее предпочтительный из них.

Минимизация риска достигается за счет включения в портфель ценных бумаг широкого круга отраслей, не связанных тесно между собой, чтобы избежать синхронности циклических колебаний их деловой активности. Оптимальная величина - от 8 до 20 различных видов ценных бумаг.

Таким образом, перед инвестором встает достаточно сложная задача формирования эффективных портфелей, которая включает несколько этапов.

1 этап: определение целей инвестирования. Ими могут быть:

- 1) получение максимального дохода в краткосрочном периоде для выполнения оперативных задач;
- 2) получение стабильного дохода в течение продолжительного времени для выполнения обязательств или увеличения инвестированного капитала;
- 3) получение гарантированно высокого дохода в определенный момент времени для обеспечения выплат;
- 4) получение дохода с минимальным риском.

2 этап: определение финансовых инструментов, в которые предполагается вкладывать инвестиции (корпоративные, государственные, иностранные ценные бумаги), то есть разработка портфельной стратегии:

- 1) формирование портфеля дохода (максимизация дохода в краткосрочном или определенном периоде);
- 2) формирование портфеля роста (максимизация увеличения инвестированного капитала).

Портфель финансовых инвестиций может быть двух видов:

- активным - формируется на основе выявления и ранжирования факторов, влияющих на его доходность;
- пассивным - ориентирован на общедоступную информацию о доходности финансовых инструментов.

3 этап: определение конкретного перечня финансовых инструментов, а также ожидаемой величины доходности портфеля.

4 этап: выбор такой структуры портфеля, которая в соответствии с проведенными расчетами ожидаемой доходности позволит достичь поставленных целей инвестирования.

5 этап: выбор схемы дальнейшего управления портфелем.

Наличие и содержание 5 этапа формирования эффективного портфеля предопределяет необходимость изучения различных *стратегий портфельного управления* (таблица 3).

Таблица 3 - Варианты стратегий портфельного управления

Вариант стратегии портфельного	Содержание стратегии
Вариант 1	Каждому виду ценной бумаги отводится определенный фиксированный вес в общей корзине, который остается постоянным в течение последнего времени. В связи с тем, что на фондовом рынке происходят колебания курсовой стоимости ценных бумаг, необходимо периодически пересматривать состав портфеля таким образом, чтобы сохранить выбранные соотношения различных инвестиционных ценностей.

Вариант 2	Инвестор придерживается гибкой шкалы весов ценных бумаг в общей корзине. Первоначально портфель формируется исходя из определенных весовых соотношений между ценностями. В дальнейшем они пересматриваются в зависимости от результатов анализа финансовой ситуации на рынке, ожидаемых изменений конъюнктуры спроса.
Вариант 3	Инвестор активно использует фьючерсные контракты с индексами для изменения состава портфеля. Фьючерс — это двусторонний договор, по которому покупатель обязуется принять, а продавец поставить указанное в контракте количество продукции по цене, установленной при заключении сделки на определенную будущую дату. Использование фьючерсов удобно при управлении большими портфелями. Они применяются, прежде всего, институциональными инвесторами.

В качестве моделей формирования инвестиционного портфеля рассмотрим модель Марковица и модель Шарпа.

Марковиц исходил из предположения, что для какой-либо заданной ожидаемой нормы прибыли большинство инвесторов будут предпочитать тот портфель, который обеспечит минимальное отклонение от ожидаемого значения. Таким образом, риск был определен Марковицем как неопределенность или способность ожидаемого результата к расхождению, измеряемого посредством стандартного отклонения.

Далее Марковиц пришел к выводу, что инвесторы будут пытаться минимизировать среднее квадратическое отклонение доходности портфеля путем диверсификации ценных бумаг в портфеле. Однако сочетание различных выпусков ценных бумаг в портфеле может незначительно снизить отклонение ожидаемой доходности, если эти ценные бумаги имеют высокую степень позитивной ковариации. Эффект от диверсификации достигается только в том случае, если портфель составлен из ценных бумаг, которые ведут себя несхожим образом.

Для практического использования модели Марковича необходимо определить для каждого актива ожидаемую доходность, его среднее квадратическое отклонение и ковариацию между активами.

Методика определения набора «эффективных портфелей» иллюстрируется с помощью приведенного на рисунке 1 графика.

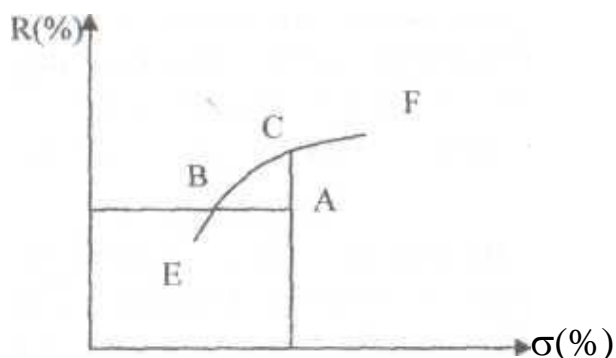


Рисунок 1 - Набор эффективных портфелей Марковица

Согласно трактовке Марковица, если имеется некий портфель А, то он является неэффективным, так как портфель В мог бы обеспечить тот же самый уровень ожидаемой доходности с меньшей степенью риска, в то время как портфель С при той же степени риска мог бы обеспечить более высокую ожидаемую доходность. Таким образом, все эффективные портфели должны лежать на кривой EF, которая часто называется «эффективной границей» Марковица. Точка F ассоциируется с тем, что все инвестиции вложены в активы одного вида, с максимальной ожидаемой доходностью. А точка E соответствует тому положению, когда сочетание нескольких активов в портфеле обеспечивает наименьшую степень риска портфеля.

Итак, модель Марковица не дает возможности выбрать оптимальный портфель, а определяет набор эффективных портфелей. Каждый из этих портфелей обеспечивает наибольшую ожидаемую доходность для определенного уровня риска.

Согласно Шарпу, прибыль на каждый отдельный актив строго коррелирует с общим рыночным индексом, что значительно упрощает процедуру нахождения эффективного портфеля. Применение модели Шарпа требует значительно меньшего количества вычислений, поэтому она оказалась более пригодной для практического использования.

К основным положениям данной модели следует отнести:

- риск акций складывается из двух компонентов - специфического риска фирмы и рыночного риска;
- специфический риск (включает изменения в законодательстве, забастовки, удачная или неудачная маркетинговая программа, потеря важных контрактов и т.д.) может быть устранен путем диверсификации;
- рыночный риск измеряется при помощи ρ -коэффициента, который для каждого актива является мерой его подвижности относительно всего рынка активов;
- для портфеля ρ -коэффициент рассчитывается как взвешенная средняя

значений бета индивидуальных ценных бумаг.

Мы видим, что рациональный инвестор имеет дело только с рыночным риском, которому подвергаются все активы на рынке.

ГЛАВА 5. Управление финансовыми рисками

5.1. Виды финансового риска, принципы управления

В силу не всегда имеющейся возможности предсказать развитие ситуации на рынке возникает такое понятие как финансовый риск. *Финансовый риск* — это вероятность возникновения неблагоприятных финансовых последствий в форме потери дохода или капитала.

Необходимость прогнозирования, оценки и нейтрализации финансовых рисков предопределила выделение концепции финансовых рисков в составе базовых концепций финансового менеджмента (глава 1), которая закрепляет основные факторы, влияющие на формирование системы управления рисками. Однако прежде чем приступить к управлению финансовыми рисками представляется целесообразным изучить их классификацию, а также основные подходы или принципы управления.

Классификация финансовых рисков осуществляется по четырем основным направлениям: по видам рисков; по объектам возникновения; по источникам возникновения; по финансовым последствиям (таблица 4).

Управление финансовыми рисками предполагает процесс предвидения и нейтрализации их негативных последствий. При этом построение системы управления финансовыми рисками основывается на комплексе взаимосвязанных принципиальных установок.

Принципы управления финансовыми рисками включают:

1. Осознанность принятия рисков: финансовый менеджер должен осознанно идти на риск, если надеется получить соответствующий доход.
2. Управляемость принимаемыми рисками: в состав портфеля рисков должны включаться те из них, которые поддаются нейтрализации.
3. Независимость управления отдельными рисками: финансовые потери от различных видов рисков должны быть независимы друг от друга, наступление одного неблагоприятного события не должно повлечь наступление других.
4. Сопоставимость уровня принимаемых рисков с уровнем доходности.
5. Сопоставимость уровня рисков с финансовыми возможностями предприятия: ожидаемый размер потерь должен соответствовать той доле капитала, которая обеспечивает внутреннее страхование рисков.
6. Экономичность управления рисками: затраты по нейтрализации риска не должны превышать суммы возможных финансовых потерь.
7. Учет временного фактора в управлении рисками: чем длиннее период

осуществления операции, тем шире диапазон рисков, тем меньше возможностей их нейтрализации.

8. Учет финансовой стратегии предприятия в процессе управления рисками:

управление рисками должно исходить из соответствующих параметров допустимого риска.

9. Учет возможности передачи рисков: передача рисков частично или полностью партнерам или внешнему страховщику.

Таблица 4 - Классификация финансовых рисков

Направление классификации	Виды рисков
По видам рисков	<ul style="list-style-type: none"> • риск снижения финансовой устойчивости; • риск неплатежеспособности; • инвестиционный риск; • инфляционный риск; • валютный риск; • кредитный риск; • прочие виды риска.
По объекту возникновения риска	<ul style="list-style-type: none"> • отдельной финансовой операции; • различных видов деятельности; • финансовой деятельности предприятия в
По источникам возникновения	<ul style="list-style-type: none"> • внешний; • внутренний.
По финансовым последствиям риска	<ul style="list-style-type: none"> • влекущий экономические потери; • влекущий упущенную выгоду; • влекущий как потери, так и дополнительные доходы.

5.2. Основные методики анализа финансовых рисков

Рассматривая методы анализа эффективности долгосрочных инвестиционных проектов, мы предполагали, что значения, возникающих в процессе их реализации потоков платежей, известны или могут быть точно определены для каждого периода. Однако, в реальной практике подобные случаи скорее исключение, чем норма. В условиях рынка, при колебаниях цен на сырье и материалы, спроса на продукцию, процентных ставок, курсов валют и акций, движения денежных средств в ходе реализации проекта могут существенно отличаться от запланированных.

В этой связи возникает необходимость в прогнозировании не только временной структуры и конкретных сумм потоков платежей, но и вероятностей их возможных отклонений от запланированных.

Возможность отклонений результатов финансовой операции от ожидаемых характеризует степень ее риска. Таким образом, оценка рисков - важнейшая и неотъемлемая часть анализа эффективности инвестиционных проектов.

Рассмотрим следующие методы анализа рисков инвестиционных проектов:

1. Метод корректировки нормы дисконта.
2. Метод достоверных эквивалентов.
3. Анализ чувствительности критериев эффективности.
4. Метод сценариев.
5. Анализ вероятностных распределений потоков платежей.

1. Метод корректировки нормы дисконта наиболее простой и часто применяемый на практике метод.

Суть метода состоит в следующем: к традиционно используемой ставке дисконтирования вводится поправка на риск, эту ставку увеличивающая, что ведет к уменьшению приведенной стоимости возвратного потока.

Основные этапы данной методики включают:

- 1) устанавливается исходная стоимость капитала (часто WACC);
- 2) определяется премия за риск по каждому проекту: r_a, r_b, r_c, \dots ;
- 3) рассчитываются критерии оценки (NPV, IRR, PI) со ставкой дисконтирования $\gamma = WACC + r_a (r_b, r_c)$;
- 4) решение принимается согласно правилу выбранного критерия.

Применение данного метода имеет ряд недостатков:

- 1) не дает информации о возможных отклонениях результатов;
- 2) предполагает увеличение риска во времени с постоянным коэффициентом;
- 3) нет информации о вероятностном распределении будущих потоков платежей;
- 4) сводится к анализу зависимости критериев (NPV, IRR, PI и др.) от изменения нормы дисконта.

3. Метод достоверных эквивалентов.

Суть метода заключается в следующем: прогнозируемые значения элементов денежного потока уменьшаются посредством введения специальных понижающих коэффициентов (таблица 5).

Таблица 5 - Применение метода достоверных эквивалентов

t	CF _t	A _t	A _t * CF _t
0	-100000	1,0	-100000
1	50000	0,9	45000
2	60000	0,85	51000
3	40000	0,6	24000

Если даже при заниженных значениях ожидаемых поступлений счетные критерии (NPV, IRR, PI) свидетельствуют об эффективности проекта, проект можно принять.

Для определения значений коэффициентов чаще всего прибегают к методу экспертных оценок, то есть коэффициенты отражают степень уверенности специалистов-экспертов в том, что поступление ожидаемого платежа осуществится.

Данная методика также имеет ряд недостатков:

- 1) сложность исчисления коэффициентов достоверности;
- 2) не позволяет провести анализ вероятностных распределений **ключевых** параметров.

3. *Анализ чувствительности критериев эффективности* позволяет ответить на вопрос: что будет с результирующей величиной, если изменится значение некоторой исходной величины?

Суть метода заключается в следующем: получить результаты от изменения одного исходного показателя, в то время как значения остальных считаются постоянными величинами.

Основные этапы данной методики включают:

- 1) задается взаимосвязь между исходными и результирующими показателями в виде математического уравнения или неравенства;
- 2) определяются наиболее вероятные значения для исходных показателей и возможные диапазоны их изменений;
- 3) путем изменения значений исходных показателей исследуется их влияние на результат.

Рассмотрим условный пример. Проект с меньшей чувствительностью NPV считается менее рисковым:

$$R(NPV) = NPV_o - NPV_p, \text{ где } R(NPV) \rightarrow 0$$

NPV_o - оптимистический расчет;

NPV_p - пессимистический расчет.

Пример установления зависимости показателей при расчете NPV:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{[Q * (P - V) - F - A] * (1 - T) + A}{(1 + r)^t} + \frac{S}{(1 + r)^n} - I_0, \text{ где } (43)$$

Q - объем выпуска продукции;

P - цена за штуку продукции;

V - переменные затраты;

F - постоянные затраты;

A - амортизация;

T — ставка налога на прибыль;

r - норма дисконта (стоимость капитала);

n - срок проекта;

S_n - остаточная стоимость оборудования;

I₀ - начальные инвестиции.

Для того, чтобы оценить чувствительность изменения NPV под воздействием изменения объема выпуска продукции начинаем варьировать этим показателем при неизменных значениях остальных. Для оценки влияния изменения цены за единицу продукции на показатель NPV возвращаем показатель объема выпуска продукции к исходному уровню и начинаем варьировать показателем цены и т.д. Выполнение этих расчетов позволяет оценить под воздействием какого исходного показателя NPV изменится более всего, то есть будет к нему наиболее чувствительна.

К недостаткам метода можно отнести:

- 1) не позволяет получить вероятностные оценки возможных отклонений исходных и результирующих показателей;
- 2) предполагает изменение одного исходного показателя, в то время как остальные считаются постоянными величинами, что на практике бывает редко.

4. Метод сценариев.

Суть метода заключается в следующем: получить наглядную картину результатов (критериев оценки) для различных вариантов реализации проектов.

Основные этапы данной методики включают:

- 1) определяют несколько вариантов изменений ключевых исходных показателей (например, пессимистический, наиболее вероятный и оптимистический);
- 2) каждому варианту изменений приписывают его вероятностную оценку;
- 3) для каждого варианта рассчитывают вероятное значение критерия NPV (либо IRR, PI), а также оценки его отклонений от среднего значения;
- 4) проводится анализ вероятностных распределений полученных результатов.

Проект с наименьшим стандартным отклонением и коэффициентом

вариации считается менее рисковым.

Для завершения использования метода сценариев необходимо провести анализ на основе статистических методов. Для этого целесообразно вспомнить основные используемые критерии:

а) *среднее ожидаемое значение* или математическое ожидание $M(X)$ - сумма произведений значений случайной величины на их вероятности:

$$M(X) = \sum X_k * P_k \quad (44)$$

Математическое ожидание служит центром распределения вероятностей случайной величины. Чем меньше диапазон вероятностного распределения ожидаемой доходности, тем меньше риск, связанный с данной операцией.

б) *дисперсия* $VAR(X)$ - сумма квадратов отклонений случайной величины от ее среднего значения, взвешенных на соответствующие вероятности:

$$VAR(X) = \sum P_k * (X_k - M(X))^2 \quad (45)$$

в) *среднеквадратическое отклонение* σ — показывает насколько значения случайной величины могут отличаться от ее среднего:

$$\sigma(X) = \sqrt{\sum P_k * (X_k - M(X))^2} \quad (46)$$

Чем меньше среднеквадратическое отклонение, тем уже диапазон вероятностного распределения и тем ниже риск.

г) *коэффициент вариации* CV - определяет степень риска на единицу среднего дохода:

$$CV = \frac{\sigma(X)}{M(X)} \quad (47)$$

Чем больше CV , тем больше риск.

Метод сценариев позволяет совместить исследование чувствительности результирующего показателя с анализом вероятностных оценок его отклонений.

У применения данного метода имеются следующие недостатки:

- 1) использование метода направлено на исследование поведения только результирующих показателей (NPV, IRR, PI);
- 2) не обеспечивает пользователя информацией о возможных отклонениях потоков платежей и других ключевых показателей, определяющих в конечном итоге ход реализации проекта.

5. Анализ вероятностных распределений потоков платежей.

Суть метода заключается в следующем: зная распределение вероятностей для каждого элемента потока платежей, можно определить

ожидаемую величину чистых поступлений наличности $M(CF_t)$ в соответствующем периоде, рассчитать по ним чистую приведенную стоимость проекта NPV и оценить ее возможные отклонения.

Количественная оценка вариации напрямую зависит от степени корреляции между отдельными элементами потока платежей. В этом случае используются следующие формулы:

$$M(CF_t) = \sum CF_{it} * P_{it} \quad (48)$$

$$NPV = \sum \frac{M(CF_t)}{(1+r)^t} - I_0 \quad (49)$$

$$\sigma(NPV) = \sum \frac{\sigma_t}{(1+r)^t} \quad (50)$$

Кроме указанных выше методов анализа рисков инвестиционных проектов используются также аналоговый метод и метод экспертных оценок.

Аналоговые методы целесообразно использовать при анализе рисков по новым проектам, имеющим аналоги по ранее осуществленным проектам. При этом имевшие место риски проецируются на новый проект.

Метод экспертных оценок используется на ранней стадии проектирования. Каждому эксперту предлагается конкретный перечень первичных рисков и шкала оценок. Результаты опроса проходят математическую обработку и определяется вероятность возникновения каждого риска. Применяется данный метод при отсутствии информативных данных для расчетов экономико-статистическими методами.

При осуществлении операций с ценными бумагами рыночный риск измеряется при помощи *β-коэффициента*, который для каждого актива является мерой его подвижности относительно всего рынка активов. Если *β-коэффициент* равен единице, то доходность актива изменяется в точном соответствии со всем рыночным портфелем, - это актив среднего риска. Если

$\beta = 2$, то степень риска актива вдвое выше, чем степень риска рыночного портфеля. При $\beta = 0,5$ актив имеет только половину риска среднего актива.

Для портфеля *β-коэффициент* рассчитывается как взвешенная средняя значений бета индивидуальных ценных бумаг.

Вычисление *β-коэффициента* осуществляется на основе данных о доходности актива i (R_i) и всего рынка (R_m) прошедших периодов.

$$\beta = \frac{\Delta R_i}{\Delta R_m} \quad (51)$$

При этом доходность владения активом (модель CAPM) рассчитывается по формуле:

$$R = R_n + \beta * (R_m - R_n), \text{ где} \quad (52)$$

R - доходность владения активом;

R_n - доходность безрискового актива.

5.3. Способы снижения воздействия рисков на деятельность предприятия

Немаловажным элементом системы управления финансовыми рисками является разработка способов снижения их воздействия на деятельность предприятия или способов нейтрализации рисков. На сегодняшний день в практике финансового управления сложился целый комплекс таких способов, которые можно разбить на отдельные группы:

1. *Избежание* риска:

- отказ от осуществления финансовых операций, уровень риска по которым чрезмерно велик;
- отказ от использования в больших объемах заемного капитала (влечет снижение эффекта финансового левириджа);
- отказ от использования оборотных активов в низколиквидных формах (риск неплатежеспособности);
- отказ от использования временно свободных денежных средств в краткосрочных финансовых вложениях.

2. *Лимитирование* концентрации риска (установление внутренних финансовых нормативов):

- предельный размер заемных средств;
- минимальный размер активов в высоколиквидной форме;
- максимальный размер товарного кредита одному покупателю; максимальный размер депозитного вклада, размещаемого в одном банке;
- максимальный размер вложения средств в ценные бумаги одного эмитента;
- максимальный период отвлечения средств в дебиторскую задолженность.

3. *Хеджирование*: использование финансовых инструментов, гасящих риски (фьючерсы, опционы, свопы и др.).

4. *Диверсификация*:

- диверсификация валютного портфеля: выбор нескольких видов

валют;

- диверсификация депозитного портфеля: хранение средств в нескольких банках;
- диверсификация кредитного портфеля: расширение круга покупателей продукции;
- диверсификация портфеля ценных бумаг;
- диверсификация программы реального инвестирования: включение в программу различных инвестиционных проектов.

5. *Распределение* рисков - частичная передача рисков партнерам по отдельным финансовым операциям:

- распределение риска между участниками инвестиционного проекта (ответственность подрядчиков);
- распределение риска между предприятиями и поставщиками (штрафные санкции);
- распределение риска между участниками лизинговой операции (риск морального устаревания, риск потери технической производительности).

6. *Самострахование*:

- формирование резервного фонда согласно требованиям законодательства и Устава;
- формирование целевых резервных фондов (фонд уценки товаров, фонд погашения безнадежной дебиторской задолженности и т.п.);
- формирование страховых запасов материальных и финансовых ресурсов;
- нераспределенный остаток прибыли.

7. *Сокращение периода рисковых операций*.

8. *Прочие методы*:

- востребование с контрагентов дополнительной премии за риск;
- получение от контрагентов гарантий;
- сокращение перечня форс-мажорных обстоятельств;
- предусмотреть в договоре систему штрафных санкций за неисполнение и т.д.

РАЗДЕЛ II. УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ И ПАССИВАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ

ГЛАВА 6. Источники финансирования хозяйственной деятельности

6.1. Источники и формы финансирования

В процессе управления финансовыми ресурсами коммерческой организации определяющими становятся два основных параметра — источники формирования финансовых ресурсов и направления их использования. В этой связи концептуально важно изначально определиться с перечнем возможных источников финансирования хозяйственной деятельности, в составе которых по принципу принадлежности хозяйствующему субъекту принято выделять собственные источники (внутреннее финансирование) и заемные источники (внешнее финансирование) (рисунок 2).

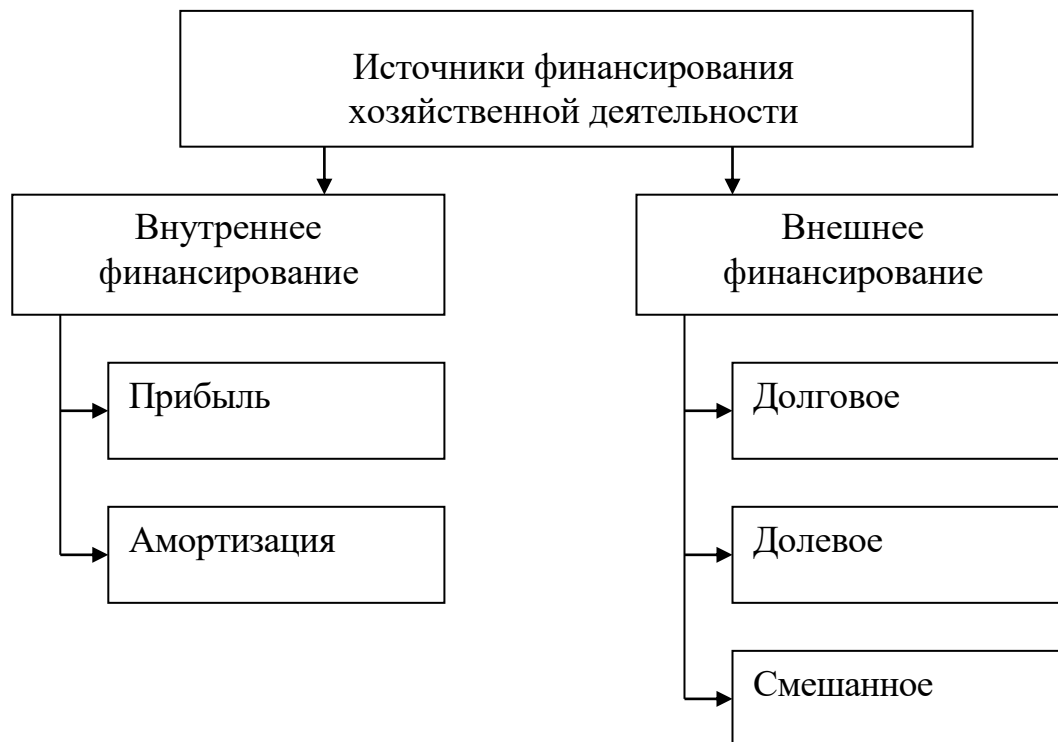


Рисунок 2 - Источники финансирования хозяйственной деятельности коммерческой организации

К собственным источникам или внутреннему финансированию можно отнести прибыль, полученную в отчетном периоде, и амортизационные отчисления (рисунок 2).

Внешнее финансирование имеет более сложный состав, в котором следует выделить три основные группы источников формирования финансовых ресурсов: долговые; долевые; смешанные (рисунок 2).

Прибыль является важнейшим источником внутреннего финансирования на уровне предприятия. Однако инвестиционные средства формируются только из *чистой прибыли* (рисунок 3). За счет части чистой прибыли образуется *фонд накопления*, который, надо отметить, помимо чистой прибыли может включать безвозмездно полученные средства, средства бюджета, централизованных фондов и т.д. Из средств указанного фонда накопления и осуществляется финансирование капитальных вложений.



Рисунок 3 - Формирование чистой прибыли на предприятии

Амортизационный фонд хотя и является весомым источником инвестирования на уровне предприятия, но он предназначен только для финансирования замены выбывающих основных средств. При этом величина амортизационных сумм, которыми может располагать предприятие, определяется тремя факторами:

- балансовая стоимость основных средств;
- срок службы;
- метод исчисления размера амортизации.

Методы расчета амортизационных отчислений могут быть как линейными, так и нелинейными.

Линейное исчисление амортизации предполагает равномерное списание стоимости основных фондов в течение всего срока их службы. При этом списанию подлежат затраты на покупку, доставку и установку оборудования за минусом его ликвидационной стоимости.

$$A_t = \frac{B - L}{N}, \text{ где} \quad (53)$$

A_t - сумма ежегодных амортизационных отчислений, руб.;

B - балансовая стоимость объекта основных средств, руб.;

L - ликвидационная стоимость, руб.;

N — срок эксплуатации, лет.

Нелинейное исчисление амортизации предполагает неравномерное списание стоимости основных фондов. К методам расчета нелинейной амортизации относят такие методы, как метод суммы лет, метод уменьшения

остатка, метод списания стоимости пропорционально объему продукции, работ, услуг.

Использование *метода суммы лет* основывается на следующем расчете:

$$A_t = \frac{(B - L) * (N - t + 1) * 2}{N * (N + 1)}, \text{ где} \quad (54)$$

B - начальная балансовая стоимость актива;

L - остаточная (ликвидационная) стоимость актива;

N - срок эксплуатации;

t - номер периода, для которого рассчитывается амортизация.

При применении *способа уменьшаемого остатка* годовая сумма амортизационных отчислений определяется исходя из остаточной стоимости объекта основных средств на начало отчетного года и нормы амортизации, исчисленной на основании срока полезного использования этого объекта:

$$A_t = C * \frac{K * H_a}{100}, \text{ где} \quad (55)$$

C - остаточная стоимость амортизируемого имущества на начало периода;

K - коэффициент ускорения;

H_a - норма амортизации для данного объекта.

Применение коэффициента ускорения или повышающего коэффициента (K) в соответствии с пунктом 7 статьи 259 НК РФ может быть предусмотрено в отношении следующего имущества:

- амортизации основных средств, используемых для работы в условиях агрессивной среды и (или) повышенной сменности, но не выше 2;

- амортизации основных средств, которые являются предметом договора финансовой аренды (договора лизинга), но не выше 3;

налогоплательщиков - сельскохозяйственных организаций промышленного типа (птицефабрики, животноводческие комплексы, зверосовхозы, тепличные комбинаты), которые вправе применять дополнительно к основной норме амортизации специальный коэффициент, но не выше 2.

Метод списания стоимости пропорционально объему продукции, работ, услуг предполагает, что начисление амортизационных отчислений производится на основе натурального показателя объема продукции (работ)

в отчетном периоде и соотношения первоначальной стоимости объекта основных средств и предполагаемого объема продукции (работ) за весь срок полезного использования объекта основных средств:

$$A_t = \frac{C}{B}, \text{ где} \quad (56)$$

C - первоначальная стоимость объекта основных средств;

B - предполагаемый объем производства продукции.

Данный метод применяется там, где износ основных средств напрямую связан с частотой их использования.

Основные источники внешнего финансирования хозяйственной деятельности предприятия представлены на рисунке 4.

Рассмотрим каждый источник долгового финансирования более подробно.

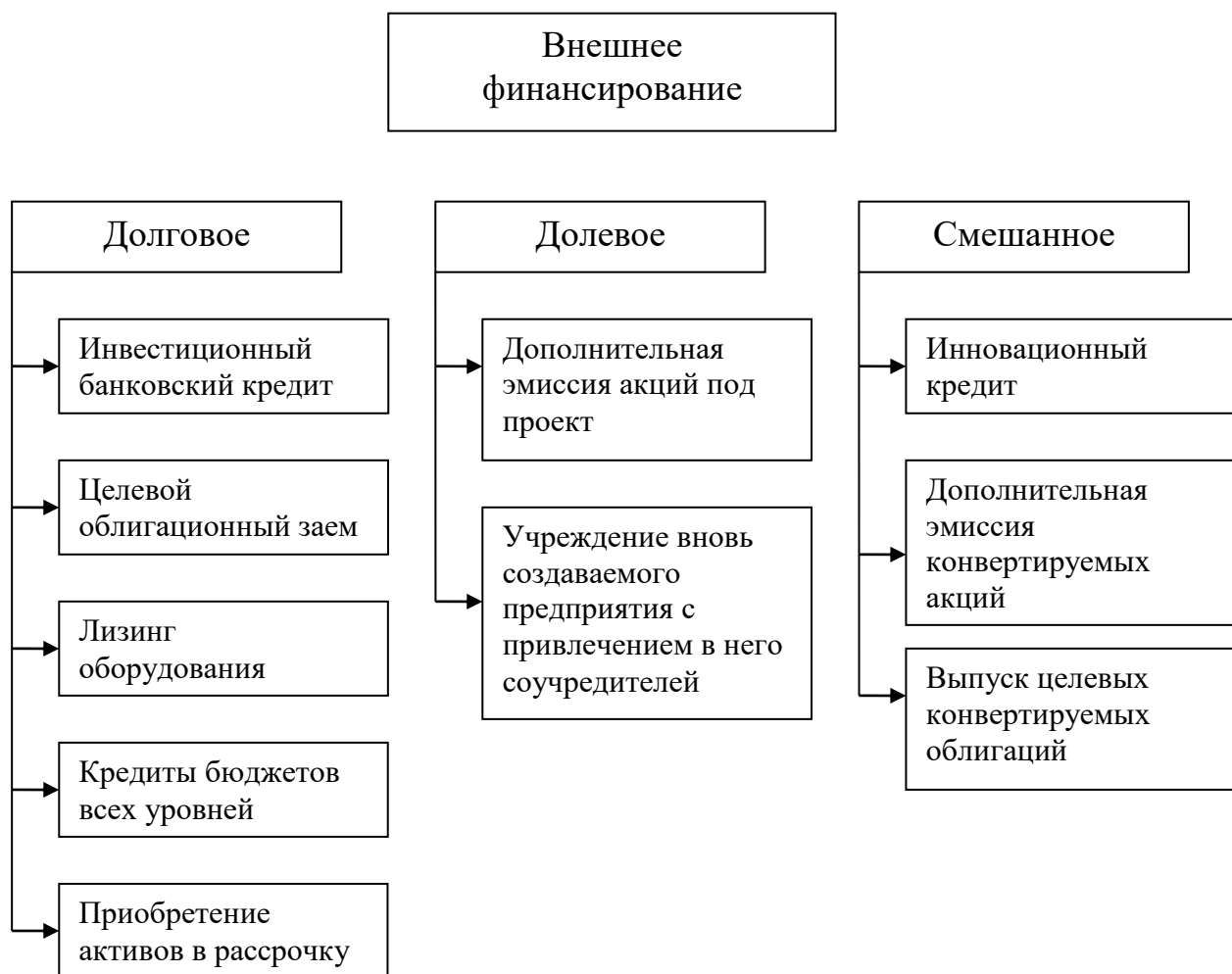


Рисунок 4 - Источники внешнего финансирования хозяйственной деятельности

Инвестиционный банковский кредит является долгосрочным источником финансирования и имеет следующие условия предоставления:

- в банк необходимо представить бизнес-план инвестиционного проекта, который должен быть подкреплён соответствующими маркетинговыми исследованиями, планами по прибылям и убыткам, денежными потоками, инвестиционными расчетами, а также прогнозами и методами управления разного рода рисками;
- предоставить адекватное имущественное обеспечение в виде залога имущества, гарантий и поручительств третьих лиц. Рыночная стоимость имущественного залога должна превышать сумму кредита;
- предоставить кредитору исчерпывающую стандартную информацию о своем финансовом состоянии (бухгалтерский баланс и другие отчетные формы);
- предусматривается надежный механизм контроля кредитора за целевым расходованием денег.

Основой кредитных отношений между банком и заемщиком является кредитный договор. В нем определяются условия предоставления кредита, срок и процентные ставки, виды и методы обеспечения обязательств заемщика и т.д. Имеются хорошо разработанные формы и образцы кредитных договоров, рекомендуемые для использования.

Целевые облигационные займы - это также разновидность долгового финансирования. При этом *облигация* - это ценная бумага на предъявителя, представляющая собой долговое обязательство, по которому владельцы облигаций получают доход, выплачиваемый в форме фиксированного или меняющегося процента.

К основным параметрам облигационного займа следует отнести:

- 1) страна и валюта заимствования;
- 2) объем займа по номиналу - определяется потребностями эмитента. Номинальная стоимость всех выпущенных облигаций не должна превышать размер уставного капитала общества, либо величину обеспечения, предоставляемого обществу третьими лицами;
- 3) срок заимствования — определяется особенностями финансируемого проекта;
- 4) номинал облигации:
 - чем меньше номинал, тем выше ликвидность; -
 - уменьшение номинала ведет к росту затрат на обслуживание выпуска и обращения ценных бумаг;
- 5) способ выплаты дохода:
 - доходные - выплачиваются проценты при наличии прибыли у эмитента;
 - беспроцентные — продаются по цене ниже номинала;
 - с плавающим процентом - размер выплат привязан к какому-либо параметру, меняющемуся в периоде обращения.
- б) способ погашения:
 - серийный;
 - отзывной (с правом отзыва эмитентом);
 - возвратный (с правом возврата владельцем).

По облигациям гарантируется выплата процента в установленный срок. Выплата процентов осуществляется из прибыли до учета процедуры налогообложения (из балансовой прибыли).

Еще одной разновидностью долгового финансирования является лизинг оборудования. Отметим, что *лизинг* - это форма долгосрочной аренды, связанная с передачей в пользование оборудования, транспортных средств и другого движимого и недвижимого имущества.

Выделяют несколько видов лизинга, каждый из которых имеет свои особенности:

- 1) *финансовый лизинг* отличается следующими признаками:

- лизингодатель обязуется приобрести в собственность указанное лизингополучателем имущество у определенного продавца и передать данное имущество лизингополучателю;
- лизингодатель получает определенную плату;
- срок лизинга соизмерим со сроком полной амортизации имущества или превышает его;
- по окончании договора лизинга имущество переходит в собственность лизингополучателя (или до окончания договора при условии выплаты полной суммы).

2) *возвратный лизинг* предполагает, что:

- лизингодатель приобретает имущество у лизингополучателя и тут же предоставляет это имущество ему в аренду;
- срок лизинга соизмерим со сроком амортизации;
- по окончании договора имущество переходит в собственность лизингополучателя;
- лизингодатель получает определенную плату.

3) *оперативный лизинг* имеет следующие характерные особенности:

- лизингодатель закупает на свой страх и риск имущество и передает его лизингополучателю;
- лизингодатель получает определенную плату;
- срок устанавливается на основании договора лизинга;
- по окончании договора лизингополучатель не имеет права требовать перехода собственности на имущество и возвращает его лизингодателю.

Кроме того, лизинговые операции подразделяют по срокам осуществления:

- долгосрочный (от 3-х лет);
- среднесрочный (от 1,5 до 3 лет);
- краткосрочный (менее 1,5 лет).

Стоимость лизинга не всегда ниже стоимости банковского кредита, здесь необходимо рассматривать конкретную ситуацию. Вместе с тем общая сумма *лизингового платежа* может включать:

- амортизацию имущества за период, определяемый договором;
- инвестиционные издержки (расходы лизингодателя, связанные с приобретением имущества);
- оплату процентов за кредиты, используемые лизингодателем на приобретение имущества;
- плату за дополнительные услуги лизингодателя;
- НДС;
- страховые взносы;
- налог на имущество, уплаченный лизингодателем;
- вознаграждение лизингодателя:

- услуги по осуществлению лизинговой сделки;
- проценты за использование собственных средств лизингодателя.

Следует отметить, что суммы лизинговых платежей включаются лизингополучателем в себестоимость производимой продукции.

Преимущества лизинга по сравнению с другими источниками заемного финансирования состоят в следующем:

- позволяет получить основные средства и начать их эксплуатировать, не отвлекая деньги из оборота;
- основные фонды находятся на балансе лизингодателя, а платежи ему включаются в себестоимость и, следовательно, уменьшают сумму прибыли, облагаемую налогом.

Лизинговая деятельность в Российской Федерации регулируется Федеральным законом РФ от 29.10.98 №164-ФЗ «О лизинге». При этом не секрет, что темпы развития лизинговой деятельности в России достаточно низки, что, по нашему мнению, предопределяется рядом факторов:

1. Недостаточность предложения лизинговых услуг.

Сегодня на лизинговом рынке действуют условно две группы лизинговых компаний: независимые, работающие в сфере малого и среднего бизнеса, и крупные компании, работающие при устойчивых банках. Объемы операций независимых компаний крайне незначительны. Круг лиц, с которыми работают крупные компании, ограничен финансовыми возможностями и жесткими требованиями со стороны указанных банков в вопросах полного контроля движения финансовых потоков лизингополучателя.

2. Низкий уровень маркетинга в лизинговых компаниях.

Большинство потенциальных лизингополучателей считают данный вид финансирования инвестиций в основной капитал дорогостоящим, хотя это не всегда соответствует действительности.

3. Неурегулированность и изменчивость нормативно-правовой базы. Прежде всего, в законодательстве неоднозначно решен вопрос собственно понятия лизинга. Гражданский Кодекс РФ, Закон о лизинге трактуют его по-разному: то как разновидность аренды, то как форму инвестиционной деятельности. От ответа на этот вопрос зависят размеры налогооблагаемой прибыли. Нет однозначного, решения о применении ускоренной амортизации к лизинговому имуществу и ряде других существенных вопросов, которые на практике могут свести к нулю возможные преимущества лизинга.

Переходя к *долевому финансированию* хозяйственной деятельности, отметим, что оно может включать дополнительную эмиссию акций под инвестиционный проект, а также учреждение вновь создаваемого предприятия с привлечением в него соучредителей.

Дополнительная эмиссия акций под инвестиционный проект

осуществляется достаточно редко. Причинами такой ситуации становится ряд соображений, возникающих у инвестора:

- не существует гарантии, что в действительности деньги акционеров не будут использованы на иные цели;
- необходимы веские доказательства финансовой устойчивости предприятия-эмитента и высокая степень его информационной прозрачности;
- предприятие-эмитент должно пользоваться достаточным общественным доверием;
- предприятие-эмитент не должно быть слишком многопрофильным.

Учреждение вновь создаваемого предприятия - является гораздо более популярным способом целевого долевого финансирования. Целевое доленое финансирование выступает в форме взносов сторонних соучредителей в уставный капитал подобного предприятия. Данные взносы могут осуществляться в виде денежных и имущественных вкладов.

Однако чаще требуются денежные вклады. В связи с этим инициаторы проекта зачастую идут на занижение стоимости вносимого имущества с целью увеличения доли в уставном капитале инвесторов, способных внести необходимые денежные средства.

Наиболее гибким и специфичным является *смешанное финансирование*, которое включает: инновационные кредиты; дополнительную эмиссию конвертируемых акций; выпуск целевых конвертируемых облигаций.

Инновационный кредит - это разновидность проектного кредита, его особенностью является предоставление кредитных ресурсов вновь создаваемому предприятию под определенный инновационный проект освоения новой продукции либо нового технологического процесса.

Важно отметить, что кредитор, по условиям кредитного соглашения, оставляет за собой право в любой момент конвертировать непогашенную по кредиту сумму основного долга в доленое участие в предприятии-заемщике. Величина пакета причитающихся кредитору акций оценивается по его рыночной стоимости, которая должна равняться сумме долга, непогашенной на момент конвертации.

В этой связи возможными целями кредитора могут стать:

- получение курсового дохода по акциям заемщика;
- перехват контроля над успешно развивающимся молодым инновационным предприятием.

Дополнительная эмиссия конвертируемых акций предполагает размещение акций, которые могут обмениваться на облигации заемщика. При этом заранее оговаривается ряд условий:

- указывается момент времени, в который акции можно предъявлять к обмену;
- согласовываются параметры облигаций, а которые будут обмениваться акции;
- определяется обменное соотношение.

Для потенциальных покупателей акций в случае неудачи проекта появляется возможность получить взамен обесценившихся акций долговые обязательства предприятия-эмитента.

Выпуск целевых конвертируемых облигаций в свою очередь дает возможность:

- получить в собственность растущие в цене акции;
- сконцентрировать в своих руках настолько значимый пакет акций, что это предоставит возможность участвовать в управлении предприятием.

6.2. Особые формы финансирования

Помимо имеющих место традиционных форм финансирования хозяйственной деятельности, на современном этапе экономического развития России выделяют ряд особых форм, которые пришли к нам из стран с развитой рыночной экономикой. К таким особым формам финансирования инвестиционных проектов следует отнести: ипотеку; франчайзинг; форфейтинг.

Ипотека — это ссуда, выдаваемая под залог недвижимости. При этом залог, служащий обеспечением этой ссуды, не передается кредитору, а остается в руках должника.

Операции по ипотечному кредитованию осуществляют специализированные ипотечные банки. *Ипотечные банки* - это банки, предоставляющие долгосрочные кредиты, которые обеспечиваются внесением записи ипотек или ипотечных долгов на земельное владение, под которое выдается ссуда.

Всю деятельность ипотечные банки осуществляют на основе залогового права. При этом земельное владение может быть заложено путем передачи собственником права собственности и земледелец в письменном виде (нотариально заверенном) поручает сделать запись в специальном разделе Земельного кадастра о залоговом праве на земельный участок в пользу кредитора.

Операции ипотечных банков, как и любых других, бывают активными и пассивными, но имеют определенную специфику. *Пассивные операции* ипотечного банка включают:

1) продажу закладных листов - один из основных источников привлечения ресурсов ипотечным банком. Закладные листы имеют ряд особенностей:

- обеспечиваются совокупностью ипотечных кредитов, выданных банком;
- обычно продаются ниже номинала на основе биржевого курса;
- ипотечный банк вынужден реализовывать закладные листы через коммерческие банки, за что платит пошлину (бонификацию), а так же несет текущие расходы (реклама, печатание ценных бумаг, обработка заявок и др.);
- выпускаются на срок 10 лет (в основном);
- ипотечный банк не меняет процент выплат по закладным в течение всего срока их действия;
- могут быть в любой момент проданы по биржевому курсу;
- в случае банкротства ипотечного банка держатели закладных имеют привилегированное право перед другими кредиторами.

2) долгосрочные займы:

- эмиссия долгосрочных облигаций;
- привлечение долгосрочных займов.

3) переходящие кредиты: получение кредитов от государства;

4) собственные средства:

- акционерный капитал;
- резервный фонд;
- нераспределенная прибыль.

В свою очередь, *активные операции* ипотечного банка предполагают размещение имеющихся финансовых ресурсов и включают:

1) наличность и счета в кредитных учреждениях;

2) долгосрочные кредиты: составляют почти 85% и выделяются клиентам на

жилищное и промышленное строительство. К особенностям ипотечного кредита следует отнести:

- ссуды могут выдаваться лишь под земельные участки, приносящие владельцу стабильный доход;
- величина ссуды не может превышать 60% стоимости земельного участка;
- третье лицо может предоставить свой участок в качестве залогового объекта;
- ипотека или ипотечный долг несет ответственность безотносительно к личности землевладельца (наследование);
- при принудительной продаже залогового объекта кредиторы ипотек и ипотечных долгов имеют привилегированное право перед другими кредиторами;

- процентная ставка по ипотечным кредитам должна покрывать не только выплату процентов, но и текущие расходы по закладным.

3) ценные бумаги:

- вложение средств в ценные бумаги;
- выдача ссуд под залог ценных бумаг.

4) переходящие кредиты: предоставление ипотечных кредитов за счет средств государства.

Данный вид деятельности в России регулируется Федеральным законом РФ от 16.07.98 №102-ФЗ «Об ипотеке (зalog недвижимости)».

Еще одной особой формой финансирования является *франчайзинг*, который определяется как система передачи или продажи лицензий на технологию или товарный знак. При этом юридическое или физическое лицо, передающее лицензию получает название *франчайзор*, а получающее лицензию — *франчайзиат*.

Суть франчайзинга состоит в следующем: франчайзер, имеющий высокий имидж на рынке, передает неизвестной потребителям фирме (франчайзиату) лицензию на деятельность по своей технологии и под своим товарным знаком, получая при этом определенный доход (компенсацию). Соответственно, франчайзинг становится средством мобилизации капитала.

Выделяют два основных типа франчайзинга:

- 1) товарный - связан с продажей товарных групп;
- 2) деловой - передача лицензии, обучение, выбор площадки строительства предприятия, другие услуги.

Франчайзинг обладает рядом несомненных преимуществ:

- дает возможность стать самостоятельным предпринимателем;
- позволяет вести свой бизнес под признанным товарным знаком;
- предусматривает использование уже ранее испытанных форм предпринимательства.

Форфейтинг, как источник финансирования хозяйственной деятельности предполагает покупку долга, выраженного в оборотном документе, у кредитора на безоборотной основе. Таким образом, форфейтинг подразумевает переход всех рисков по долговому обязательству к его покупателю — *форфейтеру*. А покупка оборотного обязательства происходит, естественно, со скидкой. Вместе с тем отметим, что форфейтинг носит среднесрочный характер - до семи лет.

Механизм форфейтинга используется в двух видах сделок:

- 1) в финансовых сделках - в целях быстрой реализации долгосрочных финансовых обязательств;
- 2) в экспортных сделках - для содействия поступлению наличных денег экспортеру, предоставившему кредит иностранному покупателю. Стоимость форфейтинга, оплачиваемая, в конечном счете, через цену

товара, нередко выше других форм кредита. При этом основными оборотными документами, используемыми в качестве форфейтинговых инструментов, являются векселя.

Можно выделить ряд преимуществ форфейтинга:

- твердая ставка кредитования;
- относительно простая процедура оформления переуступки векселей.

6.3. Венчурное финансирование

Венчурное финансирование - это разновидность проектного финансирования в той его форме, когда средства от внешнего инвестора привлекаются в уставный капитал специализированных предприятий, создаваемых для осуществления конкретных инвестиционных проектов.

Основными признаками венчурного финансирования являются:

- 1) финансирование рискованных инвестиционных проектов;
- 2) финансирование еще только начинающихся проектов.

Сущность венчурного финансирования состоит в том, чтобы привлекать средства в уставный капитал предприятий, создаваемых для осуществления конкретных инвестиционных проектов. При этом денежные средства поступают от тех инвесторов, которые изначально рассчитывают на продажу своей доли в предприятии после того, как ее стоимость в результате выполнения бизнес-плана эффективного проекта успеет существенно повыситься по сравнению с уплаченной за нее ранее ценой. Венчурное финансирование для проекта означает получение реальных средств, пополняющих или формирующих уставный капитал, из которого оплачиваются необходимые по проекту капитальные затраты.

Выделим ряд проектов, способных привлечь венчурный капитал:

- производство радикально новых видов продукции, способных удовлетворить появившиеся, но не удовлетворяемые потребности платежеспособных покупателей;
- выпуск новых продуктов, которые ориентированы на удовлетворение среди широкого круга потенциальных покупателей новых приоритетных потребностей;
- новые технологические процессы, позволяющие изготавливать гораздо более высококачественную продукцию;
- новые технологические процессы, обеспечивающие серьезное снижение издержек при выпуске продукции.

Венчурный инвестор обычно соглашается войти в долю при условии, что эта доля достаточно значительна (40 - 50% уставного капитала), что позволяет ему:

- 1) контролировать изнутри предприятия, на что в действительности идут вложенные им средства;

2) иметь возможность в решающей мере влиять на менеджмент компании.

Значение венчурного финансирования трудно переоценить:

- играет важную роль в ускорении научных достижений;
- способствует повышению уровня конкурентоспособности продукции.

В настоящее время существующее российское налоговое и гражданское законодательство мало приспособлено к нуждам венчурного бизнеса. Классическая схема венчурного фонда, применяемая в развитых странах, предполагает создание фонда в форме ограниченного партнерства (limited partnership), где венчурные инвесторы являются вкладчиками в форме «ограниченных партнеров», а управляющая компания - полным товарищем, или «генеральным партнером». В ГК РФ этому понятию соответствует «товарищество на вере» (коммандитное товарищество). Однако, если американское limited partnership прозрачно для целей уплаты налогов, и все налоги на результат его деятельности уплачиваются только один раз вкладчиками лично, то по российскому законодательству коммандитное товарищество — юридическое лицо и потому является полноценным налогоплательщиком со всеми вытекающими отсюда последствиями в виде НДС, налога на прибыль, необходимостью ведения текущей налоговой отчетности и пр., что значительно снижает экономический эффект деятельности венчурного фонда.

Одной из ключевых остается проблема реализации уже «раскрученной» компании. На Западе с этим несколько проще: развитый фондовый рынок позволяет выводить акции молодой компании на биржу путем первичного размещения.

ГЛАВА 7. Управление капиталом предприятия

7.1. Понятие капитала, его структура

Управление капиталом предприятия является одним из ключевых разделов финансового менеджмента, а специфические моменты данного управления нашли свое отражение в концепции цены капитала.

Отметим, что *капитал* - это значительная часть финансовых ресурсов, авансируемая и инвестируемая в производство с целью получения прибыли. В процессе своего функционирования капитал обеспечивает интересы собственников и персонала фирмы, а также государства. Именно это определяет его как основной объект финансового управления фирмой, а обеспечение его эффективного использования относится к числу наиболее ответственных задач финансового менеджмента.

В процессе управления капиталом предприятия необходимо четко выделить его отдельные разновидности. В этой связи следует провести классификацию видов капитала по отдельным направлениям (таблица 6).

Таблица 6 — Классификация видов капитала предприятия

Направление классификации	Вид капитала
По принадлежности предприятию	<ul style="list-style-type: none">• собственный• заемный
По объекту инвестирования	<ul style="list-style-type: none">• основной• оборотный
По форме нахождения в процессе кругооборота	<ul style="list-style-type: none">• в денежной форме.• в производительной форме• в товарной форме
По целям использования	<ul style="list-style-type: none">• производительный• ссудный• спекулятивный
По форме отражения в бухгалтерском учете	<ul style="list-style-type: none">• уставный• добавочный• резервный

Деление капитала предприятия по принципу принадлежности на собственный и заемный достаточно примитивно, однако дает возможность проведения анализа его структуры в целях определения финансовой устойчивости, рентабельности деятельности и в целом анализа финансового состояния предприятия.

Учет при классификации объекта инвестирования капитала позволяет выделить основной и оборотный капитал, что является определяющим при

расчете ликвидности, кредитоспособности и деловой активности предприятия. Данные виды капитала находят свое отражение в активе бухгалтерского баланса предприятия.

По целям использования в процессе кругооборота выделяют три вида капитала: производительный, ссудный и спекулятивный. При этом *производительный капитал* представляет собой средства, инвестированные в операционные активы для осуществления хозяйственной деятельности. *Ссудный капитал* используется в процессе инвестиционной деятельности фирмы. А *спекулятивный капитал* используется для спекулятивных операций, то есть операций, основанных на разнице в ценах приобретения и реализации.

В системе бухгалтерского учета источники формирования финансовых ресурсов предприятия отражаются в пассиве бухгалтерского баланса, где собственные средства сгруппированы, как правило, в три основные фонда: уставный, резервный и добавочный. *Уставный капитал* формируется за счет выпуска и продажи акций, вложений в уставный капитал паев, долей и т.д. Его размер фиксируется в Уставе предприятия, а минимальный размер определяется законодательством. *Добавочный капитал* включает: суммы дооценки основных средств, безвозмездно полученные ценности, эмиссионный доход от акций (реализация по цене выше номинала) и т.д. *Резервный капитал* содержит отчисления от чистой прибыли предприятия (ежегодно должно отчисляться не менее 5% чистой прибыли до тех пор, пока он не достигнет установленного уставом размера). Предназначен резервный капитал для покрытия возможных убытков, погашения облигаций, выкупа собственных акций.

Формирование капитала предприятия — это очень серьезный и, можно сказать, стратегический вопрос. То, каким образом будет сформирован капитал предприятия, будет непосредственно влиять на перспективы и результаты его деятельности. В этой связи необходимо особое внимание обратить на *основные принципы формирования капитала* предприятия:

1. Учет перспектив развития хозяйственной деятельности предприятия: включение в бизнес-план не только потребностей на начальной стадии, но и в ближайшей перспективе.
2. Обеспечение соответствия объема привлекаемого капитала объему формируемых активов.

При этом *общая потребность в капитале* включает:

- предстартовые расходы — разработка бизнес-плана и финансирование связанных с этим исследований;
- стартовый капитал - непосредственное формирование активов предприятия для начала хозяйственной деятельности.

3. Обеспечение оптимальности структуры капитала для эффективного его

функционирования. Под понятием *структуры капитала* подразумевается соотношение собственных и заемных средств, используемых в хозяйственной деятельности.

Структура капитала влияет на следующие параметры:

- рентабельность активов и собственного капитала;
- финансовую устойчивость и платежеспособность;
- формирование соотношения доходности и риска.

4. Обеспечение минимизации затрат по формированию капитала из различных источников (управление стоимостью капитала).
5. Обеспечение высокоэффективного использования капитала в процессе хозяйственной деятельности (максимизация рентабельности капитала при приемлемом уровне риска).

7.2. Цена капитала, принципы оценки

Отправной точкой в процессе формирования капитала предприятия является его стоимость или цена. *Цена капитала* — это плата за его привлечение, выраженная в процентах к суммарной величине капитала. Поскольку цена отдельных источников финансирования различна, то суммарная стоимость всего капитала предприятия определяется как средняя взвешенная, по удельному весу каждой из его составных частей.

При расчете суммарной стоимости капитала для предприятия необходимо базироваться на комплексе *принципов оценки стоимости капитала*:

1. Принцип поэлементной оценки стоимости капитала предполагает расчет стоимости каждого отдельного источника капитала.

1) расчет стоимости *собственного капитала* предприятия:

$$СК_c = \frac{ЧП}{СК} * 100, \text{ где} \quad (57)$$

СК_с - стоимость собственного капитала;

ЧП - чистая прибыль, выплаченная в процессе распределения, руб.;

СК - средняя сумма собственного капитала в отчетном периоде, руб.

2) расчет стоимости дополнительного капитала, привлеченного за счет

$$СК_{np} = \frac{Д_{np}}{K_{np} * (1 - ЭЗ)} * 100, \text{ где} \quad (58)$$

СК_{np} - стоимость капитала, привлекаемого за счет эмиссии привилегированных акций;

Д_{np} - сумма выплаченных дивидендов, руб.;

К_{np} - сумма привлекаемого капитала, руб.;

ЭЗ - затраты по эмиссии в десятичной дроби по отношению к сумме

ЭМИССИИ.

3) расчет стоимости дополнительного капитала, привлеченного за счет эмиссии простых акций:

$$СК_{на} = \frac{K_a * D_{на} * ПВ_m}{K_{на} * (1 - ЭЗ)} * 100, \text{ где} \quad (59)$$

$СК_{на}$ - стоимость капитала, привлекаемого за счет эмиссии простых акций;

K_a - количество дополнительных акций, шт.;

$D_{на}$ - сумма дивидендов на 1 акцию в отчетном периоде, руб.;

$ПВ_m$ - планируемый темп выплаты дивидендов в десятичной дроби;

$K_{на}$ - сумма капитала, привлекаемого дополнительно, руб.;

$ЭЗ$ - затраты по эмиссии акций в десятичной дроби.

4) расчет стоимости заемного капитала, привлеченного в форме банковского кредита:

$$СК_{б} = \frac{ПК_{б} * (1 - C_{нп})}{1 - ЗП_{б}}, \text{ где} \quad (60)$$

$СК_{б}$ - стоимость привлечения банковского кредита;

$ПК_{б}$ - проценты за кредит, %;

$C_{нп}$ - ставка налога на прибыль в десятичной дроби;

$ЗП_{б}$ - уровень расходов по привлечению кредита в десятичной дроби к его сумме.

5) расчет стоимости финансового лизинга:

$$C_{фл} = \frac{(ЛС - НА) * (1 - C_{нп})}{1 - ЗП_{фл}}, \text{ где} \quad (61)$$

$C_{фл}$ - стоимость привлечения капитала за счет финансового лизинга;

$ЛС$ - годовая лизинговая ставка, %;

$НА$ - годовая норма амортизации, %;

$ЗП_{фл}$ - уровень расходов на лизинг к стоимости актива в десятичной дроби.

б) расчет стоимости эмиссии облигаций:

$$C_o = \frac{КД * (1 - C_{нп})}{1 - ЭЗ}, \text{ где} \quad (62)$$

C_o - стоимость привлечения капитала за счет эмиссии облигаций;

$КД$ - ставка купонного дохода, %;

$ЭЗ$ - уровень эмиссионных затрат к объему эмиссии в десятичной дроби.

7) расчет стоимости товарного кредита в форме краткосрочной отсрочки платежа:

$$C_{mk} = \frac{ЦС * 360 * (1 - C_{np})}{ПО}, \text{ где} \quad (63)$$

Стк - стоимость привлечения капитала за счет товарного кредита в форме краткосрочной отсрочки платежа;

ЦС - размер ценовой скидки при осуществлении наличного платежа, %;

ПО - период предоставления отсрочки платежа, дней.

8) стоимость *внутренней кредиторской задолженности* предприятием учитывается по нулевой ставке.

2. Принцип обобщающей оценки стоимости капитала. Обобщающим показателем стоимости капитала предприятия служит *средневзвешенная стоимость капитала*:

$$WACC = \sum W_E P_E + \sum W_P P_P (1 - T), \text{ где} \quad (64)$$

WACC - средневзвешенная стоимость капитала для предприятия;

W_E - доля собственного капитала, %;

W_P - доля заемного капитала, %;

P_E - стоимость собственного капитала, %;

P_P - стоимость заемного капитала, %;

T - ставка налога на прибыль в десятичной дроби.

3. Принцип сопоставимости оценки стоимости собственного и заемного капитала.

Необходимость учета данного принципа предопределяется тем, что в пассиве баланса заемный капитал отражается в рыночных ценах, а сумма собственного капитала существенно занижена. Следовательно, при расчетах стоимость собственного капитала завышается и занижается его удельный вес в структуре капитала. Для обеспечения сопоставимости собственный капитал должен быть выражен в текущей рыночной цене.

4. Принцип динамической оценки стоимости капитала предполагает, что с изменением стоимости отдельных элементов капитала должны вноситься коррективы в ее средневзвешенное значение.

5. Принцип определения границы эффективного использования дополнительно привлекаемого капитала связан с выработкой критериального показателя эффективности дополнительного привлечения капитала - *предельная эффективность капитала*.

$$ПЭК = \frac{\Delta R}{\Delta WACC}, \text{ где} \quad (65)$$

ПЭК - предельная эффективность капитала;

ΔR - прирост уровня рентабельности капитала;
 $\Delta WACC$ - прирост средневзвешенной стоимости капитала.

Использование этого показателя дает возможность установить границу или лимит дополнительного привлечения капитала, превышение которого влечет общее снижение эффективности хозяйственной деятельности, а, следовательно, ее рентабельности.

7.3. Методы оптимизации структуры капитала

Одним из важнейших принципов формирования капитала предприятия является принцип оптимизации структуры капитала, который позволяет добиться минимизации его стоимости при максимальной эффективности использования. В этой связи *оптимизация структуры капитала* - это такое соотношение собственных и заемных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между коэффициентами финансовой рентабельности и финансовой устойчивости предприятия.

Существуют различные подходы к оптимизации структуры капитала. Выделим три основных метода, которые используются наиболее часто в практике финансового менеджмента.

1. *Оптимизация структуры капитала по критерию максимизации уровня финансовой рентабельности.*

Суть метода заключается в следующем: необходимо найти такое соотношение собственного и заемного капитала, при котором рентабельность собственного капитала будет наивысшей.

$$P = \frac{ЧП}{СК} \rightarrow \max, \text{ где} \quad (66)$$

P — рентабельность собственного капитала;

$ЧП$ — чистая прибыль, руб.;

$СК$ - собственный капитал, руб.

Указанный расчет ведется для различной структуры капитала и выбирается максимальное значение финансовой рентабельности, что позволяет судить об оптимальности структуры капитала.

2. *Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации его стоимости.*

Суть метода заключается в следующем: осуществляется оценка стоимости собственного и заемного капитала при разных условиях и ведется

расчет средневзвешенной стоимости капитала.

Для расчета необходим комплекс данных:

- структура капитала;

- уровень предполагаемых дивидендов в процентах;
- уровень процентов за кредит с учетом риска;
- налоговый корректор;
- расчет стоимости элементов собственного и заемного капитала;
- расчет средневзвешенной стоимости капитала: $WACC = W_E P_E + W_P P_P (1 - T)$

$$WACC \rightarrow \min$$

Таким образом, при использовании этого метода оптимизации структуры капитала оптимальной считается та структура, которая дает минимальную суммарную цену привлечения капитала.

3. *Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации уровня финансовых рисков.*

Согласно данной методике активы предприятия подразделяются на 3 группы:

- внеоборотные активы (ВН);
- постоянная часть оборотных активов — минимум, необходимый для операционной деятельности (ПОСТ);
- переменная часть оборотных активов - сезонный прирост активов (ПЕРЕМ).

В свою очередь в структуре пассивов можно выделить:

- собственный капитал (СК);
- долгосрочные кредиты и займы (ДЗК);
- краткосрочные кредиты и займы (КЗК).

Используя вышеприведенные условные обозначения можно записать:

$$\Sigma B = СК + ДЗК + КЗК$$

(67).

Основываясь на данном утверждении, сформулируем основные подходы к финансированию активов предприятия. Консервативный подход предполагает, что финансирование 50% сезонного прироста активов происходит за счет привлечения краткосрочных кредитов и займов, остальные же оборотные и внеоборотные активы покрываются собственными средствами и долгосрочными займами (таблица 7). Такая ситуация ведет к максимальному снижению уровня финансового риска, однако не позволяет максимизировать рентабельность собственного капитала на основе использования эффекта финансового левиреджа.

Таблица 7 - Стратегии финансирования активов предприятия

Вид стратегии	Структура капитала	Уровень риска
Консервативный	$0,5 \text{ ПЕРЕМ} = \text{КЗК}$ $\text{ПОСТ} + \text{ВН} + 0,5 \text{ ПЕРЕМ} = \text{ДЗК} + \text{СК}$	Риск минимальный
Умеренный	$\text{ПЕРЕМ} = \text{КЗК}$ $\text{ПОСТ} + \text{ВН} = \text{ДЗК} + \text{СК}$	Средний уровень риска
Агрессивный	$\text{ПЕРЕМ} + 0,5 \text{ ПОСТ} = \text{КЗК}$ $0,5 \text{ ПОСТ} + \text{ВН} = \text{ДЗК} + \text{СК}$	Риск максимальный

Умеренный подход при формировании структуры капитала предопределяет полное покрытие (100%) сезонного прироста оборотных средств за счет краткосрочных источников финансирования, что увеличивает уровень риска до среднего, но и дает возможность увеличить рентабельность деятельности при благоприятном стечении обстоятельств.

Применение агрессивного подхода влечет максимальное использование краткосрочных кредитов и займов, которые покрывают уже не только сезонный прирост оборотных средств, но и 50% минимума, необходимого для ведения операционной деятельности. Это может существенно осложнить ситуацию с платежеспособностью и финансовой устойчивостью предприятия, то есть уровень риска становится максимальным. Вместе с тем, при подобной структуре капитала предприятие может получить максимальную рентабельность собственного капитала при использовании дешевых источников заемного финансирования.

Таким образом, управление структурой капитала на предприятии может базироваться на различных методиках ее оптимизации. При этом выбор конкретного подхода зависит от стратегических целей, поставленных собственниками и руководством компании.

ГЛАВА 8. Лeverидж и его роль в финансовом менеджменте

8.1. Производственный (операционный) лeverидж

Наличие в составе суммарных затрат предприятия некоторой доли постоянных издержек приводит к тому, что при изменении объема реализации продукции, сумма операционной прибыли изменяется еще более высокими темпами. Соответственно, чем выше доля постоянных затрат, тем в большей степени изменяется операционная прибыль по отношению к темпам изменения объема реализации продукции. Таким образом, процесс распыления неизменной суммы постоянных затрат на изменяющееся количество производимой и реализуемой продукции приводит к возникновению эффекта производственного лeverиджа.

Коэффициент производственного лeverиджа ($K_{ол}$) представляет собой долю постоянных издержек в общей сумме издержек, которые несет предприятие при производстве продукции:

$$K_{ол} = \frac{I_{пост}}{I_{общ}}, \text{ где} \quad (68)$$

$I_{пост}$ - постоянные издержки, руб.;

$I_{общ}$ - общие издержки, руб.

Эффект производственного лeverиджа ($\mathcal{E}_{ол}$) можно рассчитать по следующей формуле:

$$\mathcal{E}_{ол} = \frac{МД}{ВП} = \frac{ВП + I_{пост}}{ВП} = 1 + \frac{I_{пост}}{ВП}, \text{ где} \quad (69)$$

МД - маржинальный доход (валовая прибыль плюс Постоянные расходы);

ВП - объем валовой прибыли.

Для четкого понимания и учета в процессе финансового управления появления опережающего роста объема прибыли при росте объемов реализации, необходимо выделить *особенности механизма производственного лeverиджа*:

1. Положительное воздействие производственного лeverиджа начинает проявляться после достижения точки безубыточности. При этом чем выше доля постоянных расходов и коэффициент производственного лeverиджа, тем позже достигается точка безубыточности.
2. После преодоления точки безубыточности, чем выше коэффициент производственного лeverиджа, тем больше прирост прибыли при наращивании объема реализации.
3. Наибольшее положительное воздействие производственного лeverиджа достигается в поле, максимально приближенном к точке безубыточности.

Каждый последующий процент прироста объема реализации будет приводить к меньшему темпу прироста прибыли.

4. Механизм производственного лeverиджа имеет и обратную направленность — при любом снижении объема реализации, в еще большей степени будет уменьшаться размер прибыли. Чем выше коэффициент производственного лeverиджа, тем сильнее снижение.

5. Эффект производственного лeverиджа стабилен только в коротком периоде. При изменении суммы постоянных затрат изменяется и точка безубыточности.

Помимо учета вышеприведенных особенностей, предприятию необходимо учитывать еще ряд факторов. При неблагоприятной конъюнктуре товарного рынка, а также на ранних стадиях жизненного цикла предприятия, когда не преодолена точка безубыточности, необходимо снижать коэффициент производственного лeverиджа. Вместе с тем при благоприятной конъюнктуре рынка и наличии запаса финансовой прочности можно увеличивать коэффициент производственного лeverиджа посредством увеличения доли постоянных расходов за счет инвестиционной деятельности. В этой связи становится ясно, насколько важно осуществлять грамотное управление постоянными затратами на предприятии. При этом основные тенденции данного управления должны включать:

- сокращение накладных расходов (на управление);
- продажа неиспользуемого оборудования и нематериальных активов;
- использование лизинга вместо приобретения оборудования в собственность;
- сокращение потребления коммунальных услуг и т.д.

Однако управление постоянными затратами предприятия невозможно осуществлять в отрыве от управления переменной составляющей суммарных затрат. Здесь перспективными направлениями регулирующего воздействия могут стать:

- снижение численности работников основного и вспомогательного производств за счет роста производительности труда;
- сокращение размера запасов сырья, материалов и готовой продукции;
- обеспечение выгодных условий поставки и т.д.

8.2. Финансовый лeverидж

Помимо производственного лeverиджа в практике финансового менеджмента активно используется такое понятие, как финансовый менеджмент. При этом *финансовый лeverидж* характеризует использование предприятием заемных средств, которое влияет на изменение коэффициента рентабельности собственного капитала.

Коэффициент финансового лeverиджа определяется как отношение

суммы заемного капитала (ЗК) к сумме собственного капитала (СК):

$$K_{\text{фл}} = \frac{ЗК}{СК} \quad (70)$$

Эффект финансового левериджа характеризует уровень дополнительно генерируемой собственным капиталом прибыли при различной доле использования заемных средств. Рассчитывается эффект финансового левериджа по следующей формуле:

$$\text{ЭФЛ} = (1 - C_{\text{нп}}) * (ВР_{\text{а}} - ПК) * \frac{ЗК}{СК}, \text{ где} \quad (71)$$

ЭФЛ - эффект финансового левериджа;

$C_{\text{нп}}$ - ставка налога на прибыль в долях;

$ВР_{\text{а}}$ - коэффициент валовой рентабельности активов в десятичной дроби;

ПК - средний размер процентов за кредит в десятичной дроби;

ЗК - сумма заемного капитала, руб.;

СК - сумма собственного капитала, руб.

Рассмотрим составные элементы формулы эффекта финансового левериджа:

1)налоговый корректор $(1 - C_{\text{нп}})$.

Данный элемент практически не зависит от деятельности предприятия, так как устанавливается законодательно. Однако имеются некоторые возможности снижения ставки налога на прибыль:

- по различным видам деятельности устанавливается дифференцированная ставка;
- налоговые льготы по налогу на прибыль;
- осуществление деятельности в свободной экономической зоне;
- осуществление деятельности в государстве с более низким налогообложением.

При снижении средней ставки налогообложения увеличивается воздействие налогового корректора на эффект финансового левериджа.

2)дифференциал финансового левериджа $(ВР_{\text{а}} - ПК)$.

Наличие дифференциала финансового левериджа является главным условием, формирующим положительный эффект. Однако положительное влияние данного дифференциала проявляется только тогда, когда уровень валовой прибыли превышает средний размер процента за кредит, в противном случае возникают убытки. Чем выше показатель дифференциала, тем сильнее эффект финансового левериджа.

На размер дифференциала финансового левериджа влияет ряд факторов:

- ухудшение конъюнктуры финансового рынка, рост % ставок - как следствие уменьшение дифференциала;
- снижение финансовой устойчивости предприятия за счет повышения

доли заемных средств, увеличение процентной ставки на премию за риск - ведет также к уменьшению дифференциала;

- ухудшение конъюнктуры товарного рынка, снижение валовой прибыли, снижение коэффициента валовой рентабельности активов - влечет уменьшение дифференциала.

Отрицательное значение дифференциала финансового левириджа приводит к снижению рентабельности собственного капитала, то есть возникает обратный эффект от использования заемных средств.

3) коэффициент финансового левириджа ($ZK / СК$) или плечо рычага.

Прирост коэффициента финансового левириджа мультиплицирует еще больший прирост его эффекта - положительный или отрицательный - в зависимости от величины дифференциала. В этой связи, чем больше доля заемных средств, тем сильнее эффект как прироста, так и потерь.

ГЛАВА 9. Дивидендная политика

9.1. Основные теории дивидендной политики

Наличие такой организационно-правовой формы предпринимательской деятельности как акционерное общество предопределило появление в составе финансового менеджмента раздела, изучающего специфику проведения дивидендной политики. Следует отметить, что *дивиденды* ~ это денежные доходы акционеров, формирующих своими вкладами уставный капитал акционерного общества. Соответственно, от уровня дивидендных выплат или размера дивидендов непосредственно зависит привлекательность акций того или иного акционерного общества, а, следовательно, возможности привлечения капитала для расширения хозяйственной деятельности.

В этой связи *дивидендная политика* компании состоит в выборе пропорции между выплачиваемой акционерам и капитализируемой частями прибыли. При этом основной целью финансового менеджера в процессе проведения дивидендной политики становится оптимизация указанных пропорций, что позволит добиться устойчивого развития деятельности компании, с одной стороны, и привлечь акционеров, с другой.

К *основным задачам* проведения дивидендной политики следует отнести:

- 1) максимизацию совокупного дохода акционеров, который включает непосредственно дивиденд, а также прирост курсовой стоимости акций;
- 2) достаточное финансирование деятельности предприятия.

На определение размера дивидендных выплат акционерного общества влияет ряд *факторов*, основные из которых были выделены известным западным ученым Дж. Линтером:

- перспективы отрасли и ожидаемая прибыль;
- инвестиционная программа и потребность в капитале на ее реализацию;
- потребность в оборотном капитале;
- субъективная оценка менеджерами значения стабильности цены акции для собственников;
- доля дивидендов в прибыли конкурентов, чьи акции являются близкими субститутами акций предприятия;
- возможности предприятия по привлечению капитала из внешних источников;
- политика в отношении использования заемных средств и выпуска новых акций.

В теории дивидендной политики существуют три традиционных

подхода, каждому из которых соответствуют определенные виды дивидендной политики:

- консервативный подход: остаточная политика дивидендных выплат; политика стабильного размера дивидендов; умеренный подход: политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды;
- агрессивный подход: политика стабильного уровня дивидендов; политика **постоянного** возрастания уровня дивидендов.

Проведение каждой из указанных разновидностей дивидендной политики имеет свои особенности, преимущества и недостатки, которые рассмотрим ниже.

1. *Остаточная политика дивидендных выплат*

Содержание политики: дивиденды выплачиваются в случае, если профинансированы все приемлемые инвестиционные проекты, то есть по остаточному принципу. Вся прибыль может быть пущена на дивиденды, а может быть вся использована на инвестиции.

Преимущества: - высокие темпы развития предприятия;
- повышение финансовой устойчивости.

Недостатки: - нестабильность дивидендов;
- отрицательно сказывается на формировании рыночной цены акций.

Данный вид дивидендной политики обычно проводится на ранних стадиях жизненного цикла предприятия.

2. *Политика стабильного размера дивидендных выплат.*

Содержание политики: выплата неизменной суммы дивидендов на протяжении продолжительного периода. Уровень выплачиваемых дивидендов обычно устанавливается на относительно низком уровне.

Преимущества: - надежность;
- стабильность котировки акций на рынке.

Недостатки: - слабая связь с финансовым результатом деятельности, отсюда возможно сведение к нулю инвестиционной деятельности.

3. *Политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды.*

Содержание политики: выплата неизменной минимальной суммы дивидендов. В отдельные периоды, в случае возрастания объема прибыли, к фиксированной сумме дивидендов на акцию добавляется надбавка.

Преимущества: - связь с финансовым результатом деятельности;
- стабильная гарантированная выплата минимальных дивидендов.

Недостатки: - при продолжительной выплате минимальных дивидендов привлекательность акций падает.

Такая политика дает наибольший эффект на предприятии с нестабильным размером прибыли.

4. *Политика стабильного уровня дивидендов.*

Содержание политики: установление долгосрочного нормативного коэффициента дивидендных выплат по отношению к сумме прибыли.

Преимущества - простота формирования;
- связь с размером прибыли.

Недостатки: - нестабильность дивидендных выплат;
- перепады в рыночной стоимости акций по отдельным периодам.

Сигнализирует о высоком уровне риска хозяйственной деятельности на предприятии. Только зрелые компании могут позволить себе осуществлять подобную дивидендную политику.

5. *Политика постоянного возрастания размера дивидендов.*

Содержание политики: стабильное возрастание уровня дивидендов в расчете на одну акцию. Возрастание происходит по твердо установленному проценту прироста к размеру дивиденда в предшествующем периоде.

Преимущества: - высокая рыночная стоимость акций;
- формирование положительного имиджа при дополнительной эмиссии.

Недостатки: - отсутствие гибкости в проведении;
- постоянное возрастание финансовой напряженности (при росте выплат быстрее прибыли сокращается инвестиционная активность, снижается финансовая устойчивость).

Такую политику могут позволить себе только реально процветающие компании.

9.2. Этапы проведения дивидендной политики

Выбор и проведение дивидендной политики в акционерном обществе является достаточно сложным и многоступенчатым процессом, который включает целый комплекс последовательных *этапов*:

1. Оценка основных факторов, определяющих формирование дивидендной политики:

- инвестиционные возможности предприятия (стадия жизненного цикла, необходимость расширения, готовность проектов);
- возможности привлечения средств из альтернативных источников (стоимость привлечения, уровень кредитоспособности);

- объективные ограничения (налогообложение, достигнутый эффект финансового левериджа, коэффициент рентабельности);
- прочие факторы (цикл товарного рынка, уровень дивидендов в других компаниях, возможность утраты контроля над предприятием).

2. Выбор типа дивидендной политики.

3. Механизм распределения прибыли:

- из чистой прибыли вычитаются обязательные отчисления: резерв, фонды специального назначения;
- оставшаяся чистая прибыль распределяется на капитализируемую и потребляемую;
- потребляемая чистая прибыль распределяется на фонд дивидендных выплат и фонд потребления персонала АО.

4. Определение уровня дивидендных выплат на акцию:

$$УДВ = \frac{\Phi ДВ - ВПА}{K_{на}}, \text{ где} \quad (72)$$

УДВ - уровень дивидендных выплат на акцию;

ФДВ - фонд дивидендных выплат;

ВПА - выплаты по привилегированным акциям;

$K_{на}$ - количество простых акций.

5. Оценка эффективности дивидендной политики:

- коэффициент дивидендных выплат:

$$K_{ДВ} = \frac{\Phi ДВ}{ЧП}, \text{ где} \quad (73)$$

$K_{ДВ}$ - коэффициент дивидендных выплат;

ЧП - чистая прибыль.

Тогда коэффициент реинвестирования ($K_{РЕ}$), обратный коэффициенту дивидендных выплат, будет равен:

$$K_{РЕ} = 1 - K_{ДВ} \quad (74)$$

- коэффициент соотношения цены и дохода по акции:

$$K_{Ц/Д} = \frac{РЦ_A}{Д_A}, \text{ где} \quad (75)$$

$K_{Ц/Д}$ - коэффициент соотношения цены и дохода по акции;

РЦ_А - рыночная цена акции;

Д_А - дивиденды на акцию.

Таким образом, в процессе реализации дивидендной политики акционерного общества необходимо, исходя из определенного ее типа, привести в соответствие механизм распределения чистой прибыли, а также определить эффективность проведения данного вида дивидендной политики при помощи расчета комплекса критериальных показателей.

ГЛАВА 10. Управление оборотным капиталом

10.1. Управление оборотными активами

Управление оборотными активами предприятия представляет одну из наиболее сложных задач финансового менеджмента. Оборотный капитал не имеет явного физического (натурального) выражения, он весьма подвижен и легко выходит из-под контроля. Его изменение может явиться следствием любой операции, при которой меняется стоимость запасов, величина дебиторской задолженности или остаток денежных средств.

Для управления оборотным капиталом существенное значение имеет его подразделение на постоянную и переменную часть.

Постоянная часть оборотного капитала соответствует величине нормативных текущих (оборотных) активов предприятия. Это стоимость запасов, дебиторской задолженности, денежных средств, потребность в которых относительно постоянна в течение хозяйственного цикла.

Переменная часть оборотного капитала предназначается для покрытия стоимости текущих активов предприятия в пиковые периоды или в качестве страхового запаса.

Модель управления оборотными средствами включает четыре основных блока:

1. Прогнозирование и планирование.
2. Оперативное регулирование.
3. Анализ операций и результатов.
4. Контроль.

Оперативное регулирование оборотных средств включает:

- управление производственными запасами;
- управление дебиторской задолженностью;
- управление денежными потоками.

В этой связи представляется целесообразным рассмотреть каждое из указанных направлений оперативного регулирования в составе модели управления оборотными средствами предприятия.

10.2. Управление производственными запасами

Отметим, что *производственные запасы* — это часть имущества, используемая при производстве продукции, работ, услуг, а также для управленческих нужд.

К числу *задач управления производственными запасами* можно отнести:

- 1) обеспечение бесперебойности организации процесса производства;
- 2) выявление излишних запасов;
- 3) минимизация текущих затрат по обслуживанию запасов.

Оперативное регулирование производственных запасов наиболее

удобно осуществлять на основе модели «двойственной оценки» - верхнего и нижнего предела запасов (система «Максимум — Минимум»).

Минимальный уровень запасов - нижняя точка - призван обеспечить постоянное наличие материальных ценностей для бесперебойной работы предприятия, независимо от состояния поставок.

Максимальный уровень запасов - верхняя точка - включает их минимальный уровень плюс стандартный заказ, рассчитанный по оптимальной партии поставок.

Применяют три альтернативные системы оперативного управления запасами:

1. По фиксированному количеству запаса (непрерывная система).

Непрерывная система регулирования предполагает ведение учетных карт запасов по каждому наименованию или их укрупненным группам: с ежедневными записями поступления, расходования, остатка материалов. По каждой позиции устанавливается и заносится в карту минимальный и максимальный уровень запаса. При достижении минимального запаса соответствующая служба предприятия оформляет заказ на новую поставку.

Данная система наиболее пригодна в следующих ситуациях:

- высокая материалоемкость производства;
- большие издержки хранения запасов;
- значительный уровень ущерба в случае нехватки запасов;
- относительно непредсказуемый характер спроса на продукцию;
- значительные скидки с цен на поставляемые крупные партии материалов.

2. По проверочному периоду (периодическая система).

Периодическая система имеет в своей основе регулярно повторяющийся проверочный период. Период проверки может быть различным: для одних материалов - раз в неделю, для других - раз в месяц, квартал, год. При каждой проверке определяют учетный остаток материалов, после чего принимается решение об оформлении новых заказов.

Таким образом, здесь период проверки фиксирован, а размер заказа является переменной величиной: он равен расчетной потребности в данном материале с учетом спроса на продукцию минус уровень запаса в момент проверки.

Применение данной системы оправдано в следующих ситуациях:

- в составе затрат преобладают инструмент, инвентарь, запасные части и т.д.;
- затраты на хранение материалов относительно невелики;
- ущерб от невыполнения заказов в связи с отсутствием или нехваткой материалов меньше затрат на увеличение запасов;
- на продукцию предприятия имеется постоянный спрос.

3. По графику поставок.

Данная система предполагает организацию четких поставок материалов не только по дням, но и по часам (по разработанному графику) с высокой степенью ответственности за его выполнение.

При управлении производственными запасами непосредственное оперативное управление целесообразно рассредоточить по центрам ответственности, принимающим решения о закупке и расходовании материальных ценностей.

10.3. Управление дебиторской задолженностью

Как известно, *дебиторская задолженность* - это сумма долга, причитающаяся предприятию от других юридических лиц или граждан. Таким образом, дебиторская задолженность показывает, какие суммы денежных средств отвлечены из оборота предприятия на различные периоды времени. Естественно, что выпадение из оборота предприятия любых сумм ведет к снижению оборачиваемости капитала и, следовательно, снижению финансового результата.

В связи с этим *задачами управления дебиторской задолженностью* становятся:

- ограничение приемлемого уровня дебиторской задолженности;
- выбор условий продаж, обеспечивающих гарантированное поступление денежных средств;
- определение скидок или надбавок для покупателей с позиции соблюдения платежной дисциплины;
- ускорение востребования долга;
- оценка возможных издержек, связанных с дебиторской задолженностью.

Для оперативного управления дебиторской задолженностью необходимо ее ранжирование по срокам погашения:

- срок оплаты, который не наступил;
- с истекшим сроком погашения: до 30 дней; от 31 до 60 дней; от 61 до 90 дней; от 91 до 180 дней; от 181 дня до года; свыше года.

Для контроля за фактическим состоянием дебиторской задолженности часто используют относительные показатели: 1) коэффициент долговой нагрузки:

$$K_{дн} = \frac{ДЗ}{ВР}, \text{ где} \quad (76)$$

$K_{дн}$ - коэффициент долговой нагрузки;

ДЗ - средняя величина дебиторской задолженности;

ВР - выручка от реализации.

2) участие задолженности в обороте:

$$У_{зо} = K_{дн} * T, \text{ где} \quad (77)$$

У_{зо} - участие задолженности в обороте;

T - продолжительность периода в днях.

3) средний период инкассации долга:

$$P_{ид} = T_3 * U_i, \text{ где} \quad (78)$$

P_{ид} - средний период инкассации долга;

T₃ - средний период задолженности;

U_i - удельный вес данной группы дебиторов.

Модель контроля за состоянием дебиторской задолженности включает:

- прогнозируется критический уровень долговой нагрузки по дебиторской задолженности;
- все расчетные документы, относящиеся к задолженности, превышающей критический уровень, тщательно проверяются;
- оценивается существенность выявленных ошибок и нарушений (существенными признаются отклонения более 5-10% от учетных данных);
- устанавливается особое наблюдение и контроль за поступлениями от дебиторов, вплоть до снижения задолженности ниже критического уровня.

Процесс управления дебиторской задолженностью имеет несколько последовательных этапов:

1) контроль за оборачиваемостью средств в расчетах;

Ускорение оборачиваемости дебиторской задолженности возможно при наличии:

- отбора потенциальных покупателей (анализ их деятельности и финансовой устойчивости);
- градации условий оплаты (скидки, надбавки);
- замены формы расчетов (использование векселей);
- списания безнадежных долгов.

2) контроль за сроками погашения дебиторской задолженности;

3) проведение сравнительного анализа величины дебиторской задолженности с величиной кредиторской задолженности. Важно, чтобы

дебиторская задолженность не превышала кредиторскую.

К основным методам управления дебиторской задолженностью можно отнести:

- создание клиринговых центров;
- продажа задолженности (факторинг, форфейтинг, учет векселей);
- страхование;
- использование ценных бумаг;
- использование залоговых механизмов.

10.4. Управление движением денежных потоков

Управление движением денежных потоков на предприятии имеет своей целью синхронизацию поступления и расходования денежных средств, что позволяет свести к минимуму потребность в накоплении финансовых ресурсов для текущей деятельности, сократить использование заемных средств и в результате - повысить доходность предприятия.

Соответственно *основными задачами управления денежными активами* являются:

- обеспечение постоянной платежеспособности;
- обеспечение эффективного использования временно свободных денежных средств.

Общие *принципы управления денежными потоками* на предприятии предполагают:

- прогнозирование поступления и расходования средств;
- расчет времени обращения денежных средств (продолжительность финансового цикла);
- определение оптимального остатка денежных средств на счете предприятия и в кассе;
- систематический контроль и анализ денежных потоков и их сбалансированности.

В целях управления денежными активами предприятия можно использовать ряд показателей, которые позволят рассчитать оптимальный размер остатка денежных средств для обеспечения постоянной платежеспособности:

1) коэффициент участия денежных активов в оборотном капитале:

$$K_{ДА} = \frac{ДА}{ОА}, \text{ где} \quad (79)$$

$K_{ДА}$ - коэффициент участия денежных активов в оборотном капитале;
 $ДА$ - средний остаток денежных активов в рассматриваемом периоде;
 $ОА$ - средний объем оборотных активов.

2) период оборота денежных активов:

$$T_{ДА} = \frac{ДА}{РДА}, \text{ где} \quad (80)$$

$T_{ДА}$ - период оборота денежных активов;
 $РДА$ - однодневный объем расходования денежных средств в рассматриваемом периоде.

3) количество оборотов среднего остатка денежных активов:

$$K_{ОБ} = \frac{ВР}{ДА}, \text{ где} \quad (81)$$

$K_{ОБ}$ - количество оборотов среднего остатка денежных активов; $ВР$ -

выручка от реализации продукции в рассматриваемом периоде.

4) потребность в операционном остатке денежных активов:

$$ДА_{П} = \frac{ДО}{K_{ОБ}}, \text{ где} \quad (82)$$

ДА_П - потребность в операционном остатке денежных активов;

ДО - планируемый объем денежного оборота (по расходам) по операционной

деятельности предприятия;

К_{ОБ} - количество оборотов среднего остатка денежных активов.

РАЗДЕЛ III. ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ И АНАЛИЗ

ГЛАВА 11. Финансовое планирование и прогнозирование

11.1. Понятие планирования и прогнозирования

Рациональное управление финансами предприятия предполагает постановку и решение 3-х вопросов: как, где и когда следует использовать наличный капитал и прочие финансовые ресурсы для получения наиболее эффективного результата работы.

В рамках решения данного вопроса используется прогнозирование и планирование финансовой деятельности предприятия. При этом *прогнозирование* финансовой деятельности предполагает широкий горизонт, выходящий за рамки хозяйственного года, выбор сценариев развития и разработку ориентирующих показателей типа *min*, *max*.

Планирование предполагает окончательный выбор одного из вариантов развития предприятия в рамках хозяйственного года.

В процессе финансового планирования необходимо определить:

- 1) какими финансовыми ресурсами располагает предприятие;
- 2) достаточно ли этих ресурсов для текущей деятельности и намеченных инвестиций;
- 3) какая часть денежных доходов предприятия должна быть уплачена в бюджет и внебюджетные фонды;
- 4) в какой мере предприятие нуждается во внешнем финансировании и кредите;
- 5) как предприятие рассчитывает расплатиться по своим внешним обязательствам;
- 6) как предполагается распределить прибыль после уплаты налогов.

Вместе с тем успешное финансовое планирование базируется на ряде *принципов*:

1. Достоверность и полнота финансовой информации.
2. Эффективная система финансового учета.
3. Четкая организационная структура предприятия с разделением ответственности подразделений за финансовый результат.
4. Разработка современных методик (программ) финансового планирования с применением экономико-математических методов и информационных систем.
5. Координация составления финансовых планов во всех подразделениях и службах предприятия.
6. Наличие четко определенных целей хозяйственной деятельности в предстоящем периоде.

Система финансовых планов, составляемых на предприятии, включает

такие разновидности:

- *перспективное финансовое планирование*: прогнозы поступления и использования финансовых средств на перспективу (от 2 до 5 лет);
- *текущее финансовое планирование* (по годам и кварталам);
- *оперативное финансовое планирование* (месячные с разбивкой по декадам, неделям, дням);
- *бюджеты*, сметы подразделений предприятия.

В основе финансового планирования лежит баланс доходов и расходов предприятия, который составляется на год с поквартальной разбивкой. Он включает следующие разделы:

Раздел «Доходы и поступления средств» (Д):

- выручка от реализации;
- средства, мобилизованные в строительстве;
- долгосрочные кредиты банка;
- финансовая помощь вышестоящих организаций.

Раздел «Расходы и отчисления средств» (Р):

- затраты на производство и реализацию продукции (без амортизации);
- капитальные вложения и финансовые инвестиции;
- отвлеченные средства за счет прибыли;
- расходы на содержание социальной сферы;
- расходы на НИОКР;
- прирост оборотных средств;
- нераспределенная прибыль.

III раздел «Платежи в бюджет» (Б):

- налог на прибыль;
- налоги в себестоимости продукции;
- налоги, уплачиваемые за счет финансового результата.

IV раздел «Ассигнования из бюджета» (А):

- дотации (на разрыв доходов и расходов) и субсидии (строго целевой характер);
- финансирование капитальных вложений;
- финансирование НИОКР;
- прочие ассигнования из бюджета.

В балансе доходов и расходов должно осуществляться две увязки:

1) увязка по финансовым ресурсам: $(Д + А) = (Р + Б)$

2) по взаимоотношениям с бюджетом: $(Б - А) = (Д - Р)$

К балансу доходов и расходов составляется проверочная шахматная таблица, в которой по вертикали - доходы и ассигнования; по горизонтали - расходы и платежи в бюджет.

Составление баланса доходов и расходов на предприятии позволяет:

- 1) по каждому доходу определить на какие цели он направляется;
- 2) по каждому расходу определить источник финансирования.

Важное значение при планировании имеют различного рода нормативы, ставки налогов, лимиты.

11.2. Бюджетирование в системе финансового планирования

Главным инструментом разработки бизнес-плана является бюджетирование или сметное планирование.

Бюджет — это форма планового расчета, который определяет подробную программу действий предприятия на предстоящий период.

При разработке бизнес-плана составляют следующие виды бюджетов:

- бюджет продаж;
- бюджет производства;
- бюджет прямых материальных затрат;
- бюджет расходов на оплату труда производственного персонала;
- бюджет накладных (общепроизводственных) расходов;
- бюджет себестоимости реализованной продукции;
- бюджет текущих периодических общехозяйственных расходов;
- бюджет прибылей и убытков;
- бюджет капитальных затрат;
- бюджет движения денежных средств;
- бюджет статей актива и пассива и т.д.

Рассмотрим подробнее методику составления отдельных видов бюджетов.

/ . Бюджет продаж:

Формирование бюджета продаж является отправной точкой бюджетирования и, как правило, базируется на информации маркетинговых исследований, а также показателях предшествующих периодов деятельности.

Для расчета бюджета продаж необходимо:

- 1) информация о предполагаемых объемах реализации по каждому товару;
- 2) ожидаемая цена единицы каждого товара.

При оценке объема продаж ориентиром обычно служит прошлогодний объем продаж, который корректируется с учетом следующих факторов:

- величина товаров заказанных, но не оплаченных;
- планируемая рекламная компания;
- экономическая конъюнктура в отрасли и в экономике в целом;
- производственные мощности;
- ценовая политика;
- результаты маркетинговых исследований.

Получив предполагаемый объем продаж, его умножают на ожидаемую цену и получают прогнозную выручку от реализации:

$$BP = \sum_{i=1}^m C_i * O_{ni}, \text{ где} \quad (83)$$

BP - выручка от реализации, руб.;
 Ц - цена единицы продукции, руб./ед.;
 O_{ni} - объем продаж i-го вида продукции.

II. Бюджет производства.

В основе формирования бюджета производства лежат данные по следующим позициям:

- 1) объем продаж;
- 2) запасы готовой продукции на начало периода;
- 3) запасы готовой продукции на конец периода.

$$B_{ni} = O_n + Z_k - Z_n, \text{ где} \quad (84)$$

B_{ni} - бюджет производства i-го вида продукции, ед.;
 O_n - плановый объем продаж по данному виду продукции, ед.;
 Z_k - запасы данного вида продукции на конец планируемого периода, ед.;
 Z_n - запасы данного вида продукции на начало планируемого периода, ед.

III. Бюджет прямых материальных затрат.

Данный бюджет можно сформировать, имея следующие данные:

- 1) ожидаемая величина необходимых в производстве материалов;
- 2) желательная величина запасов на конец периода;
- 3) запас материалов на начало периода.

Необходима увязка по количеству с бюджетом продаж и бюджетом производства. Рассчитанное количество материалов умножается на цену каждого материала и определяется общая сумма прямых материальных затрат

$$B_{mzi} = \sum B_{ni} * N_{ij} * C_j + \sum ZM_{kj} * C_j - \sum ZM_{nj} * C_j, \text{ где} \quad (85)$$

B_{mzi} - бюджет прямых материальных затрат, руб.;
 B_{ni} - бюджет производства i-го вида продукции, ед.;
 N_{ij} - норма расхода j-го вида материалов на i-й вид продукции, ед./ед.;
 Ц_j - цена закупки материальных ресурсов j-го вида, руб./ед.;
 ZM_{kj} - запасы материальных ресурсов j-го вида на конец планируемого периода, руб.;
 ZM_{nj} - запасы материальных ресурсов j-го вида на начало планируемого периода, руб.

IV. Бюджет затрат на оплату труда.

Общие расходы по заработной плате определяются как произведение количества отработанных в производстве часов и среднего уровня почасовой оплаты труда.

V. *Бюджет накладных расходов.*

Бюджет накладных расходов включает величину накладных расходов по каждой их статье:

- 1) зарплатная плата вспомогательного персонала;
- 2) зарплатная плата управленческого персонала;
- 3) энергия и освещение;
- 4) амортизация основных фондов;
- 5) вспомогательные материалы;
- 6) текущий ремонт;
- 7) страхование и налог на имущество.

VI. *Бюджет себестоимости реализованной продукции.*

Для формирования бюджета себестоимости необходимо воспользоваться результатами расчета всех предыдущих видов бюджетов и пошагово использовать следующие данные:

1. Запасы готовой продукции на начало
2. Незавершенное производство на начало
3. Прямые материальные затраты (бюджет прямых материальных затрат)
4. Прямые расходы на оплату труда (бюджет оплаты труда)
5. Накладные расходы (общепроизводственные) (бюджет накладных расходов)
6. Производственные расходы: $3+4 + 5$
7. Незавершенное производство: $2 + 6$
8. Незавершенное производство на конец периода
9. Себестоимость произведенной продукции: $7-8$
10. Себестоимость продукции готовой к реализации: $9+1$
11. Запасы готовой продукции на конец периода
12. Себестоимость реализованной продукции: $10-11$

VII. *Бюджет текущих расходов.*

Ожидаемые расходы по реализации, а также общие и административные расходы учитываются по статьям:

1. Расходы по реализации товара:
 - зарплатная плата агентам по сбыту;
 - реклама;
 - дорожные расходы;
 - телефонная связь;
 - прочие расходы.
2. Общие и административные расходы:
 - зарплатная плата административного персонала;
 - зарплатная плата прочих служащих;
 - энергия и освещение;

- арендная плата;
- амортизация офисного оборудования;
- телефонная связь;
- страхование;
- канцтовары;
- прочие.

VIII. Бюджет прибылей и убытков.

Бюджет прибылей и убытков имеет структуру аналогичную приложению к бухгалтерскому балансу предприятия «Отчет о финансовых результатах»:

1. Выручка от реализации
2. Себестоимость реализованной продукции
3. Валовая прибыль: 1-2
4. Коммерческие расходы
5. Управленческие расходы
6. Прибыль от продаж: 3—4-5
7. Операционные доходы и расходы: 7.1 - 7.2
 - 7.1 .доходы от процентов
 - 7.2.расходы по выплате процентов
8. Внереализационные доходы и расходы: 8.1 - 8.2
 - 8.1 .внереализационные доходы
 - 8.2.внереализационные расходы
9. Прибыль до уплаты налогов: 6 + 7 + 8
10. Налог на прибыль
11. Чистая прибыль: 9-10

IX. Бюджет движения денежных средств.

Данный вид бюджета включает ожидаемый приход и расход денежных средств. Приход классифицируется по источникам поступления, а расход

-
по направлениям использования.

1. Денежные поступления
2. Денежные расходы
3. Рост (уменьшение) наличных денежных средств: 1-2
4. Денежные средства на начало
5. Денежные средства на конец: 3 + 4
6. Минимальная сумма денежных средств
7. Излишек (недостаток): 5-6

Таким образом, использование бюджетирования в ходе осуществления хозяйственной деятельности позволяет заранее рассчитать необходимый объем производства продукции, затраты, связанные с этим производством, предполагаемый объем прибыли, а также спланировать и попытаться

синхронизировать движение денежных потоков на предприятии. В конечном итоге, расчет данных показателей позволит обеспечивать платежеспособность, ликвидность, рентабельность и, следовательно, финансовую устойчивость предприятия.

ГЛАВА 12. Анализ финансового состояния предприятия

12.1. Предварительная оценка финансового состояния

Анализ финансового состояния предприятия должен носить комплексный характер и оценивать различные стороны его финансовой деятельности. В этой связи анализ финансового состояния целесообразно осуществлять в несколько последовательных этапов:

Таблица 8 - Составление сравнительного аналитического баланса

Показатели	Абсолютная		Удельный вес		Изменения			В % к изменению итога баланса
	на нач	на конец	на начал	на конец	абс. вел.	уд. вес	В %к начал	
<i>Актив</i>								
1 .Внеоборотные активы								
2.Оборотные активы, в т.ч.:								
1) запасы								
2)дебиторская задолженность								
3) краткосрочные финансовые вложения								
4) денежные средства								
<i>Пассив</i>								
1 .Капитал и резервы								
2. Долгосрочные обязательства								
3. Краткосрочные обязательства, в т.ч.:								
1) кредиты и займы								
2)кредиторская задолженность								

3) прочие обязательства								
-------------------------	--	--	--	--	--	--	--	--

- 1 этап - предварительная оценка финансового состояния предприятия;
 2 этап - анализ платежеспособности и финансовой устойчивости;
 3 этап - анализ кредитоспособности и ликвидности;
 4 этап - анализ оборачиваемости оборотных активов;
 5 этап - анализ финансовых результатов.

Предварительная оценка финансового состояния предприятия осуществляется на основе составления сравнительного аналитического баланса (таблица 8), который позволяет выделить изменения в структуре актива и пассива на конец периода по сравнению с его началом. При этом оценка данных изменений ведется как по абсолютной величине, так и по удельному весу.

Кроме того, в процессе предварительной оценки финансового состояния предприятия рассчитывается удельный вес абсолютного отклонения каждого показателя актива и пассива в суммарном отклонении валюты баланса, что позволяет выявить, в какой степени каждый из показателей воздействовал на формирование итогового отклонения в сумме актива и пассива.

12.2. Анализ финансовой устойчивости и ликвидности

Финансовая устойчивость предприятия — это такое состояние ее финансовых ресурсов, которое обеспечивает развитие фирмы на основе роста прибыли и капитала при сохранении платежеспособности и кредитоспособности в условиях допустимого уровня риска.

Финансовая устойчивость предприятия во многом зависит:

- от оптимальности структуры источников капитала (соотношения собственных и заемных средств);
- от оптимальности структуры активов предприятия (от соотношения основных и оборотных активов);
- от уравновешенности отдельных видов активов и пассивов предприятия.

Для более полного анализа финансовой устойчивости предприятия в мировой и отечественной практике разработана специальная система показателей и коэффициентов:

- *определение излишка или недостатка средств для формирования запасов и затрат:*

$$\Delta = ОК - З, \text{ где} \quad (86)$$

Δ - излишек или недостаток средств для формирования запасов и затрат, руб.;

ОК - собственный оборотный капитал, руб.;

З - запасы и затраты, руб.

$$OK = CK + D_{об} - A_{внеоб}, \text{ где} \quad (87)$$

СК - собственный капитал, руб.;

Д_{об} - долгосрочные обязательства, руб.;

А_{внеоб} - внеоборотные активы, руб.

Расчет излишка или недостатка средств для формирования запасов и затрат позволяет сделать следующие выводы:

- если $Z < OK$, то предприятие абсолютно устойчиво;
 - если $Z = OK$, то предприятие нормально устойчиво;
 - если $Z = OK + I_{вр}$, то предприятие имеет неустойчивое положение ($I_{вр}$ - временные источники средств: резервный фонд, фонд потребления и накопления);
 - если $Z > OK$, то предприятие находится в кризисном финансовом состоянии.
- коэффициент автономии (доля собственных средств в общем объеме ресурсов):

$$K_1 = \frac{K}{B} \geq 0,5, \text{ где} \quad (88)$$

K_1 — коэффициент автономии, в долях;

К - собственный капитал (III раздел пассива), руб.;

Б - валюта баланса, руб.

Коэффициент автономии характеризует степень независимости предприятия от заемных источников финансирования. Нормальное значение данного коэффициента равно 0,5 и до достижения этого предела можно пользоваться заемным капиталом.

Для банков и других кредиторов предпочтительной является ситуация, когда доля собственного капитала у клиентов более высокая - это исключает финансовый риск. Предприятия же, как правило, заинтересованы в привлечении заемных средств по двум причинам:

- проценты по обслуживанию заемного капитала не включаются в налогооблагаемую прибыль;
 - расходы на выплату процентов обычно ниже прибыли, полученной от использования заемных средств, в результате чего повышается рентабельность собственного капитала (эффект финансового рычага).
- коэффициент зависимости от внешних обязательств (доля заемных средств в общем объеме ресурсов):

$$K_2 = \frac{ЗК}{Б} < 0,5, \text{ где} \quad (89)$$

K_2 - коэффициент зависимости от внешних обязательств, в долях;

$ЗК$ - заемный капитал, руб.

- коэффициент финансирования (какая часть заемного капитала покрывается за счет собственных средств):

$$K_3 = \frac{K}{ЗК} \geq 1, \text{ где} \quad (90)$$

K_3 - коэффициент финансирования, в долях.

$$ЗК = Д_{об} + К_{об}, \text{ где} \quad (91)$$

$Д_{об}$ - долгосрочные обязательства, руб.;

$К_{об}$ - краткосрочные обязательства, руб.

- коэффициент финансового левериджа (отношение заемного капитала к собственному):

$$K_4 = \frac{ЗК}{K} \leq 1, \text{ где} \quad (92)$$

K_4 - коэффициент финансового левериджа, в долях.

- коэффициент обеспеченности собственными средствами (какая часть оборотных активов финансируется за счет собственных средств):

$$K_5 = \frac{K + Д_{об} - A_{внеоб}}{A_{об}} \geq 0,1, \text{ где} \quad (93)$$

K_5 - коэффициент обеспеченности собственными средствами, в долях;

$A_{об}$ - оборотные активы, руб.

Данный показатель характеризует наличие у предприятия собственных оборотных средств, необходимых для финансовой устойчивости, и является одним из основных коэффициентов, использующихся при оценке несостоятельности предприятия.

- коэффициент обеспеченности материальных запасов (K_6) (в какой мере материальные запасы покрыты собственными источниками):

$$K_6 = \frac{K + Д_{об} - A_{внеоб}}{З + НДС} \geq 0,5, \text{ где} \quad (94)$$

НДС - налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям.

- коэффициент финансовой маневренности (K_7) (отношение собственных оборотных средств к общей величине собственных средств):

$$K_7 = \frac{K + Д_{об} - A_{внеоб}}{K} \geq 0,5, \text{ где} \quad (95)$$

Коэффициент K_7 показывает какая часть собственных средств предприятия находится в мобильной форме, позволяющей относительно свободно маневрировать этими средствами.

- коэффициент покрытия инвестиций (K_8) (доля собственного капитала и долгосрочных обязательств в общей сумме активов):

$$K_8 = \frac{K + D_{об} - A_{внеоб}}{B} \geq 0,75, \text{ где} \quad (96)$$

Кроме того, предприятие считается *платежеспособным*, если имеющаяся у него сумма денежных средств, краткосрочных финансовых вложений и дебиторской задолженности равна или превышает сумму краткосрочных обязательств.

Следующим этапом оценки финансового состояния предприятия является анализ кредитоспособности и ликвидности.

Кредитоспособность - это способность предприятия своевременно и полностью расплатиться по своим долгам.

Ликвидность - это степень покрытия обязательств предприятия его активами.

Для оценки ликвидности предприятия, его активы целесообразно подразделить на группы:

- наиболее ликвидные (A_1): денежные средства, краткосрочные финансовые вложения;
- быстро реализуемые активы (A_2): дебиторская задолженность, прочие активы;
- медленно реализуемые активы (A_3): запасы (кроме расходов будущих периодов), долгосрочные финансовые вложения;
- труднореализуемые активы (A_4): внеоборотные активы без долгосрочных финансовых вложений.

В свою очередь среди обязательств предприятия можно выделить:

- наиболее срочные обязательства (Π_1): кредиторская задолженность;
- краткосрочные пассивы (Π_2): краткосрочные кредиты и займы;
- долгосрочные пассивы (Π_3): долгосрочные кредиты и займы;
- постоянные пассивы (Π_4): капитал, резервы и все остальное.

Оценка ликвидности предприятия предполагает расчет трех основных показателей:

- коэффициент общей ликвидности ($K_{об.л.}$):

$$K_{об.л.} = \frac{A_1 + A_2 + A_3}{\Pi_1 + \Pi_2} \geq 2 \quad (97)$$

- коэффициент срочной ликвидности ($K_{\text{ср.л.}}$):

$$K_{\text{ср.л.}} = \frac{A_1 + A_2}{\Pi_1 + \Pi_2} \geq 1 \quad (98)$$

- коэффициент абсолютной ликвидности ($K_{\text{аб.л.}}$):

$$K_{\text{аб.л.}} = \frac{A_1}{\Pi_1 + \Pi_2} \geq 0,2 - 0,5 \quad (99)$$

Необходимо отметить, что анализ финансового состояния предприятия не является самоцелью. Главное его назначение - выявление фактов и причин, оказавших негативное влияние на финансовое состояние, и на этой основе разработка мер по его улучшению. Одно из преимуществ данной технологии финансового анализа является поэлементный разрез финансовых показателей. Поэтому целесообразно рассмотреть каждый из этих элементов в отношении либо устранения его негативного воздействия на финансовое состояние, либо усиление его роли в улучшении финансового состояния.

Устойчивость финансового положения предприятия может быть повышена путем:

- 1) ускорения оборачиваемости капитала в текущих активах, в результате чего произойдет относительное сокращение оборотного капитала на рубль оборота;
- 2) обоснованного уменьшения запасов и затрат (инвентаризация с целью выявления неликвидных и ненужных; снижение потребности за счет снижения материалоемкости, энергоемкости производства и т.д.);
- 3) пополнения собственного оборотного капитала за счет внутренних и внешних источников (внутренние — снижение величины внеоборотных активов; внешние — увеличение уставного капитала, эмиссия акций).

12.3. Анализ оборачиваемости активов и финансовых результатов

Анализ оборачиваемости активов предприятия является важным элементом оценки его финансового состояния, так как характеризует скорость превращения различных ресурсов предприятия в денежную форму

и оказывает непосредственное влияние на его платежеспособность, ликвидность и рентабельность. Кроме того, при помощи анализа оборачиваемости можно оценить эффективность и интенсивность использования активов предприятием. В качестве информационной базы данного анализа служат показатели статей баланса и отчета о прибылях и убытках.

Следует отметить, что при расчете показателей оборачиваемости в качестве меры могут служить как единицы (количество оборотов), так и

дни. При этом расчет показателей в единицах характеризует, по сути, фондоотдачу отдельных элементов основного и оборотного капитала, а в днях - скорость их превращения в ликвидную форму.

Для оценки оборачиваемости активов чаще всего используют следующие показатели:

- коэффициент оборачиваемости совокупных активов ($K_{об.ак.}$):

$$K_{об.ак.} = \frac{BP}{CA}, \text{ где} \quad (100)$$

BP - выручка от реализации;

CA - средний объем совокупных активов.

- коэффициент оборачиваемости товарно-материальных запасов ($K_{об.з.}$):

$$K_{об.з.} = \frac{BP}{З}, \text{ где} \quad (101)$$

З - средняя величина товарно-материальных запасов.

- коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности ($K_{об.д.з.}$):

$$K_{об.д.з.} = \frac{BP}{ДЗ}, \text{ где} \quad (102)$$

ДЗ — средний объем дебиторской задолженности

- коэффициент оборачиваемости долгосрочных активов ($K_{об.д.а.}$):

$$K_{об.д.а.} = \frac{BP}{ДА}, \text{ где} \quad (103)$$

ДА - средний объем долгосрочных активов.

Вышеприведенные показатели оборачиваемости рассчитываются в единицах (количество оборотов). Для того чтобы рассчитать длительность оборота любого элемента актива необходимо определить, сколько дней в рассматриваемом периоде времени (как правило, год - 365 дней) приходится на один оборот актива:

$$D_{об.} = \frac{T}{K_{об.}} = \frac{365}{BP/A} = \frac{365 * A}{BP}, \text{ где} \quad (104)$$

T - период времени в днях (год - 365 дней);

A - средняя стоимость актива.

Важной характеристикой хозяйственной деятельности предприятия является показатель прибыли или финансовый результат. Являясь абсолютным показателем, финансовый результат не может дать целостного представления об успешности деятельности, поскольку не учитывает те ресурсы и инвестиции, которые обеспечили его получение. Кроме того, абсолютные показатели сложно использовать для сравнений или

сопоставлений.

В этой связи, наряду с анализом данных отчета о прибылях и убытках, для оценки итоговых результатов деятельности предприятия служит система показателей рентабельности, позволяющая определить эффективность использования финансовых ресурсов. Рассчитываются показатели рентабельности как отношение чистой прибыли к базовому показателю, эффективность использования которого необходимо определить.

Существует целый комплекс показателей рентабельности:

- коэффициент рентабельности продаж ($K_{р.п.}$):

$$K_{р.п.} = \frac{ЧП}{ВР} * 100\% , \text{ где} \quad (105)$$

ЧП - общая сумма чистой прибыли.

- коэффициент экономической рентабельности ($K_{э.р.}$):

$$K_{э.р.} = \frac{ЧП}{А} * 100\% , \text{ где} \quad (106)$$

А - средняя стоимость всех используемых предприятием активов.

- коэффициент рентабельности внеоборотных активов ($K_{р.в.а.}$):

$$K_{р.в.а.} = \frac{ЧП}{ВА} * 100\% , \text{ где} \quad (107)$$

ВА - средний размер внеоборотных активов.

- коэффициент рентабельности оборотных активов ($K_{р.о.а.}$):

$$K_{р.о.а.} = \frac{ЧП}{ОА} * 100\% , \text{ где} \quad (108)$$

ОА - средний размер оборотных активов.

- коэффициент рентабельности собственного капитала ($K_{р.с.к.}$):

$$K_{р.с.к.} = \frac{ЧП}{СК} * 100\% , \text{ где} \quad (109)$$

СК — средний размер собственного капитала предприятия.

Помимо оценки рентабельности хозяйственной деятельности при анализе финансовых результатов важно рассчитать отклонение базовой прибыли от отчетной и определить степень воздействия отдельных факторов на суммарное изменение. Для этого используется методика факторного анализа прибыли, которая включает:

1. Расчет общего изменения прибыли ($\Delta\Pi$) от реализации продукции:

$$\Delta\Pi = \Pi_1 - \Pi_0 , \text{ где} \quad (110)$$

Π_1 - прибыль отчетного года;

Π_0 — прибыль базисного года.

2. Расчет влияния на прибыль изменений отпускных цен на реализованную продукцию

$$\Delta \Pi_1 = \text{BP}_1 - \text{BP}_{1,0}, \text{ где} \quad (111)$$

BP_1 - выручка от реализации отчетного года;

$\text{BP}_{1,0}$ - выручка от реализации отчетного года в пересчете на цены базисного

года.

3. Расчет влияния на прибыль экономии от снижении себестоимости продукции ($\Delta \Pi_2$):

$$\Delta \Pi_2 = C_{1,0} - C_0, \text{ где} \quad (112)$$

$C_{1,0}$ - себестоимость реализованной продукции отчетного периода в ценах базисного периода;

C_0 - себестоимость базисного года.

4. Расчет влияния на прибыль изменений в объеме продукции ($\Delta \Pi_3$):

$$\Delta \Pi_3 = \Pi_0 K_1 - \Pi_0 = \Pi_0 (K_1 - 1), \text{ где} \quad (113)$$

K_1 - коэффициент роста объема реализации продукции по себестоимости:

$$K_1 = \frac{C_{1,0}}{C_0} \quad (114)$$

5. Расчет влияния на прибыль изменений в объеме продукции, обусловленных изменениями в структуре продукции ($\Delta \Pi_4$):

$$\Delta \Pi_4 = \Pi_0 (K_2 - K_1), \text{ где} \quad (115)$$

K_2 - коэффициент роста объема реализации в оценке по отпускным ценам:

$$K_2 = \frac{\text{BP}_{1,0}}{\text{BP}_0} \quad (116)$$

6. Расчет влияния на прибыль изменений себестоимости за счет структурных сдвигов в составе продукции ($\Delta \Pi_5$):

$$\Delta \Pi_5 = C_0 K_2 - C_{1,0}, \text{ где} \quad (117)$$

ГЛАВА 13. Банкротство и антикризисное управление

13.1. Применение внутренних механизмов финансовой стабилизации

Неадекватное рыночным реалиям управление деятельностью любого предприятия или организации может привести к возникновению неблагоприятных финансовых последствий в форме потери дохода или капитала, а впоследствии и к банкротству.

Банкротство - это неспособность предприятия удовлетворить, в установленные сроки, предъявленные со стороны кредиторов требования и выполнить обязательства перед бюджетом.

Основными причинами банкротства могут стать:

1. Серьезное нарушение финансовой устойчивости: значительное превышение объема заемного капитала суммы собственных финансовых ресурсов.

2. Несбалансированность в течение относительно длительного периода объемов его денежных потоков: превышение суммарного объема исходящего денежного потока суммы входящего потока денежных средств.

3. Неплатежеспособность, вызванная низкой ликвидностью активов: неспособность суммарного объема денежных средств и краткосрочных финансовых вложений покрыть объем краткосрочных обязательств предприятия.

Для преодоления кризисных явлений в деятельности предприятия, а также непосредственно угрозы банкротства используются такие методы антикризисного управления, как активизация внутренних механизмов финансовой стабилизации и санация предприятия.

Использование *внутренних механизмов* финансовой стабилизации предполагает изыскание и реализацию внутренних резервов предприятия и базируется на последовательном управляющем воздействии по трем ключевым направлениям: устранение неплатежеспособности, восстановление финансовой устойчивости, обеспечение финансового равновесия в длительном периоде.

Устранение неплатежеспособности подразумевает активизацию оперативного механизма финансовой стабилизации, целью которого является создание условий для обеспечения превышения объема поступления денежных средств над объемом неотложных финансовых обязательств. Для этого определяется *коэффициента чистой текущей платежеспособности*:

$$K_{\text{чтп}} = \frac{OA - OA_n}{KO - KO_o}, \text{ где} \quad (118)$$

OA_n - сумма неликвидных оборотных активов, включающая:

- безнадежную дебиторскую задолженность;

- неликвидные ТМЦ;
- расходы будущих периодов.

КО₀ - краткосрочные обязательства, погашение которых может быть отложено, в том числе:

- расчеты по начисленным дивидендам и процентам;
- расчеты с дочерними предприятиями.

Полученное значение коэффициента чистой текущей платежеспособности сравнивают с единицей, что позволяет сделать следующие выводы:

- 1) если $K_{чтп} > 1$, то необходимо обеспечить ускоренную ликвидность оборотных активов при помощи использования таких методов, как:
 - ликвидация портфеля краткосрочных финансовых вложений;
 - ускорение инкассации дебиторской задолженности;
 - снижение периода предоставления товарного кредита;
 - увеличение ценовой скидки при осуществлении наличных расчетов;
 - снижение размера страховых запасов;
 - уценка трудноликвидных запасов ТМЦ и их реализация.
- 2) если $K_{чтп} < 1$, то необходимо ускоренное дезинвестирование внеоборотных активов, для чего может быть применено:
 - реализация высоколиквидной части долгосрочных финансовых инструментов;
 - проведение возвратного лизинга;
 - продажа неиспользуемого оборудования;
 - лизинг оборудования, ранее намеченного к приобретению.
- 3) если $K_{чтп} = 1$, то необходимо ускоренное сокращение размера краткосрочных обязательств, чему может способствовать:
 - пролонгация краткосрочных кредитов;
 - реструктуризация краткосрочных кредитов с переводом отдельных в долгосрочные;
 - увеличение предоставленного поставщиками товарного кредита;
 - отсрочка расчетов по отдельным формам кредиторской задолженности.

Восстановление финансовой устойчивости предполагает запуск тактического механизма финансовой стабилизации. Его целью является достижение точки финансового равновесия предприятия в предстоящем периоде, то есть:

$$ОГ_{сфр} = ОП_{сфр}, \text{ где} \quad (119)$$

ОГ_{сфр} - объем генерируемых собственных финансовых ресурсов;

ОП_{сфр} - объем потребляемых собственных финансовых ресурсов.

Комплекс мероприятий по увеличению генерирования собственных финансовых ресурсов может включать:

- оптимизацию ценовой политики;
- сокращение постоянных расходов;
- снижение переменных издержек (сокращение производственного персонала, повышение производительности труда);
- минимизацию налоговой нагрузки;
- проведение ускоренной амортизации;
- своевременную реализацию неиспользуемого имущества;
- дополнительную эмиссию акций.

К мероприятиям по сокращению потребления собственных финансовых ресурсов следует отнести:

- снижение инвестиционной активности;
- обновление внеоборотных активов за счет лизинга;
- увеличение доли капитализируемой прибыли;
- сокращение участия наемных работников в прибыли;
- отказ от внешних социальных программ;
- снижение отчислений в резервный и другие страховые фонды.

Еще одним направлением использования внутренних возможностей предприятия является *обеспечение финансового равновесия в длительном периоде*, которое базируется на использовании модели устойчивого экономического роста:

$$\Delta BP = \frac{ЧП}{BP} * KKP * \frac{A}{СК} * K_{oa}, \text{ где} \quad (120)$$

ΔBP - темп прироста выручки от реализации;

ЧП - чистая прибыль;

BP — выручка от реализации;

KKP - коэффициент капитализации чистой прибыли;

A — сумма активов;

СК — собственный капитал;

A/СК - коэффициент левиреджа активов;

K_{oa} - коэффициент оборачиваемости активов.

Коэффициент капитализации чистой прибыли рассчитывается по формуле:

$$KKP = \frac{KP}{ЧП}, \text{ где} \quad (121)$$

KP - капитализируемая прибыль.

Коэффициент оборачиваемости активов определяется следующим образом:

$$K_{oa} = \frac{BP}{A} \quad (122)$$

Таким образом, согласно модели устойчивого экономического роста

(118) основными параметрами деятельности предприятия в долгосрочной перспективе являются такие показатели, как:

- коэффициент рентабельности реализации продукции (отношение чистой прибыли к объему выручки от реализации); >
- политика распределения прибыли (коэффициент капитализации);
- политика формирования структуры капитала (коэффициент леввериджа активов)
- политика формирования состава активов (коэффициент оборачиваемости активов).

В связи с нестабильностью рыночной среды все указанные параметры изменчивы во времени и должны периодически корректироваться. Однако использование данных показателей в качестве индикаторов позволяет стабилизировать деятельность предприятия в длительном периоде.

13.2. Санация предприятия

Как показывает практика, использование внутренних механизмов финансовой стабилизации далеко не всегда может вывести предприятие из кризиса и помочь избежать банкротства. Это зависит от масштабов имеющихся проблем и объемов их негативных последствий. В этой связи предприятиям в особенно сложной ситуации зачастую приходится прибегать к такому методу, как санация.

Санация — это система мероприятий по финансовому оздоровлению предприятия, реализуемая с помощью сторонних юридических и физических лиц, направленная на предотвращение банкротства и ликвидации предприятия.

Санация проводится в трех основных случаях:

- 1) по инициативе предприятия до возбуждения дела о банкротстве;
- 2) по инициативе предприятия после возбуждения дела о банкротстве;
- 3) по решению арбитражного суда.

В любом случае проведение санации на предприятии включает ряд последовательных этапов:

1 этап предполагает определение целесообразности и возможности проведения санации. При этом считается, что санация целесообразна, если использование внутренних механизмов финансовой стабилизации не достигло цели. Возможность осуществления санации зависит от перспектив выхода из кризиса при условии оказания существенной внешней помощи.

2 этап связан с обоснованием концепции проводимой санации, которая может быть как оборонительной, так и наступательной. *Оборонительная концепция* подразумевает сокращение объемов операционной и инвестиционной деятельности предприятия. В тоже время *наступательная*

концепция напротив характерна обеспечением увеличения денежного потока

за счет повышения эффективности хозяйственной деятельности. Сюда можно отнести расширение ассортимента конкурентоспособной продукции, выход на другие региональные рынки, быстрое завершение начатых инвестиционных проектов.

На *3 этапе* определяются направления осуществления санации, которыми могут стать:

1) *рефинансирование долга*: осуществляется для устранения неплатежеспособности, если кризисное состояние предприятия не носит катастрофического характера;

2) *реструктуризация*: используется при более глубоких масштабах кризиса и связана с изменением статуса юридического лица.

На *4 этапе* после выбора конкретного направления санации необходимо определить ее формы. В случае если выбрано рефинансирование деятельности кризисного предприятия могут быть использованы следующие формы дополнительного вливания финансовых ресурсов:

- дотации и субвенции из бюджета;
- государственное льготное кредитование;
- государственная гарантия по кредитам, выдаваемым банком;
- целевой банковский кредит;
- перевод долга на другое юридическое лицо;
- реструктуризация краткосрочных кредитов в долгосрочные;
- выпуск облигаций под гарантию санатора;
- отсрочка погашения облигаций предприятия;
- списание сатором-кредитором части долга.

Реструктуризация предприятия может также осуществляться в различных формах:

- слияние - объединение предприятия с другим финансово устойчивым предприятием;
- поглощение - приобретение должника предприятием-санатором;
- разделение - может быть использовано при осуществлении многоотраслевой хозяйственной деятельности;
- преобразование в ОАО по инициативе учредителей;
- передача в аренду членам трудового коллектива;
- приватизация - характерна для государственных предприятий.

5 этапом является подготовка бизнес-плана санации, который включает комплекс основных разделов:

- общие сведения;
- оценка кризисного состояния;

- обоснование концепции и формы санации;
- система предлагаемых мероприятий;
- ожидаемые результаты.

На *6 этапе* происходит расчет эффективности санации по таким направлениям, как:

- результаты санации (расчет размера дополнительной прибыли);
- затраты на осуществление санации (затраты санатора).

Для оценки эффективности санации используются те же критерии, что и при оценке реальных инвестиций, то есть NPV, IRR, MIRR, PI, DPP.

ГЛАВА 14. Специальные разделы финансового менеджмента

14.1. Финансовые решения в условиях инфляции

Инфляция, как обесценивание денег, вызванное превышением количества денег, находящихся в обращении, над их товарным покрытием, значительно усложняет работу финансового менеджера, существенно влияет на финансовые показатели и финансовые расчеты, в связи с чем должна постоянно учитываться в финансовом менеджменте.

Под воздействием инфляции в процессе финансового управления возникает целый ряд серьезных проблем:

- происходит усложнение планирования, что особенно характерно для долгосрочного планирования инвестиционных проектов;
- возрастает потребность в дополнительных источниках финансирования, так как наблюдается рост цен на потребляемое сырье, увеличение расходов по заработной плате и пр.;
- наблюдается увеличение процентов по ссудам и займам в связи с тем, что инвесторы предоставляют капитал на условиях повышенного процента, включающего поправку на инфляцию;
- заметно снижение роли облигаций хозяйствующих субъектов как источника долгосрочного финансирования, так как инвесторы отдают предпочтение краткосрочному кредитованию и требуют повышенного процента на свой капитал;
- становится необходимой диверсификации собственного инвестиционного портфеля, что обусловлено ростом в условиях инфляции риска банкротства предприятия, ценные бумаги которого приобретены;
- крайне важными для финансового менеджера представляются навыки работы с финансовой отчетностью потенциального контрагента, поскольку в отчетности может быть показана инфляционная сверхприбыль, а если планировать, основываясь на такой прибыли, то в дальнейшем могут быть серьезные финансовые трудности.

Как известно, основополагающим принципом ведения бухгалтерского учета является оценка объектов учета по себестоимости. В этой связи в условиях инфляции возникают три основных негативных момента:

- искаженность балансовых оценок статей;
- временная несопоставимость отчетности;
- отсутствие правильных ориентиров в управлении собственным капиталом и текущей прибылью.

Для противодействия негативному воздействию инфляции на процесс финансового управления на практике используется целый ряд приемов и

методов. При этом следует отметить, что управление различными активами компаний предполагает учет специфики управления их отдельными видами.

В сфере управления *основными средствами* предприятия, учитывая значительные сроки их использования в производстве, применяются такие методы, как:

- периодическая переоценка основных средств;
- применение механизма ускоренной амортизации, при которой в первые годы сумма амортизации несколько завышена, что приводит к уменьшению прибыли и налога на прибыль, а в последние годы величина амортизации становится меньше, отсюда увеличение прибыли и налога на прибыль. Таким образом, в первые годы предприятие получает бесплатный кредит от государства.

При управлении *производственными запасами*, которые хоть и участвуют только в одном производственном обороте, но приобретаются систематически, в том числе и по растущей в результате инфляции цене, очень важен метод оценки запасов при отнесении их стоимости на себестоимость готовой продукции. Для этих целей используется метод ЛИФО.

Метод ЛИФО предусматривает оценку производственных запасов по себестоимости последних по времени закупок. В этой ситуации аблюдается уменьшение величины прибыли и показателя рентабельности, однако это ведет к уменьшению налога на прибыль, следовательно, больше средств остается у предприятия. Данная методика наиболее предпочтительна в условиях инфляции.

Управление *дебиторской задолженностью* имеет ряд следующих особенностей:

- чем длительнее период погашения дебиторской задолженности, тем меньше доход, генерируемый средствами, вложенными в дебиторов;
- в условиях инфляции возвращаемые должниками денежные средства частично обесцениваются;
- дебиторская задолженность является активом предприятия, для финансирования которого нужны соответствующие источники, а все источники средств имеют собственную стоимость.

Указанная специфика предопределяет нецелесообразность отвлечения средств в дебиторскую задолженность, особенно в условиях высоких темпов инфляции. В этой связи для минимизации инфляционных потерь, связанных

с дебиторской задолженностью, широкое распространение получили системы скидок при продаже готовой продукции с оплатой непосредственно по факту покупки, либо сокращение сроков предоставления отсрочки

платежа.

14.2. Международные аспекты финансового менеджмента

В основе осуществления хозяйственной деятельности, как в реальном секторе экономики, так и в финансовом, лежит формирование и эффективное использование капитала. При этом ведение бизнеса на основе исключительно собственного капитала компании является крайне нецелесообразным, так как не используется такой простой и доступный механизм максимизации прибыли, как финансовый левэридж, который позволяет обеспечить существенный прирост объемов генерируемой прибыли посредством привлечения заемных средств. Естественно, что формирование заемного капитала должно осуществляться на максимально привлекательных для компании условиях, а также при сопоставлении уровня рентабельности активов фирмы с уровнем платы за заемные ресурсы и непрерывном мониторинге финансовой устойчивости.

В этой связи хозяйствующие субъекты подвергают комплексному исследованию внутренний рынок капитала, анализируя и сопоставляя условия предоставления финансовых ресурсов. Вместе с тем внутренний рынок капитала весьма ограничен, а условия предоставления заемных ресурсов не всегда оптимальны для потенциального заемщика. Соответственно, чем крупнее компания и чем выше ее кредитоспособность, тем чаще она начинает обращаться к внешнему рынку капитала. Особую значимость внешний рынок финансовых ресурсов имеет для транснациональных корпораций и совместных предприятий в силу специфики их деятельности. Таким образом становится возможен не только перелив капитала из одной сферы деятельности в другую, но и интеграция экономик разных стран и, следовательно, перелив свободного капитала между странами.

Следует отметить, что существует целый ряд способов привлечения иностранных долгосрочных инвестиций, которые могут носить, как заемный,

так и привлеченный характер:

- *прямое валютное инвестирование* — предполагает полное финансирование иностранной компанией деятельности своего филиала за рубежом. Данный способ является одним из инструментов деятельности транснациональных корпораций;

- *создание совместных предприятий* - подразумевает оплату части уставного капитала предприятия иностранным инвестором, который становится соучредителем компании;

- *эмиссия евроакций и еврооблигаций* - это выпуск ценных бумаг с целью размещения их среди иностранных инвесторов. Несомненно, что

указанные евроакции и еврооблигации должны быть достаточно привлекательны для инвесторов, а их эмитент соответствовать общепринятым критериям платежеспособности, финансовой устойчивости,

кредитоспособности, ликвидности и т.д. Лидирующую роль на рынке евроакций и еврооблигаций играет Лондонская фондовая биржа;

• *кредитная линия* - представляет собой моральное обязательство иностранного банка кредитовать клиента до определенного максимума. Принципиальное отличие кредитной линии от, например, единовременной выдачи заключается в способе предоставления кредита, который предполагает выдачу кредита по частям, а не сразу. При открытии кредитной линии стороны определяют сумму и срок действия линии. Обязательным условием для открытия кредитной линии является также установление

лимита выдачи и лимита задолженности. Лимит выдачи - это предельный размер общей суммы предоставляемых клиенту денежных средств. Данный лимит отражает сумму кредита, которую заемщик может получить за весь период пользования кредитной линией, но не отражает размер кредита, который он может получить на данный день. Возможность получения кредита на каждый конкретный день для заемщика определяется лимитом задолженности;

• *валютные свопы* - это комбинация двух противоположных конверсионных сделок на одинаковую сумму с разными датами валютирования. Применительно к свопу дата исполнения более близкой сделки называется датой валютирования, а дата исполнения более удаленной

по сроку обратной сделки — датой окончания свопа. Большая часть сделок

валютный своп заключается на период до 1 года.;

• *торговый вексель* — это ценная бумага, используемая в отношениях между компаниями для финансирования товарных операций. Торговый вексель представляет собой коммерческий вексель, выданный торговой организацией по расчетам за приобретенные товары или торговой организацией на банк. Обычно торговые векселя учитываются банками по

изменяющимся учетным ставкам.

Для более плотного взаимодействия российских предприятий с иностранными инвесторами необходимо привести отчетность данных предприятий в соответствие с международными стандартами, что повысит ее прозрачность и привлечет инвестора.

ГЛОССАРИЙ

Аннуитет - это поток платежей, все элементы которого распределены во времени так, что интервалы между любыми двумя последовательными платежами постоянны.

Банкротство — это неспособность предприятия удовлетворить, в установленные сроки, предъявленные со стороны кредиторов требования и выполнить обязательства перед бюджетом.

Бюджет предприятия - это форма планового расчета, который определяет подробную программу действий предприятия на предстоящий период.

Валютные свопы - обмен долгосрочными кредитными обязательствами в одной валюте на равные обязательства в другой валюте

Венчурное финансирование - это разновидность проектного финансирования в той его форме, когда средства от внешнего инвестора привлекаются в уставный капитал специализированных предприятий, создаваемых для осуществления конкретных инвестиционных проектов.

Дебиторская задолженность - это сумма долга, причитающаяся предприятию от других юридических лиц или граждан.

Денежный поток — это денежные средства, получаемые предприятием от всех видов деятельности и расходуемые на обеспечение дальнейшей деятельности.

Денежный поток пренумерандо — поступления имеют место в начале временного периода.

Денежный поток постнумерандо — поступления имеют место в конце временного периода.

Дивиденды - это денежные доходы акционеров.

Дивидендная политика состоит в выборе пропорции между выплачиваемой акционерам и капитализируемой частями прибыли для достижения целей организации.

Динамические методы оценки инвестиционных проектов предполагают, что денежные поступления и выплаты, возникающие в разные моменты времени, необходимо привести к единому моменту времени, обеспечивая их сопоставимость.

Дисконтирование представляет собой процесс нахождения величины на заданный момент времени по ее известному или предполагаемому значению в будущем, исходя из заданной процентной ставки.

Инвестирование - совокупность практических действий граждан, юридических лиц и государства по реализации инвестиций.

Инвестиции - целенаправленное вложение на определенный срок капитала во всех его формах в различные объекты (инструменты) для достижения индивидуальных целей инвесторов.

Инвестиционный портфель - это набор инвестиционных инструментов, которые служат достижению поставленных целей.

Инновационный кредит - разновидность проектного кредита, предоставляемый вновь создаваемому предприятию под определенный инновационный проект освоения новой продукции либо нового технологического процесса.

Ипотека - это ссуда, выдаваемая под залог недвижимости.

Ипотечные банки — это банки, предоставляющие долгосрочные кредиты, которые обеспечиваются внесением записи ипотек или ипотечных долгов на землевладение, под которое выдается ссуда.

Капитал — это значительная часть финансовых ресурсов, авансируемая и инвестируемая в производство с целью получения прибыли.

Коэффициент производственного левириджа представляет собой долю постоянных издержек в общей сумме издержек, которые несет предприятие при производстве продукции.

Кредитная линия - моральное обязательство иностранного банка кредитовать клиента до определенного максимума.

Кредитоспособность - это способность предприятия своевременно и полностью расплатиться по своим долгам.

Лизинг — форма долгосрочной аренды, связанная с передачей в пользование оборудования, транспортных средств и другого движимого и недвижимого имущества.

Ликвидность — это степень покрытия обязательств предприятия его активами.

Линейное исчисление амортизации предполагает равномерное списание стоимости основных фондов в течение всего срока их службы.

Наращение - процесс увеличения первоначальной суммы в результате начисления процентов.

Нелинейное исчисление амортизации предполагает неравномерное списание стоимости основных фондов.

Облигация — это ценная бумага на предъявителя, представляющая собой долговое обязательство, по которому владельцы облигаций получают доход, выплачиваемый ежегодно в форме фиксированного или меняющегося процента.

Оптимизация структуры капитала - это такое соотношение собственных и заемных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная

пропорциональность между коэффициентами финансовой рентабельности и финансовой устойчивости предприятия.

Планирование предполагает окончательный выбор одного из вариантов в рамках хозяйственного года.

Прогнозирование финансовой деятельности предполагает широкий горизонт, выходящий за рамки хозяйственного года. Выбор сценариев развития и разработка ориентирующих показателей типа *min*, *max*.

Производительный капитал - средства, инвестированные в операционные активы для осуществления хозяйственной деятельности.

Производственные запасы — это часть имущества, используемая при производстве продукции, работ, услуг, а также для управленческих нужд.

Прямое валютное инвестирование - полное финансирование иностранной компанией деятельности своего филиала за рубежом. Один из инструментов деятельности транснациональных корпораций.

Распределение рисков - частичная передача рисков партнерам по отдельным финансовым операциям.

Реальные инвестиции — вложение средств в создание реальных активов (материальных и нематериальных), связанное с осуществлением операционной деятельности экономических субъектов.

Санация - система мероприятий по финансовому оздоровлению предприятия, реализуемая с помощью сторонних юридических и физических лиц, направленная на предотвращение банкротства и ликвидации предприятия.

Спекулятивный капитал - используется для спекулятивных операций, т.е. операций, основанных на разнице в ценах приобретения и реализации.

Ссудный капитал - используется в процессе инвестиционной деятельности фирмы.

Статические методы оценки инвестиционных проектов предполагают, что денежные поступления и выплаты, возникающие в разные моменты времени, оцениваются как равноценные.

Структура капитала — соотношение собственных и заемных средств, используемых в хозяйственной деятельности.

Торговый вексель - ценная бумага, используемая в отношениях между компаниями для финансирования товарных операций.

Финансовая устойчивость предприятия — это такое состояние ее финансовых ресурсов, которое обеспечивает развитие фирмы на основе роста прибыли и капитала при сохранении платежеспособности и кредитоспособности в условиях допустимого уровня риска.