

Министерство образования и науки Российской Федерации
Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования
«Тверской государственный университет»



Г.Л. Толкаченко, Е.Ю. Верещагина

ТЕОРИЯ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ

для студентов 3, 4 курса Направление подготовки 38.03.01 «Экономика»
степень **Бакалавр**

Тверь 2017

Рецензенты:

Н.Е. Царева, к.э.н., доцент кафедры Финансов ИнЭУ, ТвГУ

Т.М. Козлова , зав. кафедрой «Национальная экономика», к.э.н., доцент
ИнЭУ, ТвГУ

Толкаченко Г.Л., Верещагина Е.Ю.

Теория финансового менеджмента: учеб. пособие. – Тверь. гос. ун-т, 2017 – 124 с.

Посвящено детальному изложению основных положений теории финансового менеджмента. Освящены вопросы формирования и использования финансовых ресурсов на предприятии, дивидендной политики, управления капиталом и финансовыми рисками. Также рассмотрены вопросы, посвященные экономическому анализу предприятия.

©Тверской госуниверситет,
2017

СОДЕРЖАНИЕ

ПРЕДИСЛОВИЕ	<u>5</u>
ГЛАВА 1. ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ, ЕГО ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ	
<i><u>1.1. Сущность, функции и механизм финансового менеджмента</u></i>	<u>6</u>
<i><u>1.2. Области принятия решений в финансовом менеджменте</u></i>	<u>10</u>
<i><u>1.3. Базовые концепции финансового менеджмента</u></i>	<u>13</u>
Глава II. ФИНАНСОВЫЕ РЕСУРСЫ И КАПИТАЛ. ФИНАНСОВО-ЭКСПЛУАТАЦИОННЫЕ ПОТРЕБНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ	
<i><u>2.1. Финансовые ресурсы предприятия. Их источники</u></i>	<u>16</u>
<i><u>2.2. Финансово-эксплуатационные потребности предприятия</u></i>	<u>20</u>
<i><u>2.3. Критерии принятия инвестиционных решений. Дисконтирование капитала</u></i>	<u>24</u>
ГЛАВА 3. ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ И МЕТОДЫ ИХ ОЦЕНКИ	
<i><u>3.1. Понятие денежного потока, аннуитет</u></i>	<u>28</u>
<i><u>3.2. Методы оценки денежных потоков</u></i>	<u>32</u>
ГЛАВА 4. ОСНОВЫ ПРИНЯТИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ	
<i><u>4.1. Понятие инвестиций, их классификация</u></i>	<u>35</u>
<i><u>4.2. Методы оценки инвестиционных проектов</u></i>	<u>38</u>
<i><u>4.3. Характеристика инвестиционных качеств ценных бумаг</u></i>	<u>43</u>
<i><u>4.4. Понятие «инвестиционный портфель», модели его формирования</u></i>	<u>50</u>
ГЛАВА 5. УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ	
<i><u>5.1. Виды финансового риска, принципы управления</u></i>	<u>55</u>
<i><u>5.2. Основные методики анализа финансовых рисков</u></i>	<u>57</u>
<i><u>5.3. Способы снижения воздействия рисков на деятельность предприятия</u></i>	<u>63</u>

ГЛАВА 6. УПРАВЛЕНИЕ КАПИТАЛОМ ПРЕДПРИЯТИЯ

<i>6.1. Понятие капитала, его структура</i>	<u>66</u>
<i>6.2. Цена капитала, принципы оценки</i>	<u>69</u>
<i>6.3. Методы оптимизации структуры капитала</i>	<u>72</u>

ГЛАВА 7. ЛЕВЕРИДЖ И ЕГО РОЛЬ В ФИНАНСОВОМ МЕНЕДЖМЕНТЕ

<i>7.1. Производственный (операционный) леверидж</i>	<u>76</u>
<i>7.2. Финансовый леверидж</i>	<u>78</u>

ГЛАВА 8. Дивидендная политика

<i>8.1. Основные теории дивидендной политики</i>	<u>84</u>
<i>8.2. Этапы проведения дивидендной политики</i>	

Глава 9. ЭКОНОМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ - ОСНОВА ПРИНЯТИЯ РЕШЕНИЙ В ФИНАНСОВОМ МЕНЕДЖМЕНТЕ

<i>9.1. Основные понятия и классификация видов экономического анализа</i>	<u>86</u>
<i>9.2. Этапы проведения анализа финансового состояния предприятия</i>	<u>89</u>

ГЛОССАРИЙ

118

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

122

Предисловие

Развитие рыночных отношений в стране обусловило повышение роли финансов предприятия. Состояние финансовых ресурсов предприятия становится фактором, определяющим финансовые результаты его деятельности.

Количественные и качественные параметры финансового состояния предприятия обуславливают его место на рынке и способность функционировать в экономическом пространстве. Все это повысило актуальность управления финансами в общем процессе управления экономикой.

Финансовый менеджмент - это управление финансами, денежным оборотом, формированием и использованием финансовых ресурсов предприятий, система форм, методов и приемов, используемых для управления финансовыми ресурсами.

Широкое признание финансового менеджмента российскими учеными и практиками, введение этой дисциплины в учебные планы ведущих высших экономических учебных заведений составляет главнейшее содержание нового этапа развития отечественной науки управления финансами предприятия.

Руководитель финансовой службы предприятия должен быть высокообразованным, творческим, мыслящим специалистом с широким кругозором, знающим и умеющим применять в своей работе результаты развития таких наук, как финансы, статистика, бухгалтерский учет, финансовый и управленческий анализ, налогообложение и др.

ГЛАВА 1. Финансовый менеджмент, его основные понятия

1.1. Сущность, функции и механизм финансового менеджмента

1.2. Области принятия решений в финансовом менеджменте

1.3. Базовые концепции финансового менеджмента

1.1. Сущность, функции и механизм финансового менеджмента

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.

Выделенные цели одновременно определяют и **основные задачи** финансового менеджмента:

- ОБЕСПЕЧЕНИЕ ФОРМИРОВАНИЯ ДОСТАТОЧНОГО ОБЪЕМА ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ В СООТВЕТСТВИИ С ЗАДАЧАМИ РАЗВИТИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ В ПРЕДСТОЯЩЕМ ПЕРИОДЕ
- ОБЕСПЕЧЕНИЕ НАИБОЛЕЕ ЭФФЕКТИВНОГО РАСПРЕДЕЛЕНИЯ И ИСПОЛЬЗОВАНИЯ СФОРМИРОВАННОГО ОБЪЕМА ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ В РАЗРЕЗЕ ОСНОВНЫХ НАПРАВЛЕНИЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ
- ОПТИМИЗАЦИЯ ДЕНЕЖНОГО ОБОРОТА
- ОБЕСПЕЧЕНИЕ МАКСИМАЛЬНОЙ ПРИБЫЛИ
- МИНИМИЗАЦИЯ УРОВНЯ ФИНАНСОВОГО РИСКА
- ОБЕСПЕЧЕНИЕ БЫСТРОГО РЕИНВЕСТИРОВАНИЯ КАПИТАЛА

Финансовый менеджмент как система практического управления предприятием должен быть основан на ряде принципов:

- ИНТЕГРИРОВАННОСТЬ С ОБЩЕЙ СИСТЕМОЙ УПРАВЛЕНИЯ ПРЕДПРИЯТИЕМ
- КОМПЛЕКСНЫЙ ХАРАКТЕР ФОРМИРОВАНИЯ УПРАВЛЕНЧЕСКИХ РЕШЕНИЙ
- ВЫСОКИЙ ДИНАМИЗМ УПРАВЛЕНИЯ
- ВАРИАТИВНОСТЬ ПОДХОДОВ К РАЗРАБОТКЕ ОТДЕЛЬНЫХ УПРАВЛЕНЧЕСКИХ РЕШЕНИЙ
- ОРИЕНТИРОВАННОСТЬ НА СТРАТЕГИЧЕСКИЕ ЦЕЛИ РАЗВИТИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ

Функции финансового менеджмента определяют формирование структуры управляющей системы. Различают два основных типа функций финансового менеджмента.

Функции объекта управления:

- УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ
- УПРАВЛЕНИЕ КАПИТАЛОМ
- УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЯМИ
- УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ
- УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ
- АНТИКРИЗИСНОЕ ФИНАНСОВОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Функции субъекта управления:

- ОРГАНИЗАЦИОННАЯ
- РАСПРЕДЕЛИТЕЛЬНАЯ
- ПЛАНИРОВАНИЯ
- ПРОГНОЗИРОВАНИЯ
- СТИМУЛИРОВАНИЯ
- КОНТРОЛЬНАЯ

Процесс управления финансовой деятельностью предприятия базируется на определенном механизме.

Механизм финансового менеджмента это определенная система элементов, которая регулирует разработку и реализацию управленческих решений в области финансовой деятельности предприятия.

Основные элементы механизма финансового менеджмента:

1. Регулирование финансовой деятельности предприятия

- Государственное нормативно-правовое регулирование финансовой деятельности п/п
- Рыночный механизм регулирования финансовой деятельности п/п
- Внутренний механизм регулирования отдельных аспектов финансовой деятельности

2. Внешняя поддержка финансовой деятельности предприятия

- Государственные и др. внешние формы финансирования п/п

- Кредитование п/п
- Лизинг
- Страхование
- Прочие формы внешней поддержки фин. деятельности

3. Финансовые рычаги

- Цена
- Процент
- Прибыль
- Амортизация
- ЧДП
- Дивиденды
- Пени, штрафы, неустойки и т.д

4. Финансовые методы

- Метод технико-экономических расчетов
- Балансовый метод
- Экономико-статистический метод
- Экспертные методы
- Методы дисконтирования стоимости
- Методы наращивания стоимости и т.п.

5. Финансовые инструменты

- Платежные инструменты
- Кредитные инструменты
- Депозитные инструменты
- Инструменты страхования
- Инструменты инвестирования
- прочие

Таким образом, эффективный механизм финансового менеджмента позволяет:

- В полном объеме реализовать поставленные цели и задачи

- Способствует результативному осуществлению функций финансового управления предприятием

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. Внутренняя 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.

Основными из них в рамках финансового менеджмента являются концепции:

- Временной стоимости денег
- Денежного потока
- Компромисса между риском и доходностью
- Стоимости капитала
- Эффективности рынка капитала
- Асимметричности информации
- Агентских отношений
- 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 наращения.

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 стоимости 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

2.3. 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:

- 1. собственные;
- 2. 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.).

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.

3. Средства, полученные от продажи ценных бумаг.

4. 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.

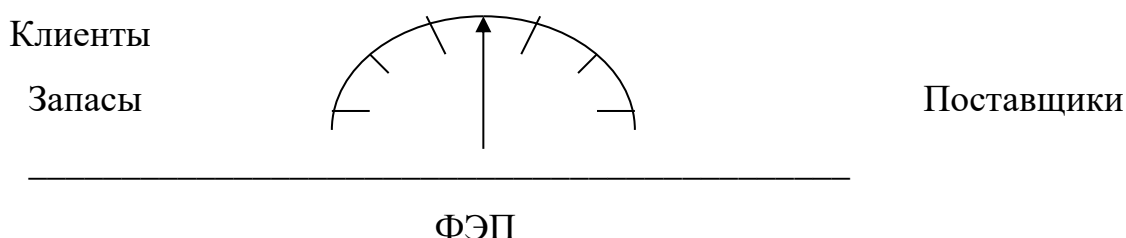
Разница между средствами, иммобилизованными в запасах и клиентской задолженности, и задолженностью предприятия поставщикам называется финансово-эксплуатационными потребностями предприятия (ФЭП).

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 «весках» 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:

Имобилизационные

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 исчисляются 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:

$$\frac{\text{ФЭП} * 360 \text{ дней}}{\text{оборот}}$$

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:

Дс/ оборот * 100%

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:

клиентская задолженность кредит поставщиков

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

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:

$$100000 * (100\% + 10\%) = 100000 * (1 + 0.1) = 110 \text{ тысяч рублей}$$

через 2 года

$$100000 * (1 + 0.1)^2 = 121000 \text{ рублей и т.д.}$$

Этот процесс реинвестирования капитала вместе с доходом на него для получения еще большего дохода в следующих периодах называется

сложением процентов и описывается формулой

$$BC = HC * (1+r)^n, \text{ где}$$

BC - будущая денежная сумма (будущая стоимость);

HC - 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 n- лет;
- 7) рентабельности инвестиций за n- 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	$270 / (1 + 0,1) = 100$	350	$350 / (1 + 0,1) = 289,3$
3-ий год	120	$120 / (1 + 0,1) = 90,2$	100	$100 / (1 + 0,1) = 75,2$
4-ый год	90	$90 / (1 + 0,1) = 61,5$	50	$50 / (1 + 0,1) = 34,2$
5-ый год	70	$70 / (1 + 0,1) = 43,8$	0	0
Итого поступлений, тыс. руб.	750	606,3	900	762,3
Прибыль, тыс. руб. Всего	150	$606,3 - 600 = 6,3$	250	$762,3 - 650 = 112,3$
Экономическая рентабельность после дисконтирования	$6,3 * 100\% / 600 = 1,05\%$		$112,3 * 100\% / 650 = 17,3\%$	

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

3.2. Методы оценки денежных потоков

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 (п), исходя из заданной процентной ставки (г).

В случае если ведется расчет для оценки будущей стоимости денежного потока по инвестиционному проекту, то происходит наращивание по каждому потоку до конца срока проекта (п) 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 (т раз) и, соответственно, формула расчета будущей стоимости примет вид:

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

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:

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

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

4.2. Методы оценки инвестиционных проектов

4.3. Характеристика инвестиционных качеств ценных бумаг

4.4. Понятие «инвестиционный портфель», модели его формирования

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

<i>Этап инвестирования</i>	<i>Мероприятия</i>
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; • заключение договоров поставки производимой продукции.
Эксплуатационный этап	Обеспечение ритмичности производства продукции, ее сбыта и финансирование текущих затрат, решение о своевременности ликвидации проекта.

Ликвидационно-аналитический этап	<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 прединвестиционном 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 $IRR = r$. Следовательно, рассчитанная внутренняя норма доходности IRR позволяет сделать следующие выводы:

- Если $IRR > r$, то проект обеспечивает положительную NPV и чистую доходность. *Проект следует принять.*
- Если $IRR < r$, 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.

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

Расчет показателя 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.

Расчитанную 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:

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

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 Но 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:

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

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 доходить 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 управления	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 среднеквадратическое 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 среднеквадратическое отклонение и ковариацию между активами.

Методика определения набора «эффективных портфелей» иллюстрируется с помощью приведенного на рисунке 4.1 графика.

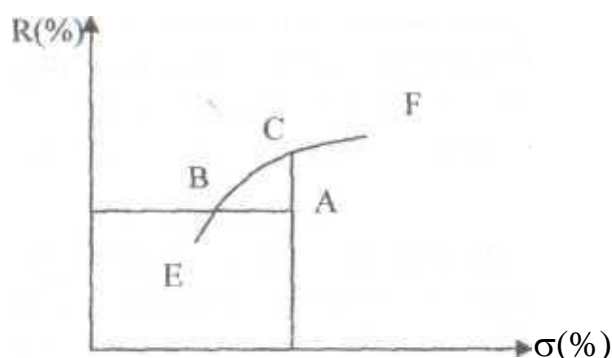


Рисунок 4.1 - Набор эффективных портфелей Марковица

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

5.2. Основные методики анализа финансовых рисков

5.3. Способы снижения воздействия рисков на деятельность предприятия

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 приступать 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 целом.
По источникам возникновения риска	<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:

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

(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;
 I_0 - 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 левиреджа);
- 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.

ГЛАВА 6. Управление капиталом предприятия

6.1. Понятие капитала, его структура

6.2. Цена капитала, принципы оценки

6.3. Методы оптимизации структуры капитала

6.1. 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).

6.2. 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

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

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

$Д_{пр}$ - сумма выплаченных дивидендов, руб.;

$К_{пр}$ - 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;

$К_a$ - количество дополнительных акций, шт.;

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

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

$К_{на}$ - 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*:

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

С_о - 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*:

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

С_{тк} - 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_Е - доля собственного капитала, %;

W_Р - доля заемного капитала, %;

P_Е - стоимость собственного капитала, %;

P_Р - 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.

6.3. 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:

$$\Sigma B = СК + ДЗК + КЗК \quad (67).$$

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.

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 7. Лeverидж и его роль в финансовом менеджменте

7.1. Производственный (операционный) лeverидж

7.2. Финансовый лeverидж

7.1. 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.

7.2. Финансовый леверидж

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

Коэффициент финансового левериджа определяется как отношение суммы заемного капитала (ЗК) к сумме собственного капитала (СК):

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

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

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

ЭФЛ - эффект финансового левириджа;

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

$ВР_a$ - 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 левириджа:

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 левириджа.

2) дифференциал финансового левириджа $(ВР_a - ПК)$.

Наличие дифференциала финансового левириджа 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 левириджа.

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

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

Прирост коэффициента финансового левериджа 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 8. Дивидендная политика

8.1. Основные теории дивидендной политики

8.2. Этапы проведения дивидендной политики

8.1. 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.

8.2. 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:

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

УДВ - уровень дивидендных выплат на акцию;

ФДВ - фонд дивидендных выплат;

ВПА - выплаты по привилегированным акциям;

$K_{па}$ - 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;

$РЦ_A$ - рыночная цена акции;

$Д_A$ - 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 9. ЭКОНОМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ - ОСНОВА ПРИНЯТИЯ РЕШЕНИЙ В ФИНАНСОВОМ МЕНЕДЖМЕНТЕ

9.1. Основные понятия и классификация видов экономического анализа

9.2 Этапы проведения анализа финансового состояния предприятия

9.1. Основные понятия и классификация видов экономического анализа

Экономический анализ - это один из важнейших инструментов получения информации, необходимой для принятия управленческих решений. От качества экономического анализа во многом зависит рациональность управленческих решений, а следовательно эффективность деятельности предприятия.

Предметом экономического анализа является финансово-хозяйственная деятельность предприятия, а точнее, ее изучение с целью оценки ее результатов и выявления резервов совершенствования деятельности предприятия.

В качестве основных задач экономического анализа можно назвать следующие задачи: подготовка материалов для выбора оптимального управленческого решения; прогнозирование ожидаемых результатов деятельности предприятия; выявление резервов повышения эффективности экономической деятельности; оценка результатов выполнения количественных и качественных заданий, определенных внутрифирменным планированием; оценка финансового состояния предприятия; выявление и измерение характера и масштаба влияния различных факторов на изменения анализируемых показателей деятельности предприятия и многие другие.

Метод экономического анализа представляет собой комплексное, взаимосвязанное изучение различных сторон деятельности предприятия на базе системы текущего учета и отчетности. Понятие метода экономического анализа конкретизируется в следующих, наиболее часто используемых методологических приемах: использование системы абсолютных и относительных показателей; сравнительный анализ; метод группировки; ин-

дексные расчеты; экономико-математические методы; балансовый метод.

Экономический анализ изучая хозяйственную и финансовую деятельность предприятий использует различные виды информации. Основными источниками информационного фонда экономического анализа являются законодательные и нормативные акты, технологическая и конструкторская документация, планово-нормативная документация, учетная информация (оперативного учета, бухгалтерского учета, статистического учета), прочая информация.

Экономический анализ предполагает осуществление определенной системы действий исследователя в целях проведения анализа, которую называют организацией анализа. В основе этой деятельности лежат следующие основные этапы: составление программы анализа; подготовка материалов для проведения анализа; систематизация и аналитическая обработка информации; предварительная оценка деятельности; анализ причин отклонения исследуемых показателей экономической деятельности от ожидаемых; обобщение результатов анализа; экономическая интерпретация результатов анализа; итоговая оценка деятельности или сводный подсчет резервов; оформление результатов анализа и их представление в форме наиболее удобной для принятия управленческого решения.

Существуют различные виды экономического анализа. Они могут быть классифицированы по целому ряду классификационных признаков. Основными являются: цель исследования, объект изучения, периодичность проведения, назначение, направление исследования, круг изучаемых вопросов и др.

В настоящее время наиболее актуальна классификация видов экономического анализа деятельности предприятия по типу отчетности или по категориям аналитиков-исполнителей анализа. По этим признакам экономический анализ подразделяется на управленческий (внутренний) анализ и финансовый (внешний) анализ.

Управленческий (внутренний) анализ осуществляется на основе

информации управленческого учета, засекреченной отчетности, содержащей сведения о себестоимости выпускаемой продукции, о продукции не нашедшей сбыта и т.д. Проводится анализ внутренними службами предприятия, аппаратом управления.

Финансовый (внешний) анализ осуществляется на основе открытой финансовой отчетности, публикуемой в специальных справочниках для ознакомления широкой общественности с положением дел на предприятии, его финансовым положением и результатами хозяйственной деятельности за определенный период. Проводится анализ юридическими и физическими лицами, заинтересованными в получении информации о деятельности данного предприятия.

Управленческий (внутренний) экономический анализ включает следующие направления исследования: анализ производства продукции, работ и услуг; анализ организационно-технического уровня предприятия; анализ материально-технического снабжения и использования материалов; анализ эффективности использования трудовых ресурсов; анализ состояния и эффективности использования основных средств, анализ затрат на производство и реализацию продукции; анализ финансовых результатов; анализ финансового состояния предприятия и др.

Финансовый (внешний) анализ включает, экспресс-анализ финансово-хозяйственной деятельности и углубленный анализ финансово-хозяйственной деятельности и финансового положения предприятия.

Общими направлениями в управленческом и финансовом анализе являются задачи анализа финансового состояния предприятия.

Анализ финансового состояния предприятия считается заключительным этапом процесса бухгалтерского учета. На основании анализа финансового состояния предприятия дается оценка принятых управленческих решений и анализ полученных результатов, формируется финансовая стратегия предприятия и вырабатываются меры по реализации выбранной стратегии.

Анализ финансового состояния предприятия приобретает особое

значение в условиях рыночной экономики, поскольку предприятия сталкиваются с необходимостью оценки своего собственного финансового положения и всестороннего изучения финансового положения своих партнеров.

Финансовое состояние предприятия - это комплексное понятие, которое определяется совокупностью производственно-хозяйственных факторов, и характеризуется системой показателей, отражающих наличие, размещение и использование финансовых ресурсов предприятия. В ходе анализа для характеристики финансового состояния применяются абсолютные и относительные показатели. Относительные показатели финансового состояния носят название финансовых коэффициентов.

Источниками информации для проведения анализа финансового состояния предприятия является финансовая (годовая бухгалтерская) отчетность предприятия.

9.2 Этапы проведения анализа финансового состояния предприятия

Анализ финансового состояния предприятия состоит из 6 этапов:

I этап. Горизонтальный и вертикальный анализ финансовой отчётности.

II этап. Анализ и оценка имущественного положения предприятия.

III этап. Анализ и оценка ликвидности и платёжеспособности предприятия.

IV этап. Анализ и оценка финансовой устойчивости предприятия.

V этап. Анализ и оценка деловой активности предприятия.

VI этап. Анализ и оценка показателей рентабельности предприятия.

Внутренний анализ направлен на прогнозирование расширения производственной деятельности, выбора источников и возможности привлечения инвестиций в те или иные активы, сохранения ликвидности и платежеспособности предприятия или возможной вероятности банкротства, повышения финансовой устойчивости предприятия и повышения конкурентоспособности предприятия. Результаты анализа могут служить оценкой работы менеджеров и основой для принятия эффективных

управленческих решений, направленных на стабилизацию финансового положения предприятия на планируемый период. Кроме того, само предприятие заинтересовано в надежных партнерах и обращается к прочтению их отчетности будущих потенциальных контрагентов.

I этап. *Горизонтальный и вертикальный анализ финансовой отчетности.*

1. Горизонтальный анализ баланса позволяет определить общее направление изменения финансового состояния предприятия. При этом, прежде всего, сравнивают итог баланса на конец периода с итогом на начало года. Если итог баланса растёт, то финансовое состояние оценивается положительно. Далее, определяют характер изменения отдельных статей баланса. Положительно характеризует финансовое состояние предприятия увеличение в активе баланса остатков денежных средств, краткосрочных и долгосрочных финансовых вложений, нематериальных активов и производственных запасов. К положительным характеристикам финансового состояния по пассиву относится увеличение суммы прибыли, доходов будущих периодов, фондов накопления и целевого финансирования, к отрицательным – увеличение кредиторской задолженности в пассиве.

Для удобства проведения горизонтального анализа следует составить следующую таблицу:

АКТИВ БАЛАНСА

Статьи баланса	На начало отчет периода	На конец отчет. периода	Абсол. отк. +, -	Относ. ОТК, %
1 Внеоборотные активы				
Нематериальные активы				
Результаты исследований и разработок				
Основные средства				
в том числе: незавершенное производство				
Доходные вложения в материальные ценности				
Долгосрочные финансовые вложения				
Отложенные налоговые активы				
Прочие внеоборотные активы				

Итого по разделу 1				
II Оборотные активы				
Запасы				
в том числе: сырье, материалы				
затраты в незавершенном производстве				
готовая продукция и товары для перепродажи				
товары отгруженные				
прочие запасы и затраты				
Дебиторская задолженность				
в том числе платежи, по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты				
в том числе платежи, по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты				
Краткосрочные финансовые вложения				
Денежные средства и эквиваленты				
Прочие оборотные активы				
Итого по разделу II				
Баланс				

ПАССИВ БАЛАНСА

Статьи баланса	На начало отчет периода	На конец отчет. периода	Абсол. отк. +, -	Относ. ОТК, %
1. III Капитал и резервы				
Уставный капитал				
Собственные акции, выкупленные у акционеров				
Переоценка внеоборотных активов				
Добавочный капитал				
Резервный капитал				
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)				
Итого по разделу III				
IV Долгосрочные обязательства				
Заемные средства				
Отложенные налоговые обязательства				
Оценочные обязательства				
Прочие обязательства				

Итого по разделу IV				
V Краткосрочные обязательства				
Заемные средства				
Кредиторская задолженность				
в том числе: поставщики и подрядчики				
перед персоналом организации				
перед госуд. внебюджетными фондами				
по налогам и сборам				
прочие кредиторы				
авансы полученные				
векселя к уплате				
задолженность учредителям по выплате доходов				
Доходы будущих периодов				
Оценочные обязательства				
Итого по разделу V				
Баланс				

2. Вертикальный анализ баланса – это анализ структуры активов и пассивов путём расчёта удельного веса статей в валюте баланса.

Относительная величина различных групп активов и пассивов зависит от того, к какой отрасли принадлежит данное предприятие. Так, у производственных предприятий (предприятия промышленности, транспорта, связи и др.) доля внеоборотных активов составляет обычно 40-60% от суммы активов, и, как правило, такова же доля собственных источников средств. У торговых (и прочих непроизводственных) компаний доля оборотных активов, напротив, обычно составляет 70-95%, и такова же доля привлеченных источников средств.

Такой анализ позволяет сгладить искажающее влияние инфляции на стоимостные показатели.

Для удобства проведения вертикального анализа следует составить следующую таблицу:

АКТИВ БАЛАНСА

Статьи баланса	На начало	На конец	Структур	Структур	Измен
----------------	-----------	----------	----------	----------	-------

	отчет периода	отчет. периода	а баланса на нач. пер, %	а баланса на конец пер, %	ение в струк туре. %
1 Внеоборотные активы					
Нематериальные активы					
Результаты исследований и разработок					
Основные средства					
в том числе: незавершенное производство					
Доходные вложения в материальные ценности					
Долгосрочные финансовые вложения					
Отложенные налоговые активы					
Прочие внеоборотные активы					
Итого по разделу 1					
II Оборотные активы					
Запасы					
в том числе: сырье, материалы					
затраты в незавершенном производстве					
готовая продукция и товары для перепродажи					
товары отгруженные					
прочие запасы и затраты					
Дебиторская задолженность					
в том числе платежи, по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты					
в том числе платежи, по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты					
Краткосрочные финансовые вложения					
Денежные средства и эквиваленты					
Прочие оборотные активы					
Итого по разделу II					
Баланс					

ПАССИВ БАЛАНСА

Статьи баланса	На начало отчет периода	На конец отчет. периода	Структура баланса на нач. пер, %	Структура баланса на конец пер, %	Измен ение в структ уре.%
2. III Капитал и резервы					
Уставный капитал					
Собственные акции, выкупленные у акционеров					
Переоценка внеоборотных					

активов					
Добавочный капитал					
Резервный капитал					
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)					
Итого по разделу III					
IV Долгосрочные обязательства					
Заемные средства					
Отложенные налоговые обязательства					
Оценочные обязательства					
Прочие обязательства					
Итого по разделу IV					
V Краткосрочные обязательства					
Заемные средства					
Кредиторская задолженность					
в том числе: поставщики и подрядчики					
перед персоналом организации					
перед госуд. внебюджетными фондами					
по налогам и сборам					
прочие кредиторы					
авансы полученные					
векселя к уплате					
задолженность учредителям по выплате доходов					
Доходы будущих периодов					
Оценочные обязательства					
Итого по разделу V					
Баланс					

Отчет о финансовых результатах

Все показатели отчета о финансовых результатах при проведении вертикального анализа проводятся в процентах к выручке от продаж. Вертикальный анализ прибыли проводится по сферам деятельности: операционной, финансовой и инвестиционной. Но при этом следует помнить, что порядок составления отчета о финансовых результатах предусматривает выделение прибыли от реализации, в то время как

доходы и расходы от инвестиционной и финансовой деятельности объединены общими показателями.

Вертикальный анализ отчета о финансовых результатах

Показатели	За отчетный период		За аналогичный период	
	тыс. руб	% к итогу	тыс. руб	% к итогу
Выручка от продаж товаров (за минусом НДС, акцизов)				
Себестоимость продаж				
Коммерческие расходы				
Управленческие расходы				
Общие затраты				
Проценты к уплате				
Валовая прибыль				
Прибыль от продаж				
Прибыль до налогообложения				
Чистая прибыль				

Динамику отдельных показателей отчета о финансовых результатах во времени можно изучить с помощью горизонтального анализа отчетности.

Горизонтальный анализ отчета о финансовых результатах .

	За отчетный период	За аналогичный период	Абсол. отк. +, -	Относ. ОТК, %
Выручка от продаж (за минусом НДС, акцизов)				
Себестоимость продаж				
Валовая прибыль (убыток)				
Коммерческие расходы				
Управленческие расходы				
Прибыль (убыток) от продаж				
Доходы от участия в других организациях				
Проценты к получению				
Проценты к уплате				
Прочие доходы				
Прочие расходы				
Прибыль (убыток) до налогообложения				
Текущий налог на прибыль				
в том числе постоянные налоговые обязательства				
Изменения отложенных налоговых обязательств				

Изменения отложенных налоговых активов				
Прочее				
Чистая прибыль (убыток)				

Горизонтальный (трендовый) анализ позволяет произвести расчет относительных отклонений какой-либо статьи отчетности за ряд лет от уровня базового года, для которого значения всех статей принимаются за 100%.

II этап. Анализ и оценка имущественного положения предприятия.

Финансовая оценка имущественного потенциала предприятия представлена в активе баланса. В данном случае речь идёт о средствах предприятия, либо принадлежащих ему на праве собственности, либо о которых предполагается, что в соответствии с договором право собственности на них перейдёт в некотором будущем и которые в силу этого поставлены на баланс предприятия (имеются в виду объекты лизинга). Именно этим объясняется тот факт, что в оценке имущественного потенциала предприятия используется ряд показателей, рассчитываемых по данным бухгалтерской отчётности. Наиболее информативными являются следующие показатели:

1. Сумма хозяйственных средств, находящихся в балансе предприятия.

Этот показатель даёт обобщённую стоимостную оценку величины предприятия как единого целого. Это – учётная оценка активов, числящихся на балансе предприятия. Значение показателя определяется удалением из баланса статей, завышающих его валюту:

$$ВБ = А - АКС - ОУ,$$

где ВБ – сумма хозяйственных средств, находящихся на балансе предприятия;

А – всего активов по балансу;

АКС – собственные акции в портфеле;

ОУ – задолженность учредителей по взносам в уставный капитал.

Рост этого показателя свидетельствует о наращивании имущественного потенциала предприятия. Следует отметить, что фактически учётная оценка средств, которые находятся под контролем предприятия, превышает значение ВБ, поскольку часть активов, право собственности на которые не принадлежит предприятию, но которые оно использует в своей деятельности, учитывается на забалансовых счетах. В качестве примера можно отметить такие активы, как товары, принятые на комиссию, основные средства, полученные по договорам операционной аренды и др.

2. Стоимость чистых активов предприятия – это стоимость имущества предприятия, свободного от обязательств.

Величина чистых активов как характеристика остаточной стоимости имущества, доступная собственникам предприятия к распределению, зависит от многих факторов:

$$ЧА = [ВА + ОА - (НДС + ЗУ + САП)] - [ДП + (КП - ДБП)],$$

где ВА – внеоборотные активы (итог первого раздела актива баланса);

ОА – оборотные активы (итог второго раздела актива баланса);

НДС – налог на добавленную стоимость по приобретённым ценностям;

ЗУ – задолженность учредителей по взносам в уставный капитал;

САП – собственные акции, выкупленные у акционеров;

ДП – долгосрочные пассивы;

КП – краткосрочные пассивы;

ДБП – доходы будущих периодов;

Согласно Гражданскому кодексу РФ для акционерных обществ данный показатель должен рассчитываться ежегодно, а его значение, при

определённых условиях может оказывать влияние на величину и структуру источников средств и выплату дивидендов.

В соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ стоимость чистых активов должна быть не менее величины уставного капитала. Если по окончании второго и каждого последующего года деятельности предприятия, стоимость чистых активов оказывается меньше уставного капитала, оно обязано уменьшить величину уставного капитала до величины чистых активов. Если величина чистых активов оказалась меньше минимальной величины уставного капитала (для открытого акционерного общества – 1000 МРОТ, для закрытого акционерного общества – 100 МРОТ), то акционерное общество должно быть ликвидировано.

В целом, следует отметить, что рост чистых активов рассматривается как положительная тенденция.

3. Соотношение внеоборотных и оборотных активов.

$$k_1 = \frac{\text{Внеоборотные}_\text{активы}}{\text{Оборотные}_\text{активы}}$$

Экономический смысл этого показателя заключается в том, сколько рублей, вложенных в долгосрочные активы, приходится на один рубль, вложенный в оборотные средства. Чем выше значение коэффициента, тем более ресурсоёмко данное предприятие, выше производственный риск, поскольку вложения в долгосрочные активы должны окупаться за счёт будущих поступлений. Показатель имеет очевидную отраслевую специфику. Резкие изменения значения показателя возможны только в случае коренного изменения вида бизнеса. Поскольку в балансе внеоборотные активы отражаются по остаточной стоимости, значение данного коэффициента относительно выше в том случае, если предприятие придерживается активной реновации политики.

4. Доля активной части основных средств.

Этот коэффициент показывает, какую часть основных средств составляют активы, непосредственно участвующие в производственно-технологическом процессе. Он рассчитывается по формуле:

$$d_{ie} = \frac{\text{Стоим.}_\text{актив.}_\text{части}_\text{основных}_\text{ср} - \text{в}}{\text{Стоимость}_\text{основных}_\text{средств}}$$

Под активной частью основных средств следует понимать машины, оборудование и транспортные средства. Тем самым подчёркивается определённый приоритет именно этих активов с позиции производственно-технологического процесса. Поскольку расчёт может выполняться как по первоначальной, так и по остаточной стоимости, при проведении различных сопоставлений необходимо отдавать себе отчёт в том, какой алгоритм был использован при исчислении показателя. Следует так же отметить, что в расчётах могут использоваться как моментные, так и средние показатели. Рост этого коэффициента в динамике обычно расценивается как благоприятная тенденция.

5. Коэффициенты износа и годности.

Показатель характеризует долю стоимости основных средств, списанную на затраты в предшествующих периодах, в первоначальной (восстановительной) их стоимости и рассчитывается по формуле:

$$k_{de} = \frac{\text{Накопленная}_\text{амортизация}}{\text{Первоначальная}_\text{стоимость}_\text{основных}_\text{средств}}$$

k_{de} – коэффициент износа, дополнением которого до 100% (или единицы) является коэффициент годности.

Оба этих коэффициента не имеют прямого отношения к физическому или моральному износу основных средств; не учитывают интенсивности использования основных средств, в частности сменности; их значения полностью зависят от принятой на предприятии методики производства амортизационных отчислений, т.е. методики списания единовременных

вложений в основные средства и затраты.

Несмотря на всю условность показателя изношенности основных средств, он имеет определённое аналитическое значение – по некоторым оценкам при использовании метода равномерной амортизации значение коэффициента износа более чем 50% считается нежелательным.

6. Коэффициент обновления.

Этот коэффициент показывает, какую часть имеющихся на конец отчётного периода основных средств составляют новые основные средства, характеризует степень обновления оборудования, процесса расширения производства, ввода в действие новых объектов и т.д. Рассчитывается как отношение стоимости вновь введенных в эксплуатацию основных производственных фондов к первоначальной стоимости основных производственных фондов на конец отчетного периода.:

$$k_{об} = \frac{\text{Стоимость новых основных средств}}{\text{Стоимость основных средств на конец года}}$$

7. Коэффициент выбытия.

Этот коэффициент показывает, какая часть основных средств, с которыми предприятие начало деятельность в отчётном периоде, выбыла из-за ветхости и по другим причинам. Формула расчёта такова:

$$K_{выбытия} = \frac{\text{Основные фонды выбывшие}}{\text{Основные фонды на начало года}}$$

Следует отметить, что и этот, и предыдущий показатель по данным отчётности могут быть исчислены лишь условно, поскольку в Приложении к бухгалтерскому балансу приводятся данные обо всех поступивших (выбывших) основных средствах, причём не обязательно новых (списанных из-за ветхости и полного износа). Уточнение значений коэффициентов может быть выполнено в рамках внутрипроизводственного анализа.

Сводная таблица показателей, характеризующих имущественное

положение предприятия.

Показатели	На начало периода	На конец периода	Отклонение	Нормативное значение	Тенденция

III этап. Анализ и оценка ликвидности и платёжеспособности предприятия.

Финансовое состояние предприятия с позиции краткосрочной перспективы оценивается показателями ликвидности и платёжеспособности, в наиболее общем виде характеризующими, может ли оно своевременно и в полном объёме произвести расчёты по краткосрочным обязательствам перед контрагентами.

Под **ликвидностью** какого-либо актива понимают способность его трансформироваться в денежные средства в ходе предусмотренного производственно-технологического процесса, а степень ликвидности определяется продолжительностью временного периода, в течение которого эта трансформация может быть осуществлена. Чем короче период, тем выше ликвидность данного вида активов. В таком понимании любые активы, которые можно обратить в деньги, являются ликвидными.

Говоря о ликвидности предприятия, имеют в виду наличие у него оборотных средств в размере, теоретически достаточном для погашения краткосрочных обязательств хотя бы и с нарушением сроков погашения, предусмотренных контрактами. Смысл определения состоит в том, что если процессы производства и реализации продукции идут в нормальном режиме, то денежных сумм, поступающих от покупателей в оплату полученной ими продукции, будет достаточно для расчётов с кредиторами, т.е. расчётам по

текущим обязательствам. Оговорка о нарушении сроков означает, что в принципе не исключены сбои в поступлении денежных средств от дебиторов, однако в любом случае эти деньги поступят и их будет достаточно для расчётов с кредиторами.

Основным признаком ликвидности, следовательно, служит формальное превышение (в стоимостной оценке) оборотных активов над краткосрочными пассивами. Чем больше это превышение, тем благоприятнее финансовое состояние предприятия с позиции ликвидности. Если величина оборотных активов недостаточно велика по сравнению с краткосрочными пассивами, текущее положение предприятия неустойчиво – вполне может возникнуть ситуация, когда оно не будет иметь достаточно денежных средств по своим обязательствам и ему придется либо нарушать естественный технологический процесс (например, срочно продавать часть запасов или обременять себя новыми более дорогими долгами), либо распродавать часть долгосрочных активов.

Уровень ликвидности предприятия оценивается с помощью специальных показателей – коэффициентов ликвидности, основанных на сопоставлении оборотных средств и краткосрочных пассивов.

Платёжеспособность означает наличие у предприятия денежных средств и их эквивалентов, достаточных для расчётов по кредиторской задолженности, требующей немедленного погашения. Таким образом, основными признаками платёжеспособности являются: наличие в достаточном объёме средств на расчётном счёте и отсутствие просроченной кредиторской задолженности.

Следует отметить, что ликвидность менее динамична по сравнению с платёжеспособностью. Это обуславливается тем, что по мере стабилизации производственной деятельности предприятия у него постепенно складывается определенная структура активов и источников средств, резкие изменения которой сравнительно редки, поэтому и коэффициенты ликвидности обычно варьируют в некоторых вполне предсказуемых

пределах. Напротив, финансовое состояние в плане платёжеспособности может быть весьма изменчивым: ещё вчера предприятие было платёжеспособным, однако сегодня ситуация кардинально изменилась – пришло время расплатиться с очередным кредитором, а у предприятия нет денег на счёте, поскольку не поступил своевременно платёж за поставленную ранее продукцию, т.е. оно стало неплатёжеспособным из-за финансовой недисциплинированности своих дебиторов.

Ликвидность и платёжеспособность могут оцениваться с помощью ряда абсолютных и относительных показателей. Из абсолютных основным является показатель, характеризующий *величину собственных оборотных средств (СОС)*. Этот показатель характеризует ту часть собственного капитала предприятия, которая является источником покрытия текущих активов предприятия (т.е. активов, имеющих оборачиваемость менее одного года). В настоящее время наибольшее распространение имеет следующий алгоритм расчёта показателя WC:

$$\text{СОС} = \text{ОА} - \text{КО},$$

где ОА – оборотные активы;

КО– краткосрочные пассивы (обязательства).

Экономическая трактовка индикатора СОС такова, что он показывает какая сумма оборотных средств останется в распоряжении предприятия после расчётов по краткосрочным обязательствам; в некотором смысле, это характеристика свободы манёвра и финансовой устойчивости предприятия с позиции краткосрочной перспективы. Рост этого показателя при прочих равных условиях рассматривается как положительная тенденция. Тем не менее, следует отметить, что показатель СОС по своей природе является аналитическим и какой бы алгоритм не использовался для его расчёта, величину собственных оборотных средств можно исчислить лишь с определённой долей условности.

1. Коэффициент текущей ликвидности (k_1).

Этот коэффициент показывает, способен ли заёмщик в принципе рассчитаться по своим долговым обязательствам и даёт общую оценку ликвидности предприятия, показывая, сколько рублей оборотных средств (текущих активов) приходится на один рубль текущей краткосрочной задолженности (текущих обязательств):

$$k_1 = \frac{\text{Оборотные_средства(Итог_Пр)}}{\text{Краткосрочные_пассивы(Итог_Vp - стр.630,640,650)}}$$

Если долговые обязательства превышают средства клиента, последний является некредитоспособным. Из этого вытекают и приведённые нормативные уровни коэффициента. Данный показатель оценивается следующим образом: 1,0 и более — отлично, от 0,75 до 1,0 — хорошо, от 0,5 до 0,75 — удовлетворительно, менее 0,5 — неудовлетворительно.

2. Коэффициент обеспеченности собственными средствами (k_2).

Характеризует общую обеспеченность организации оборотными средствами для ведения хозяйственной деятельности и погашения срочных обязательств. Коэффициент обеспеченности собственными средствами должен быть не менее 10% (0,1).

$$k_2 = \frac{\text{Собственные_оборотные_средства(Итог_II - Итог_V)}}{\text{Оборотные_средства(Итог_II)}}$$

Структура баланса предприятия считается неудовлетворительной, а организация — неплатёжеспособной если хотя бы один из вышеперечисленных коэффициентов (k_1 или k_2) не соответствует установленным требованиям. Тогда следует рассчитать коэффициент восстановления платёжеспособности (k_3).

3. Коэффициент восстановления платёжеспособности (k_3).

Этот коэффициент характеризует у предприятия наличие реальной

возможности восстановить либо утратить свою платежеспособность в течение определённого периода и рассчитывается по следующей формуле:

$$k_3 = \frac{k_{1ф} + n/T(k_{1ф} - k_{1н})}{2},$$

где $k_{1ф}$ – фактический коэффициент текущей ликвидности;

$k_{1н}$ – коэффициент текущей ликвидности на начало периода;

n – установленный период восстановления платёжеспособности (6 или 3 месяца);

T – длительность отчётного периода в месяцах (обычно 12 месяцев).

Если по данным расчёта за последние 6 месяцев k_3 имеет значение больше 1, то можно сделать вывод, что у предприятия есть реальная возможность в ближайшие 6 месяцев восстановить свою платёжеспособность. Это обстоятельство учитывается, даже если есть основания для признания структуры баланса неудовлетворительной, т.е. значения k_1 и k_2 не соответствуют установленным критериям.

В то же время, если структура баланса удовлетворительна, но коэффициент восстановления платёжеспособности, исчисленный за 3 месяца, имеет значение меньше 1, то можно сделать вывод, что предприятие не сможет выполнить свои обязательства перед кредитором.

Помимо вышеперечисленных показателей, существуют и другие показатели ликвидности, которые отражают возможность предприятия погасить краткосрочную задолженность своими легко реализуемыми средствами:

4. Коэффициент быстрой ликвидности (k_4).

По своему смысловому назначению коэффициент быстрой ликвидности аналогичен коэффициенту текущей ликвидности; однако исчисляется он по более узкому кругу оборотных активов, когда из расчёта исключена наименее ликвидная их часть – производственные запасы:

$$k_4 = \frac{\text{Дебиторская_задолженность} + \text{Денежные_средства}}{\text{Краткосрочные_обязательства}}$$

Логика такого исключения состоит не только в значительно меньшей ликвидности запасов, но и, что гораздо более важно, в том, что денежные средства, которые можно выручить в случае вынужденной реализации производственных запасов, могут быть существенно меньше расходов по их приобретению.

Ориентировочное нижнее значение этого коэффициента – 1, однако эта оценка носит условный характер. Тем не менее ей можно дать наглядное и вполне обоснованное толкование. Кредиторская и дебиторская задолженности представляют собой некую форму взаимного кредитования контрагентов, находящихся в деловых отношениях. Любое предприятие должно стремиться к тому, чтобы сумма кредита, предоставленного им своим покупателям (дебиторская задолженность), не превышала величины кредита, полученного им от поставщиков.

5. Коэффициент абсолютной ликвидности (k_5).

Этот коэффициент является более жёстким критерием ликвидности предприятия; показывает какая часть краткосрочных заёмных обязательств может быть при необходимости погашена немедленно за счет имеющихся денежных средств:

$$k_5 = \frac{\text{Денежные_средства} + \text{Краткосроч._финан._вложения}}{\text{Краткосрочные_обязательства}}$$

Если в отношении коэффициентов текущей и быстрой ликвидности хотя и с оговорками, но всё же приводятся рекомендательные аналитические ориентиры, то в отношении данного коэффициента таких рекомендаций практически нет. Величина коэффициента абсолютной ликвидности в

значительной степени и прежде всего определяется числителем дроби. Сумма краткосрочных пассивов – относительно стабильная величина, по крайней мере, она гораздо менее изменчива по сравнению с величиной денежных средств, которая зависит от многих факторов текущего порядка. Изменчивость величины денежных средств вызвана прежде всего их абсолютной ликвидностью, т.е. возможностью и искушением использовать эти средства вовлекая их в другие проекты. В России значение коэффициента абсолютной ликвидности как правило, варьирует в пределах от 0,05 до 0,1.

6. Удельный вес запасов в общей сумме краткосрочных обязательств (коэффициент ликвидности товарно-материальных ценностей) (k_6).

$$k_6 = \frac{\text{Запасы}_\text{и}_\text{затраты}}{\text{Краткосрочные}_\text{обязательства}}$$

Коэффициент ликвидности товарно-материальных ценностей показывает на уровень краткосрочных обязательств предприятия по сравнению с имеющимися у него запасами. Т.е. сколько на каждый руб. краткосрочных обязательств приходилось запасов, которые после реализации могут быть использованы для оплаты текущих обязательств.

7. Коэффициент покрытия (k_7).

Коэффициент покрытия показывает платежные возможности предприятия не только при условии своевременных расчетов с дебиторами и реализации готовой продукции, но и при продаже в случае необходимости материальных оборотных средств. Величина данного коэффициента зависит от факторов, связанных со спецификой деятельности заемщика: отрасли производства, длительности производственного цикла, структуры запасов и затрат. Коэффициент рассчитывается следующим образом:

$$k_7 = \frac{\sum \text{Оборотных}_\text{активов} - \text{Деб.}_\text{задолж.}(\text{до}_\text{года})}{\text{Сумма}_\text{краткосрочных}_\text{обязательств}}$$

Данный показатель может быть оценен следующим образом: до 1,0 —

неудовлетворительно; от 1,0 до 1,49 включительно— удовлетворительно; от 1,5 до 1,74 включительно — хорошо; более 1,74 — отлично.

8. Коэффициент манёвренности собственного капитала (k_8).

Значение этого коэффициента показывает, какая часть собственного капитала используется для финансирования текущей деятельности, т.е. вложена в оборотные средства, а какая часть капитализирована.

$$k_8 = \frac{\text{Собственные оборотные средства (Итог II - Итог V)}}{\text{Краткосрочные обязательства}}$$

Значение этого показателя может ощутимо варьировать в зависимости от структуры капитала и отраслевой принадлежности предприятия.

9. Коэффициент манёвренности собственного оборотных средств (k_9).

Значение этого коэффициента характеризует ту часть собственных оборотных средств, которая находится в форме денежных средств, т.е. имеющих абсолютную ликвидность.

$$k_9 = \frac{\text{Денежные средства}}{\text{Собственные оборотные средства (Итог II - Итог V)}}$$

Для нормально функционирующего предприятия этот показатель обычно меняется в пределах от 0 до 1. При прочих равных условиях рост показателя в динамике рассматривается как положительная тенденция.

Анализ ликвидности баланса предприятия.

Ликвидность баланса предприятия – это степень покрытия обязательств предприятия его активами, срок превращения которых в денежную форму соответствует сроку погашения обязательств.

Анализ ликвидности предприятия по базовым коэффициентам должен дополняться одновременно анализом структуры активов и пассивов баланса по классу ликвидности. В приведённых ниже таблицах приведены в порядке убывания возможности их быстрой реализации (ликвидности) от наивысшего класса А1 (П1), до низшего класса А4 (П4).

Все активы предприятия в зависимости от степени ликвидности делятся

на 4 группы:

Группа		на начало отчёт. периода	на конец отчёт. периода
A1	Наиболее ликвидные активы (денежные средства и краткосрочные финансовые вложения)		
A2	Быстрореализуемые активы (дебиторская задолженность и прочие оборотные активы)		
A3	Медленно реализуемые активы (Запасы - Расходы будущих пер. + НДС + Долгосроч. Фин. вложения)		
A4	Труднореализуемые активы (все внеоборотные активы, кроме долгосрочных фин. вложений)		

По итогам данной таблицы необходимо выяснить, активы каких классов ликвидности заняли наибольший и наименьший удельные веса в структуре активов предприятия по состоянию на начало и конец отчётного года.

Стойкое сохранение тенденции к преобладанию активов низших классов ликвидности не характеризует положительно платёжеспособность предприятия.

Пассивы группируются в зависимости от срочности их погашения:

Группа		на начало отчёт. пер.	на конец отчёт. пер.
П1	Наиболее ликвидные сочные обязательства (Кредиторская задолженность)		
П2	Краткосрочные пассивы (краткосрочные кредиты и займы)		
П3	Долгосрочные пассивы (долгосрочные кредиты и займы)		
П4	Постоянные пассивы (собственные средства предприятия)		

В структуре пассивов предприятия необходимо так же как и в

структуре его активов выявить доля каких пассивов преобладает на данном предприятии. Необходимо так же рассмотреть их долю в процентном соотношении на начало и на конец отчётного периода, остались ли они на том же уровне или нет.

Анализ изменения ликвидности баланса, избыток (недостаток) средств по группам:

	Ан	Пн	абсолют. отклон., (+, -)	Ак	Пк	абсолют. отклон., (+, -)
1						
2						
3						
4						

В этой таблице рассчитываются абсолютные отклонения активов от пассивов предприятия по классам ликвидности (1,2,3,4) и по отчётной дате – на начало отчётного периода (Ан и Пн) и на конец отчётного периода (Ак и Пк).

Выполнение условий ликвидности:

Условия ликвидности	Выполнение условий ликвидн.		Результат расчёта		
	на начало отчёт. пер.	на конец отчёт. пер.	на начало отчёт. пер.	на конец отчёт. пер.	
1	2	3	4	5	
A1>=П1	да/нет	да/нет			текущая ликвидность перспектив. ликвидность
A2>=П2	да/нет	да/нет			
A3>=П3	да/нет	да/нет			
A4<=П4	да/нет	да/нет			

По итогам этой таблицы необходимо выявить, является ли баланс ликвидным, т.е. выполняются ли условия ликвидности:

а) соотношение наиболее ликвидных активов к наиболее срочным обязательствам;

б) соотношение краткосрочных пассивов, т.е. краткосрочных кредитов банка к быстрореализуемым активам;

в) соотношение медленно реализуемых активов к долгосрочным

пассивам;

г) соотношение труднореализуемых активов к постоянным пассивам.

Если срочные обязательства превышают наиболее ликвидные активы, а это значит, что кредиторская задолженность предприятия больше, чем имеется у предприятия денежных средств. Так же следует отметить, если краткосрочные пассивы, т.е. краткосрочные кредиты банков превышают быстрореализуемые активы, то у предприятия возникают реальные сложности с погашением кредитов в срок, ему придется прибегнуть к поиску других источников средств, возможно, труднореализуемых активов, т.к. имеющихся денежных средств явно недостаточно.

Баланс предприятия нельзя считать ликвидным, если из четырёх условий не выполняется хотя бы одно.

IV этап. Анализ и оценка финансовой устойчивости предприятия.

Одна из важнейших характеристик финансового состояния предприятия – стабильность его деятельности с позиции долгосрочной перспективы. Поэтому возникает проблема оценки способности предприятия отвечать по своим долгосрочным финансовым обязательствам – в этом суть финансовой устойчивости предприятия. В основе соответствующей методики оценки - расчёт показателей, характеризующих структуру капитала (долгосрочных источников) и возможности поддерживать данную структуру.

1. Коэффициент концентрации собственного капитала (k_{10}).

Этот коэффициент характеризует долю собственности владельцев предприятия в общей сумме средств, авансированных в его деятельность:

$$k_{10} = \frac{\text{Собственный капитал}}{\text{Всего источников средств (Итог баланса)}}$$

Чем выше значение этого коэффициента, тем более финансово устойчиво, стабильно и независимо от внешних кредиторов предприятие. Нормативным считается значение 0,5 и выше. Дополнением к этому

показателю является **коэффициент концентрации привлечённых средств** – их сумма = 1 (или 100%).

2. Коэффициент концентрации привлечённых средств (k_{11}).

Этот коэффициент указывает, какая доля привлечённого капитала (краткосрочные и долгосрочные обязательства) в общей сумме средств, вложенных в предприятие:

$$k_{11} = \frac{\text{Привлечённые}_\text{средства}(\text{ИтогIV} + \text{ИтогV})}{\text{Всего}_\text{источников}_\text{средств}(\text{Итог}_\text{баланса})}$$

Нормативная величина этого коэффициента меньше или равна 0,4.

3. Коэффициент финансовой зависимости (k_{12}).

Этот коэффициент является обратным к коэффициенту концентрации собственного капитала. Рост этого показателя в динамике означает увеличение доли заёмных средств в финансировании предприятия. Если его значение снижается до 1 (или 100%), это означает, что в каждом 1,25 руб., вложенном в активы предприятия, 25 коп. заёмные. На первый взгляд коэффициент выглядит достаточно неуклюже – целое относится к части.

4. Коэффициенты структуры долгосрочных источников финансирования.

Сюда входят два взаимодополняющих показателя: **коэффициент финансовой зависимости капитализированных источников (k_{13})** и **коэффициент финансовой независимости капитализированных источников (k_{14})**, исчисляемые соответственно по формулам:

$$k_{13} = \frac{\text{Долгосрочные}_\text{пассивы}(\text{ИтогIV})}{\text{Собственный}_\text{капитал}(\text{ИтогIII}) + \text{Долгосрочные}_\text{пассивы}}$$

$$k_{14} = \frac{\text{Собственный}_\text{капитал}}{\text{Собственный}_\text{капитал} + \text{Долгосрочные}_\text{пассивы}}$$

Очевидно, что сумма этих показателей равна 1. Рост коэффициента финансовой зависимости капитализированных источников в динамике является, в определённом смысле, негативной тенденцией, означая, что с позиции долгосрочной перспективы предприятие всё сильнее и сильнее

зависит от внешних инвесторов.

Доля же собственного капитала в общей сумме долгосрочных источников финансирования (k_{14}) должна быть достаточно велика. Указывают и нижний предел этого показателя – 0,6 (или 60%).

5. Уровень финансового левериджа (k_{15}).

Этот коэффициент является одной из основных характеристик финансовой устойчивости предприятия. Известны различные алгоритмы его расчёта; наиболее широко применяется следующий:

$$k_{15} = \frac{\text{Долгосрочные _ заёмные _ средства}}{\text{Собственный _ капитал}}$$

Экономическая интерпретация показателя очевидна: сколько рублей заёмного капитала приходится на один рубль собственных средств. Чем выше значение уровня финансового левериджа, тем выше риск, ассоциируемый с данной компанией, и ниже её резервный заёмный потенциал.

V этап. Анализ и оценка деловой активности.

Коэффициенты деловой активности позволяют проанализировать, насколько эффективно предприятие использует свои средства. Как правило, к этой группе относятся различные показатели оборачиваемости.

Показатели оборачиваемости имеют большое значение для оценки финансового положения компании, поскольку скорость оборота средств, т.е. скорость превращения их в денежную форму, оказывает непосредственное влияние на платежеспособность предприятия. Кроме того, увеличение скорости оборота средств при прочих равных условиях отражает повышение производственно-технического потенциала фирмы.

1. Коэффициент оборачиваемости активов (k_{16}).

Этот коэффициент характеризует эффективность использования фирмой всех имеющихся ресурсов, независимо от источников их привлечения, т.е. показывает, сколько раз за год (или другой отчётный

период) совершается полный цикл производства и обращения, приносящий соответствующий эффект в виде прибыли, или сколько денежных единиц реализованной продукции принесла каждая единица активов. Этот коэффициент варьируется в зависимости от отрасли, отражая особенности производственного процесса.

$$k_{16} = \frac{\text{Выручка от реализации}}{\text{Итого актива баланса}}$$

При сопоставлении данного коэффициента для разных компаний или для одной компании за разные годы необходимо проверить, обеспечено ли единообразие в оценке среднегодовой стоимости активов. Более того, показатель оборачиваемости активов при прочих равных условиях будет тем выше, чем изношеннее основные средства предприятия.

2. Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности (k_{17}).

По этому коэффициенту судят, сколько раз в среднем дебиторская задолженность (или только счета покупателей) превращалась в денежные средства в течение одного периода.

$$k_{17} = \frac{\text{Выручка от реализации}}{\text{Среднегод. стоимость чистой деб. задолж.}}$$

Несмотря на то, что для анализа данного коэффициента не существует другой базы сравнения, кроме среднеотраслевых коэффициентов, этот показатель полезно сравнивать с **коэффициентом оборачиваемости кредиторской задолженности**. Такой подход позволяет сопоставить условия коммерческого кредитования, которыми предприятие пользуется у других компаний, с теми условиями кредитования, которые предприятия предоставляет другим предприятиям.

3. Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности (k_{18}).

Этот коэффициент показывает, сколько компании требуется оборотов для оплаты выставленных ей счетов.

$$k_{18} = \frac{\text{Себестоимость}_\text{реализ.}_\text{продукции}}{\text{Среднегод.}_\text{стоимость}_\text{кредиторской}_\text{задолж.}}$$

Коэффициенты оборачиваемости кредиторской и дебиторской задолженности можно также рассчитать в днях. Для этого необходимо количество дней в году (360 или 365) разделить на рассмотренные показатели. Тогда можно узнать, сколько в среднем дней требуется для оплаты соответственно дебиторской или кредиторской задолженности.

4. Коэффициент оборачиваемости материально-производственных запасов (k_{19}) – отражает скорость реализации этих запасов.

$$k_{19} = \frac{\text{Себестоимость}_\text{реализованной}_\text{продукции}}{\text{Среднегод.}_\text{стоим.}_\text{матер-производств.}_\text{запасов}}$$

Для расчёта коэффициента в днях необходимо 360 или 365 дней разделить на значение данного коэффициента. Тогда можно узнать, сколько дней требуется для продажи (без оплаты) материально-производственных запасов. В ходе анализа этого показателя необходимо учитывать влияние оценки материально-производственных запасов, особенно при сравнении деятельности данного предприятия с конкурентами.

В целом, чем выше показатель оборачиваемости запасов, тем меньше средств связано в этой наименее ликвидной статье оборотных средств, тем более ликвидную структуру имеют оборотные средства и тем устойчивее финансовое положение предприятия (при прочих равных условиях).

Следует отметить, что в некоторых случаях, увеличение оборачиваемости запасов отражает негативные явления в деятельности компании, например, в случае повышения объёма реализации за счёт реализации товаров в минимальной прибылью или вообще без прибыли.

5. Длительность операционного цикла (k_{20}).

По этому показателю определяют, сколько дней в среднем требуется для производства, продажи и оплаты продукции предприятия; иначе говоря, в течение какого периода денежные средства связаны в материально-

производственных запасах.

$$k_{20} = \frac{365(\text{или } - 360)}{k_{17} + k_{19}}$$

6. Коэффициент оборачиваемости собственных средств предприятия (k_{21}).

По этому показателю определяют, на сколько уровень продаж превышает вложенный капитал, иными словами, сколько рублей чистой выручки от реализации приходится на каждый рубль вложенного капитала.

$$k_{21} = \frac{\text{Чистая}_\text{выручка}_\text{от}_\text{реализации}}{\text{Собственные}_\text{средства}(\text{ИтогIII})}$$

VI этап. Анализ и оценка показателей рентабельности

Важнейшим показателем, отражающим конечные финансовые результаты деятельности предприятия, является рентабельность. Коэффициенты рентабельности показывают, насколько прибыльна деятельность компании, т.е. характеризуют прибыль, полученную с 1 руб. средств, вложенных в финансовые операции либо в другие предприятия.

1. Коэффициент рентабельности активов (k_{22}).

Этот показатель показывает, сколько денежных единиц потребовалось фирме для получения одной денежной единицы прибыли, независимо от источника привлечения этих средств.

$$k_{22} = \frac{\text{Чистая}_\text{прибыль}}{\text{Среднегод.}_\text{стоим.}_\text{активов}_\text{предприятия}}$$

Этот показатель является одним из наиболее важных индикаторов конкурентоспособности предприятия. Уровень конкурентоспособности определяется посредством сравнения рентабельности всех активов анализируемого предприятия со среднеотраслевым коэффициентом.

2. Коэффициент рентабельности реализации (k_{23}).

Этот показатель показывает, сколько рублей приходится на долю

чистой прибыли из каждого рубля чистой выручки от реализации продукции.

$$k_{23} = \frac{\text{Чистая_прибыль}}{\text{Чистая_выручка_от_реализации}}$$

3. Коэффициент рентабельности собственного капитала (k₂₄).

Этот показатель позволяет определить эффективность использования капитала, инвестированного собственниками, и сравнить этот показатель с возможным получением дохода от вложения этих средств в другие ценные бумаги.

$$k_{24} = \frac{\text{Чистая_прибыль}}{\text{Среднегод._стоимость_собств._капитала}}$$

Рентабельность собственного капитала показывает, сколько денежных единиц чистой прибыли заработала каждая денежная единица, вложенная собственниками компании.

Для оценки уровня коэффициентов оборачиваемости и рентабельности полезно сопоставить эти коэффициенты между собой. Например, сравнить рентабельность всех активов с рентабельностью собственного капитала. Разница между этими показателями обусловлена привлечением компанией внешних источников финансирования. Положительной оценки в этом случае будет заслуживать такая ситуация, при которой компания посредством привлечения заёмных средств получает больше прибыли, чем должна уплатить процентов на этот заёмный капитал.

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 земельное владение, под которое выдается ссуда.

Капитал — это значительная часть финансовых ресурсов, авансируемая и инвестируемая в производство с целью получения прибыли.

Коэффициент производственного левериджа 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.

Список литературы

1. Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента. В 2-х т. Основы финансового менеджмента / И.А. Бланк. - М.: Омега-Л, Эльга, 2012. - 1330 с.
2. Бригхэм Ю. Ф. Финансовый менеджмент. Экспресс-курс. СПб.: Питер, 2013.
3. Данилин В. И. Финансовый менеджмент: категории, задачи, тесты, ситуации. Учеб. пособие. М.: Проспект, 2014.
4. Ковалев В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика. М.: Проспект, 2014.
5. Ковалев, В.В. Основы теории финансового менеджмента / В.В. Ковалев. - М.: Проспект, 2015. - 544 с.
6. Котелкин С. В. Международный финансовый менеджмент. Учебное пособие. М.: Магистр: ИНФРА-М, 2015.
7. Никулина Н. Н. Финансовый менеджмент организации. Теория и практика: Учебное пособие для студентов вузов, обучающихся по специальностям "Финансы и кредит", "Бухгалтерский учет, анализ и аудит", "Менеджмент организации" / Никулина Н.Н., Суходоев Д.В., Эриашвили Н.Д. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2015. - 511 с