

МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ АВТОНОМНОЕ
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
«САМАРСКИЙ НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ ИМЕНИ АКАДЕМИКА С.П. КОРОЛЕВА»
(САМАРСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ)

С.В. КЛИМЕНТЬЕВА

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Часть 2

Рекомендовано редакционно-издательским советом федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования «Самарский национальный исследовательский университет имени академика С.П. Королева» в качестве учебного пособия для обучающихся по основной образовательной программе высшего образования по направлению подготовки 38.03.02 Менеджмент

САМАРА
Издательство Самарского университета
2022

УДК 338(075)

ББК 65.9я7

К492

Рецензенты: д-р экон. наук, проф. А. Г. Лукин,
д-р ист. наук, проф. С. А. Мартышкин

Климентьева, Светлана Владимировна

К492 **Финансовый менеджмент:** учебное пособие. Часть 2 /
С.В. Климентьева. – Самара: Издательство Самарского уни-
верситета, 2022. – 84 с.

ISBN 978-5-7883-1779-3 (ч. 2)

ISBN 978-5-7883-1451-8

В пособии комплексно изложены теоретические основы финансового менеджмента, рассмотрены ключевые понятия и финансовые показатели, приведены контрольные вопросы и вопросы к экзамену. Содержание учебного пособия охватывает все темы, обязательные для изучения в соответствии с Федеральными государственными образовательными стандартами высшего образования по направлению подготовки 38.03.02 Менеджмент.

Предназначено для изучения дисциплины «Финансовый менеджмент» студентами дневной, заочной и очно-заочной форм, обучающихся по направлению подготовки Менеджмент.

Подготовлено на кафедре общего и стратегического менеджмента.

УДК 338(075)

ББК 65.9я7

ISBN 978-5-7883-1779-3 (ч. 2)

ISBN 978-5-7883-1451-8

© Самарский университет, 2022

ОГЛАВЛЕНИЕ

1. Финансовый анализ управленческих решений	4
1.1. Общие положения	4
1.2. Операции наращеня и дисконтирования.....	7
1.3. Анализ потоков платежей.....	10
1.4. Анализ и управление рисками.....	13
1.5. Учет рисков в финансовых операциях	16
2. Основные направления финансового управления	20
2.1. Политика финансирования деятельности предприятия.....	20
2.2. Инвестиционная политика организации	31
2.3. Управление оборотным капиталом организации	48
2.4. Формирование прибыли организации	56
2.5. Распределение чистой прибыли и дивидендная политика	60
2.6. Организация финансовой деятельности предприятия	67
Библиографический список	81

1. ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ УПРАВЛЕНЧЕСКИХ РЕШЕНИЙ

1.1. Общие положения

Деятельность предприятия в целом представляет собой совокупность управленческих решений, принимаемых постоянно всеми работниками во всех сферах его деятельности. Значительное число этих решений существенно влияет на финансово-экономическое состояние предприятия. Поэтому, хотя к финансовым решениям относятся только решения по формированию и распределению финансовых ресурсов, сотрудники финансовой сферы должны контролировать также финансовую составляющую решений, принимаемых в других сферах предприятия, давать их финансовую оценку.

На предприятии ведется предварительный и ретроспективный анализ финансовой составляющей решений. Предварительный анализ производится в интересах планирования, он основан на том, что финансовая составляющая решений всегда связана с движением денежных средств. Ретроспективный анализ решений имеет два вида: оперативный и итоговый. Итоговый анализ основан на анализе итоговой бухгалтерской и статистической отчетности в целом по предприятию, на концепции стоимости капитала и концепции компромисса между доходностью, ликвидностью и риском. Оперативный анализ связан с текущим контролем движения денежных средств и получения дохода.

Концепция денежного потока является основной концепцией финансового менеджмента. Поэтому анализ таких решений произ-

водится путем моделирования движения денежных средств, аналитического или табличного, и определения показателей, характеризующих эффективность этого движения. Эффективность движения денежных средств анализируется, в первую очередь, на основе концепции временной стоимости денег. Основными показателями эффективности движения денежных средств являются: чистый доход, чистый дисконтированный доход, эффективная процентная ставка, срок окупаемости. Кроме того, анализируется финансовая устойчивость решения путем анализа суммарного потока денежных средств от всех видов деятельности: инвестиционной, операционной, финансовой.

В целом, эффективными можно считать такие финансовые решения, которые способствуют достижению основных целей предприятия. Следовательно, основными критериями эффективности финансового решения является сохранение платежеспособности и финансовой устойчивости предприятия, низкие риски деятельности и рост его доходности. В целом, за продолжительный промежуток времени оценку эффективности финансовых решений можно выполнить на основе финансовой отчетности предприятия. Однако представляет интерес оперативная предварительная оценка каждого финансового решения, в том числе для выбора более эффективного решения из совокупности альтернатив.

В центре оценки эффективности финансовых решений лежит доходность, так как платежеспособность, финансовая устойчивость и риски являются ограничивающими факторами, то есть, нельзя принимать решения рискованные, снижающие платежеспособность и финансовую устойчивость. Поэтому альтернативные решения должны вначале удовлетворять ограничениям по платежеспособности, рискам и финансовой устойчивости, а далее выбирается решение, превосходящее все остальные по доходности. При наличии решений, равных по доходности, выбирается решение,

обеспечивающее более низкие риски деятельности. Платежеспособность и финансовая устойчивость должны быть обеспечены обязательно.

Оценка основных свойств финансовых решений производится на основе анализа движения денежных средств. Анализ движения денежных средств может проводиться в аналитической или табличной форме, причем наибольшей наглядностью и общностью обладает табличная форма. Аналитическая форма используется обычно в теоретических целях. На основе анализа движения денежных средств определяется достаточность финансовых ресурсов для реализации решения (характеризующая финансовую устойчивость и риски), чистый дисконтированный доход и эффективная ставка (характеризующие доходность) и в ряде случаев срок окупаемости (характеризующий как доходность, так и риски). Для более точного представления о рисках используется анализ чувствительности и сценарный подход.

В теории оценки финансовых решений выделяют:

- оценку операций наращения и дисконтирования;
- анализ потоков платежей;
- анализ рисков и управление ими.

Контрольные вопросы

1. Почему необходимо оценивать финансовую эффективность решений в различных областях деятельности предприятия?
2. Какую концепцию считают основной в финансовом менеджменте?
3. Каким образом производится предварительный анализ финансовой составляющей решений, принимаемых в различных областях деятельности предприятия?
4. Какая концепция лежит в основе оценки эффективности движения денежных средств предприятия?

5. Что означает понятие «временная ценность денег»?
6. Каковы основные критерии финансовой оценки и решений?

1.2. Операции наращенния и дисконтирования

1. Простейшим видом финансовой операции является однократное предоставление в долг некоторой суммы P с условием, что через некоторое время t будет возвращена сумма $S > P$. Эффективность такой операции можно охарактеризовать одной из двух величин:

– темпом роста $i = (S - P) / P$, иначе этот показатель называют ставкой (нормой) процента, а разность $(S - P)$ – процентом. Наращенная сумма при этом равна:

$$S = P * (1 + i), \quad (1)$$

где $1 + i$ – множитель наращенния;

– темпом снижения $d = (S - P) / S$: например, продается долг с конечной суммой S по цене P : иначе – ставка (норма) дисконтирования. Дисконтированная (современная) сумма при этом равна:

$$P = S * (1 - d), \quad (2)$$

где $1 - d$ – дисконтный множитель.

Таким образом, обе ставки, процентная и дисконтная, взаимосвязаны: $d = i / (1 + i)$.

Наиболее часто операция дисконтирования реализуется как банковский учет, поэтому ставку дисконтирования называют также учетной ставкой.

2. В зависимости от того, происходит или не происходит капитализация процентов (то есть присоединение процентов к сумме долга) различают простые и сложные проценты. При этом наращенная сумма за несколько периодов времени n составит:

$$S = P * (1 + ni), \quad (3)$$

если i – простая процентная ставка на данный период времени, при этом процент не присоединяется к исходной сумме по прошествии n единичных периодов времени.

$$S = P * (1 + i)^n, \quad (4)$$

если i – сложная процентная ставка на данный период времени, то есть, начисленный процент присоединяется к исходной сумме по прошествии каждого единичного периода времени. Если при этом выразить P через S , то:

$$P = S / (1 + i)^n. \quad (5)$$

Это означает приведение последующих выплат или поступлений к начальному периоду времени и называется математическим дисконтированием, величина $1 / (1 + i)^n$ – это множитель дисконтирования, а i – норма (ставка) дисконтирования. Математическое дисконтирование лежит в основе анализа большинства финансовых процессов.

Аналогично дисконтированная сумма при простых и сложных дисконтных ставках при n периодах дисконтирования составит:

$$P = S * (1 - nd), \quad (6)$$

если d – простая учетная ставка;

$$P = S * (1 - d)^n, \quad (7)$$

если d – сложная учетная ставка.

Обычно процентная и дисконтная ставки принимаются годовыми, а условия выплаты и присоединения процентов и промежутки времени могут быть различными, поэтому формулы несколько усложняются.

Пример 1. Определите сумму накопленного долга и проценты по ссуде к концу 2-го года, если ссуда дается в размере 5 млн руб. при простой процентной ставке 15% годовых и при той же, но сложной процентной ставке (проценты начисляют ежеквартально).

Решение.

1. Сумма накопленного долга при простой процентной ставке: 15%: $S = 5 (1 + 2 \cdot 0,15) = 6,5$ млн руб. Проценты начисляются и выплачиваются ежегодно в конце года по 750 тыс. руб.

2. Сумма накопленного долга при сложной процентной ставке 15%, проценты начисляются ежеквартально и капитализируются:

$$S = 5 (1 + 0,15 / 4)^8 = 6,712 \text{ млн руб.}$$

Пример 2. Номинальная цена векселя 200 тыс. руб. Банк покупает его, выплачивая 190 тыс. руб. за 6 месяцев до наступления срока платежа по векселю. Рассчитать учетный процент и учетную ставку по вексельному кредиту.

Решение.

Дисконт составляет: $200 - 190 = 10$ тыс. руб.

Учетная ставка: $(10 / 200) \cdot 2 \cdot 100\% = 10\%$.

Пример 3. Через 180 дней с момента подписания контракта должник уплатит 31 млн руб. Кредит предоставлен под 6% годовых (простая ставка). Определите, какую сумму получил должник в качестве кредита.

Решение.

Воспользуемся математическим дисконтированием:

$$P = 31 / (1 + 180 / 365 \cdot 0,06) = 30,1091 \text{ млн руб.}$$

Контрольные вопросы

1. Что представляет собой операция наращенния?
2. Как определяется процентная ставка в операциях наращенния? Что представляет собой капитализация процентов? Что представляет собой простая и сложная процентные ставки?

3. Как определяется наращенная сумма? Что представляет собой множитель наращения? Что представляет собой процент?
4. Что представляет собой операция математического дисконтирования? Что представляют собой множитель и норма дисконтирования в операциях математического дисконтирования?
5. Что представляет собой операция учетного дисконтирования?
6. Как определяется дисконтированная сумма в операциях учетного дисконтирования? Что представляет собой дисконт?

1.3. Анализ потоков платежей

Очень часто имеют место не разовые платежи, когда, например, выдан кредит и получена наращенная сумма в конце срока, а потоки платежей. Типичными являются примеры по поступлениям арендной платы, купонного дохода по облигациям, дивидендов по привилегированным акциям и т.д. Подобные денежные потоки, состоящие из постоянных последовательных платежей через равные промежутки времени, называют финансовой рентой или аннуитетом. Для них существуют аналитические формулы финансового анализа. При более сложных денежных потоках с неравными/непостоянными платежами расчеты ведутся табличными методами.

Рассмотрим финансовые ренты. Они разнообразны, различают срочные ренты (если срок аннуитета ограничен) и бессрочные – вечная рента, если поступления осуществляются неопределенно долгое время. Выплаты бывают годовыми и срочными (то есть несколько выплат в год). Начисление процентов может происходить раз в год, несколько раз в год или в конце всего периода. Если поступления происходят в начале периода (например, арендная плата вносится как предоплата в начале каждого следующего срока аренды), то это аннуитет пренумерандо, а если в конце – аннуитет постнумерандо.

Потоки платежей принято характеризовать следующими показателями их доходности:

- наращенная сумма – сумма всех членов последовательности платежей с начисленными процентами к концу срока;
- современная величина – сумма всех членов последовательности платежей, дисконтированная на некоторый момент времени с определенной процентной ставкой (имеется в виду не учет, а математическое дисконтирование).

Другими показателями, используемыми для различных видов финансовых инструментов и операций, являются ставка помещения (для облигаций), срок окупаемости производственных инвестиций, внутренняя норма доходности и т.п.

Рассмотрим основные соотношения.

Пусть в конце каждого года в течение 4 лет в банк вносится по R руб. Проценты начисляются в конце года по сложной процентной ставке $i\%$ годовых. Это аннуитет постнумерандо. Определим его наращенную сумму к концу срока:

1-й взнос в конце срока обратится в $R(1+i)^3$;

2-й взнос – $R(1+i)^2$;

3-й взнос – $R(1+i)^1$;

4-й взнос – $R(1+i)^0$.

Тогда к концу срока можно представить наращенную сумму в следующем виде:

$$S = R(1+i)^{n-1} + R(1+i)^{n-2} + \dots + R(1+i)^1 + R(1+i)^0 \quad (8)$$

То есть, получаем последовательность:

$$R(1+i)^0, R(1+i)^1, \dots, R(1+i)^{n-2}, R(1+i)^{n-1},$$

где R – размер ренты; i – ставка процента; n – срок ренты. Это геометрическая прогрессия, сумма которой равна:

$$S = R * \frac{[(1 + i)^n - 1]}{[(1 + i) - 1]} = \frac{R * (1 + i)^n - 1}{i} \quad (9)$$

– это наращенная сумма.

Аналогично можно найти современную величину ренты, то есть, приведенную к началу периода:

дисконтированная величина 1^{го} платежа равна $R / (1 + i)^1$;

2^{го} платежа – $R / (1 + i)^2$;

3^{го} платежа – $R / (1 + i)^3$;

4^{го} платежа – $R / (1 + i)^4$.

В общем случае тоже получается геометрическая прогрессия:

$R / (1 + i), R / (1 + i)^2, \dots, R / (1 + i)^{n-1}, R / (1 + i)^n$, сумма которой:

$$A = \frac{R * [1 - (1 + i)^{-n}]}{i} \quad (10)$$

– это современная (приведенная) величина.

Для аннуитета пренумерандо определение дисконтированной стоимости ведется аналогичным способом с учетом сроков поступления платежей.

Пример 4. Выгодна ли покупка облигации при следующих условиях: номинал облигации 120 руб. Срок погашения 3 года. Рыночная цена 102 руб. Рыночная процентная ставка 10%.

Решение.

Лучше использовать табличную форму представления данных:

Таблица 1. Решение примера в табличной форме

Годы	Инвестиции	Номинал	Всего	Чистые доходы	Кд (10%)	Дисконт
0	102			-102	1	-102
1					0,909	
2					0,826	
3		120	120	120	0,751	90,12
Всего		120	120	18		-11,8

Ответ: справедливая цена 90,12 руб., а продажная цена 102 руб., покупка облигации существенно невыгодна.

Контрольные вопросы

1. Что означают понятия «поток платежей» и «финансовая рента»? Перечислите виды финансовых рент.
2. Каковы основные показатели, характеризующие потоки платежей?
3. Как определяется наращенная сумма потока платежей?
4. Как определяется дисконтированная сумма потока платежей?

1.4. Анализ и управление рисками

Любые финансовые решения, как и все другие решения и деятельность предприятия в целом, связаны с рисками. По определению риск – это вероятность наступления некоторого нежелательного события или, иначе, риск – это вероятность потерь. Поэтому уровень риска оценивается на основе статистических мер рассеяния и характеризуется величинами как вероятности, так и потерь. Высокий уровень риска характеризуется высокой вероятностью больших потерь, низкий – малой вероятностью малых потерь, а также возможно высокой вероятностью очень малых потерь или очень малой вероятностью больших потерь. Высокие или малые величины вероятностей и потерь определяются людьми, следовательно, их значения субъективны.

С увеличением уровней риска растут потери от его осуществления и снижаются затраты на его уменьшение. Потому существуют оптимальные риски, к которым нужно стремиться. При отклонении уровня риска от оптимального в сторону меньших

рисков имеет место перестраховка, а при отклонении в большую сторону – авантюризм. Таким образом, риски должны быть сбалансированными, необходимо стремиться не к минимальным, а к оптимальным рискам, поэтому рисками необходимо управлять. В области управления финансами существуют специальные модели управления рисками, и каждый субъект должен выработать свои правила управления рисками. Для каждого источника рисков вырабатываются свои мероприятия по снижению рисков, которые оформляются в виде инструкций риск-менеджмента.

Риски могут быть связаны с неудачной производственной, коммерческой, финансовой деятельностью и будут различными в различных областях деятельности.

Риск в деятельности менеджера, в частности, финансового менеджера, присутствует всегда, и поэтому необходимо знать основы управления рисками. Управление рисками состоит в:

- определении всех рисков и их источников при принятии того или иного решения;
- выявлении влияния рисков на выходные параметры решения (оценка рисков);
- выборе методов и инструментов управления рисками различной природы;
- оценке результатов.

Первый этап представляет собой качественный анализ рисков и производится экспертными методами, второй этап – количественный анализ. На втором этапе используются как экспертные, так и расчетные методы.

Обычно при рассмотрении того или иного решения учет и оценка рисков без применения специальных методов их снижения показывают высокую вероятность потерь. Поэтому приходится принимать меры по управлению рисками. Однако все меры по снижению рисков, наряду со снижением уровня потерь, приводят к снижению выходного эффекта. Поэтому всегда суще-

ствует такой набор мер по управлению рисками, при использовании которого при заданной вероятности потерь имеет место максимальный эффект, то есть управление рисками – это решение задачи выбора оптимального набора инструментов управления рисками.

В связи с большим числом различных рисков используются различные методы и приемы управления рисками, которые делятся на: контролирование рисков, избежание (упразднение) рисков, удержание (поглощение) рисков, снижение рисков и передачу рисков.

Контролирование рисков – это возможность снижения потерь при материализации рисков. Для этого проводится мониторинг рисков для получения информации о возможной материализации рисков (например, банки следят за финансовым состоянием своих клиентов), проведение специальных организационно-технических мероприятий, например, по предотвращению утечки информации.

Избежание рисков – это уклонение от мероприятий, связанных с риском. Однако полностью риска избежать невозможно, не отказавшись от работы вообще.

Удержание риска – это оставление риска за участниками (например, это уверенность в возможности покрытия потерь за счет собственных средств, создание резервов для покрытия сомнительных долгов).

Передача рисков – один участник сделки передает ответственность за риск какому-то другому участнику сделки. Это осуществляется путем факторинга, форфейтинга или с помощью распределения рисков между участниками сделки, а также путем использования различных приемов страхования.

Снижение рисков – это сокращение вероятности и объема потерь путем использования перечисленных выше мер.

Для снижения рисков используются различные приемы:

- диверсификация – процесс распределения рисков (работа в разных областях, портфельные инвестиции, работа на разных рынках, с разными поставщиками и т.д.);
- получение дополнительной информации о выборе и результатах (исследование рынков, изучение поставщиков и других агентов рынка и т.д.), то есть выяснение степени риска с целью принятия мер по его снижению;
- лимитирование, нормирование, установление правил и процедур. Сюда относятся: установление пределов и норм сумм расходов, продаж, кредита и т.п. Это важный способ снижения рисков и применяется, например, банками при выдаче ссуд, при продаже товаров и услуг в кредит, предприятиями при составлении бюджетов и выделении средств на капитальное строительство и т.д.;
- самострахование – образование фондов в натуральном или денежном выражении;
- страхование – в специальных страховых компаниях. По существу, это снижение риска путем его передачи.

1.5. Учет рисков в финансовых операциях

В финансовой области чаще всего имеют место авантюрные риски и применяются все виды управления рисками. Наряду с этим зачастую с высокими рисками мирятся, но требуют соответствующей компенсации таких рисков повышенной доходностью и ликвидностью активов. В частности, оценкой вознаграждения за риск, связанный с ценными бумагами, является премия за риск, то есть доход, который требует инвестор сверх уровня, обеспечиваемого безрисковыми вложениями:

$$K_{тр} = K_{ф} + \text{РИСК}, \quad (11)$$

где $K_{тр}$ – требуемая ставка дохода, $K_{ф}$ – ставка дохода по безрисковым вложениям, РИСК- премия за риск.

Наиболее известной моделью учета рисков вложений в ценные бумаги является модель определения цены фиксированных активов (акций) – CAPM (Capital Asset Pricing Model). Эта модель определяет премию за риск при покупке акций, соотнося прошлые доходы предприятия или отрасли, в которой оно действует, с поведением фондового рынка в целом:

$$K_{тр} = K_{ф} + \beta (K_{рд} - K_{ф}), \quad (12)$$

где $K_{рд}$ – ставка рыночного дохода; β – коэффициент ковариации между динамикой курсов акций на фондовом рынке и динамикой курсов акций данной фирмы:

При $\beta = 1$ имеется полное соответствие – курс акций фирмы изменяется в том же направлении и с той же интенсивностью, что и средний курс акций на рынке (акции предприятия рискованны так же, как и акции всего рынка в среднем).

При $\beta < 1$ курс акций предприятия меняется в том же направлении, что и средний курс акций, обращающихся на рынке, но с меньшей интенсивностью (более стабильные акции), то есть эти акции менее рискованны, чем акции рынка в среднем.

$\beta > 1$ – акции фирмы более рискованны, чем акции в среднем.

Ставка рыночного дохода – это средняя величина доходности по акциям фондового рынка.

Одним из основных приемов снижения рисков в области инвестиций является диверсификация инвестиций, в частности, формирование портфеля ценных бумаг и портфеля инвестиций. Общая дисперсия доходности портфеля, состоящего из нескольких активов, гораздо меньше дисперсии доходности каждого из активов (в случае их независимости), так как риски активов будут уравновешивать друг друга. Чем больше различных независимых активов

в портфеле, тем меньше риск портфеля в целом. А если доходность каких-либо активов отрицательно коррелирована, то общая дисперсия доходности портфеля снижается в еще большей степени. Поэтому риск доходности такого портфеля гораздо ниже риска доходности каждого из составляющих его активов. Считается, что в портфель должны входить как малорискованные, так и высокорискованные инструменты. При этом главным является выбор типов ценных бумаг, составляющих портфель, в гораздо меньшей степени влияют сами ценные бумаги внутри типов и еще меньше влияет оценка времени покупки ценной бумаги. Это объясняется тем, что бумаги одного типа обычно сильно положительно коррелированы. Следовательно, основным фактором управления портфелем является выбор структуры портфеля в зависимости от цели инвестиций. Снижение риска путем диверсификации не может сделать его равным нулю, так как остается систематический (недиверсифицируемый) риск, одинаково воздействующий на доходность всех ценных бумаг. Для портфеля в целом коэффициент β равен:

$$\sum_{i=1}^n \beta_i * d_i = \beta_{\text{портф}}, \quad (13)$$

где β_i – значение β – коэффициента для i -го актива портфеля; d_i – доля i -го актива в портфеле; n – число финансовых инструментов в портфеле.

Пример 5. Определите требуемую доходность акций двух компаний, характеризующихся, соответственно, следующими рыночными показателями. Первое предприятие: $\beta = 1,6$. Второе предприятие: $\beta = 0,9$. Безрисковый уровень доходности Кф равен 5%. Средняя рыночная доходность Крд составляет 14%.

Решение.

$$K_{тp1} = 0,05 + 1,6 \cdot (0,14 - 0,05) = 0,194 \text{ (19,4\%)}$$

$$K_{тp2} = 0,05 + 0,9 \cdot (0,14 - 0,05) = 0,131 \text{ (13,1\%)}$$

Контрольные вопросы

1. Что означают термины «риск» и «финансовый риск»?
2. Что означают понятия «оптимальные риски», «перестраховка», «авантюризм»? К каким уровням риска целесообразно стремиться при принятии решений?
3. В каком направлении должно осуществляться управление рисками?
4. В какой последовательности производится управление рисками?
5. Каковы методы управления рисками? Дайте характеристику этих методов.
6. Какова особенность управления рисками в финансовых операциях?
7. Какие требования выдвигаются к более рискованным инвестициям?
8. Что означает термин «портфель», например, «портфель ценных бумаг», «портфель инвестиций»?
9. Какие основные принципы лежат в основе формирования портфелей инвестиций?
10. Что означает понятие «систематический риск»?

2. ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ

2.1. Политика финансирования деятельности предприятия

Общая политика предприятия вытекает из целей и задач менеджмента. В ее основе лежит необходимость удовлетворения интересов основных субъектов предприятия. Поэтому в основе финансовой политики лежит формирование оптимального баланса, соответствующего условиям платежеспособности и финансовой устойчивости предприятия, формирование необходимой прибыли, ее распределение в интересах владельцев предприятия, а также формирование соответствующего финансового механизма.

Финансовая политика включает:

- политику формирования финансовых средств для нормального финансирования операционной и инвестиционной деятельности и влияющую в первую очередь на финансовую устойчивость и платежеспособность предприятия;
- инвестиционную политику, оказывающую основное влияние на доходность предприятия;
- политику управления оборотными средствами, в основном влияющую на платежеспособность предприятия;
- учетную, налоговую и амортизационную политику, которые вместе с политикой оплаты труда и материально-технического обеспечения определяют формирование прибыли;
- дивидендную политику.

Эффективная финансовая политика в конечном итоге должна способствовать постоянному повышению ценности предприятия для его субъектов. В основе финансового управления лежит формирование финансовых ресурсов и обеспечение эффективного движения денежных средств.

В целом финансирование деятельности предприятия производится за счет доходов и привлеченных средств (внешнего финансирования).

Финансирование за счет доходов идет следующим образом. Полученные предприятием доходы и соответствующие им денежные средства в первую очередь направляются на погашение краткосрочных обязательств: начисленной заработной платы, налогов, обязательств перед поставщиками ресурсов. Эти деньги предстоит в ближайшее время выплатить. Оставшаяся часть доходов и денежных средств, соответствующая амортизационным отчислениям и чистой прибыли, остается временно свободной и носит название собственных средств предприятия.

Однако, в процессе деятельности предприятия, с одной стороны, имеют место задержки оплаты готовой продукции, а с другой стороны – несоответствие денежных потоков от реализации продукции (которые являются регулярными) требованиям по оплате материалов, закупок оборудования и производства строительно-монтажных работ (которые являются периодическими и требуют значительных единовременных сумм). В связи с этим возникают кассовые разрывы, которые могут быть покрыты лишь за счет дополнительных привлеченных средств.

В дополнение к собственным средствам предприятия используют привлеченные финансовые ресурсы на краткосрочной и долгосрочной основе, зачастую необходимые для финансирования развития. Также привлечение средств внешних источников может быть необходимо для получения желательной величины финансового рычага и реструктуризации пассивов.

К основным способами внешнего краткосрочного финансирования относятся коммерческий и банковский кредиты.

Коммерческий кредит предоставляется поставщиками товарно-материальных ценностей или посредниками и оформляется по-разному: векселем, открытым счетом; кроме того, разновидностью коммерческого кредита является обычная кредиторская задолженность, образующаяся ввиду существующей системы безналичных расчетов.

При коммерческом кредите обычно оформляют простой и переводной вексель. Для обеспечения соответствующей надежности такой вексель, как правило, поддерживается банком в форме авала (банковской гарантии оплатить вексель в случае его непогашения выпустившей фирмой). Также практикуется учет векселей банками и другие операции.

Переводной вексель (тратта) выписывается в том случае, когда фирма-поставщик переводит платежи фирмы-покупателя на третью фирму, которой должна сама фирма-поставщик (чаще всего это банк поставщика). При этом время движения денежных средств сокращается.

Краткосрочный банковский кредит имеет следующие формы: срочный кредит, контокоррентный кредит, овердрафт, учетный кредит, факторинг.

Срочный кредит оформляется кредитным договором. При этом банк перечисляет сумму кредита на расчетный счет заемщика. По истечении срока кредит погашается (с выплатой процентов по определенной схеме).

Контокоррентный кредит – это сочетание расчетного и ссудного счета (единый счет), по которому ведутся оплата поступивших расчетных документов и зачисление выручки. Когда средств клиента становится недостаточно для погашения обязательств, происходит его кредитование банком в пределах установленной

суммы. При этом сальдо счета становится дебетовым. Если сальдо кредитовое, то фактически клиент как бы кредитует банк и сам может получать проценты от него (обычно по ставке вклада «до востребования»).

При овердрафте кредитование происходит в рамках заранее оговоренных лимитов – в небольших размерах (около среднемесячного оборота) и на непродолжительный срок. Кредитный договор может дополнять обычный договор на обслуживание расчетного счета. При отсутствии у клиента средств на расчетном счете в момент необходимости проведения оплаты, средства со ссудного счета направляются на оплату, а позже возвращаются на него при поступлении средств на счет клиента.

Учетный кредит – это учет векселей банком, а также продажа банковских векселей. Вексель приобретается у банка и далее используется как платежное средство. При наступлении срока, указанного в векселе, векселедержатель предъявляет вексель банку для погашения (выплаты указанной в векселе суммы). При этом купившее вексель предприятие может, во-первых, расплатиться им при отсутствии денежных средств, а во-вторых, обратившись в банк получить также разницу между его номиналом и уплаченной ранее за него суммой (обычно она ниже). Благодаря операциям с векселями избегают срыва платежей в цепочке сделок.

Факторинг (от английского factor – посредник) – это продажа фактор-компания дебиторской задолженности предприятия. Обычно фактор-компания выплачивает сразу часть суммы дебиторской задолженности, а оставшуюся часть удерживает для покрытия риска неплатежа. После поступления от плательщика платежа на счет фактор-компания, она выплачивает оставшуюся часть суммы поставщику (за вычетом процентов и комиссионных).

Таким образом, краткосрочное финансирование призвано решить проблему платежеспособности (согласование ликвидности

активов и срочности пассивов) и, в конечном итоге, проблему снижения рисков деятельности.

Пример 6. Остаток денежных средств на счете клиента в банке – 180 тыс. руб. В банк поступили документы на оплату клиентом сделки на сумму 210 тыс. руб. Процент за овердрафт составляет 30% годовых. Поступление денег на счет клиента происходит через 10 дней после оплаты указанной сделки. Рассчитайте сумму овердрафта и процентный платеж по нему.

Решение.

Сумма овердрафта находится как разность между суммой, поступившей от клиента на оплату сделки, и остатком денежных средств на его счете: $210 - 180 = 30$ тыс. руб.

Таким образом, процентный платеж по овердрафту равен:

$$30 * \frac{10 * 30}{360 * 100} = 0,25 \text{ тыс.руб.}$$

Традиционными инструментами долгосрочного финансирования являются: эмиссия акций, эмиссия облигаций, долгосрочные банковские ссуды, инвестиционный налоговый кредит, долгосрочный товарный кредит и форфейтинг, аренда и лизинг. На международном уровне основными способами иностранного долгосрочного финансирования являются: прямое валютное финансирование, создание совместных предприятий, эмиссия еврооблигаций, кредитная линия.

Акции в общем случае бывают обыкновенными и привилегированными. Выпуск акций в обращении называется эмиссией и осуществляется: а) при учреждении акционерного общества (АО) и продаже акций его учредителям; б) при увеличении размеров уставного капитала путем дополнительной эмиссии акций. Эмиссия может проводиться путем частного размещения без публичного объявления среди заранее известного ограниченного числа ин-

весторов или путем открытой продажи с публикацией и регистрацией проспекта эмиссии среди потенциального неограниченного числа инвесторов. Во втором случае акции обращаются на рынке ценных бумаг (биржевом и внебиржевом). Котировка акций на бирже для крупных компаний служит индикатором успешности их деятельности и привлекательности для инвесторов и кредиторов. Однако компании обычно весьма неохотно проводят дополнительную эмиссию обыкновенных акций для привлечения дополнительных инвестиционных средств, поскольку это ведет к «разжижению» капитала, может быть нарушено сложившееся равновесие в управлении компанией с негативными последствиями в будущем. Часто это сопровождается снижением курса акций на бирже в среднем на 30% (то есть, рынок ожидает ухудшения финансово-экономических показателей компании).

Выпуск компанией облигаций (облигационный заем) на срок не менее одного года обычно предпочтительней дополнительной эмиссии акций. Облигации могут быть с купонным доходом и без него, с разными сроками и ставками выплаты купонного дохода, с разными сроками погашения, именные и на предъявителя. Бывают конвертируемые облигации, которые можно при определенных условиях обменять на обыкновенные акции данного АО. Тем самым АО обеспечивает также продажу и обыкновенных акций, как правило, по повышенному курсу.

Долгосрочные банковские ссуды (кредиты) выдаются для реализации конкретных эффективных проектов, обычно это делается под залог имущества или государственную гарантию. Ставка процента по ссуде во многом определяется надежностью заемщика или гаранта, а также уровнем инфляции и банковскими возможностями (например, банковский процент на международном финансовом рынке относительно низкий, а срок предоставления кредита и его размеры велики, но доступ к его ресурсам имеют лишь крупные устойчивые компании).

Специфическим видом кредитования является инвестиционный налоговый кредит, под которым понимается снижение налоговых платежей при условии заключения специального договора с налоговыми органами.

В случае продажи крупного объекта (здания, судна, самолета и т.п.) прибегают к операции «а форфэ» При форфетировании покупатель приобретает товар в условиях, когда у него нет необходимых денежных ресурсов, а продавец не может продать товар в кредит. В результате покупатель выписывает комплект векселей на общую сумму, равную стоимости товара и процентам за кредит, который как бы предоставляется покупателю. Сроки векселей равномерно распределены во времени. Продавец получает комплект векселей и далее учитывает его в банке (без права оборота на себя), получая деньги в начале сделки. Тем самым кредит предоставляется банком, который берет весь риск на себя. Также банк покупателя может выступить гарантом по сделке.

Финансовый лизинг является разновидностью аренды в отношении высокоэффективных активов – технически сложного оборудования для производства качественной продукции и услуг. В этом случае специальная лизинговая компания, обычно тесно связанная с банковскими структурами (или непосредственно банк), по заказу предприятия закупает и устанавливает на ее площадях оборудование, которое будет числиться на балансе лизинговой компании, а использоваться предприятием. В течение длительного срока (часто за срок полной амортизации оборудования) производственная фирма платит лизинговой компании лизинговые платежи, являющиеся, по сути, арендными платежами. Эти платежи должны покрывать выплату лизинговой компанией суммы кредита вместе с процентами, налога на имущество (который платит лизинговая компания) и все издержки, налоги и прибыль лизинговой компании (маржа). Основным преимуществом лизинга является воз-

возможность доступа производственной компании к дешевым банковским ресурсам, который, как правило, имеет лизинговая компания, и отсутствие хлопот по переговорам с поставщиками, доставкой и установкой оборудования – все это берет на себя лизинговая компания. Из этого следует, что лизинг наиболее удобен для малых и средних предприятий, не имеющих соответствующего штата и опыта и минимизирующих риск создания эффективных активов. После окончания срока финансового лизинга арендуемое оборудование переходит в собственность производственной фирмы.

Между организациями применяются две системы расчетов – наличная (средством платежа выступают наличные деньги) и безналичная (средством платежа выступают ценные бумаги, имеющие определенный денежный эквивалент, либо денежные документы, подтверждающие движение денег). С течением времени наличная система расчетов во все большей степени вытесняется безналичной в связи с присущими последней меньшими издержками и большей безопасностью. В наличной системе имеют место прямые денежные расчеты. В безналичной системе наибольшее распространение получили следующие формы: инкассовая, платежными поручениями, чековая, аккредитивная, клиринговая, вексельная, кредитные формы.

Инкассовая форма. Расчеты производятся после отгрузки продукции на основании акцепта покупателем предъявленного ему платежного требования, выписанного предприятием-поставщиком. Для нормального функционирования данной формы расчетов необходимо иметь отлаженную банковскую систему и эффективный государственный механизм контроля исполнения хозяйственных договоров. Эта форма расчетов наиболее удобна для покупателей.

Аккредитивная форма расчетов. При использовании этой формы в банке поставщика покупателем открывается аккредитив-

ный счет, с которого происходит оплата поставляемой продукции. Эта форма является наиболее надежной для продавца и пользуется особой популярностью в международных расчетах.

Расчеты платежными поручениями и чеками. При использовании этой формы расчетов плательщик заполняет специальный платежный документ – платежное поручение или чек, предъявление которого в банк означает поручение от владельца счета о перечислении определенной суммы денежных средств согласно реквизитам, указанным в документе. Обычно платежные поручения используют в расчетах с бюджетом, для перечисления аванса или предварительной оплаты. Чековая форма расчетов не нашла широкого распространения в РФ.

Клиринговая форма расчетов. Использование этой формы не предполагает обязательное наличие денежных средств на счете плательщика и используется обычно в кризисных условиях. В этом случае обслуживание расчетов, предполагающих взаимные поставки товаров и услуг, возможно без реального использования денежных средств путем зачета взаимных требований. При отсутствии прямых встречных поставок товаров (услуг) с помощью посредников выстраиваются цепочки взаиморасчетов. Процедура проведения зачета заключается в отборе платежных документов (обычно платежных требований), подлежащих зачету, зачислении на лицевые счета контрагентов сумм, указанных в платежных документах, определении сальдо по лицевым счетам и зачислении сальдо на расчетный счет соответствующего контрагента. Это предполагает участие в расчетах банка, в котором открыты счета обоих контрагентов.

Вексельная форма расчетов. Используются как простые, так и переводные векселя. Простой вексель выписывается плательщиком. Переводной вексель (тратта) выписывается кредитором и может передаваться от одного векселедержателя другому с помощью

передаточной надписи – индосамента. Чтобы застраховаться от возможной неплатежеспособности, последний векселедержатель может потребовать банковской гарантии – авалья векселя. Тем самым тратты и простые векселя могут играть роль средств платежа наряду с деньгами.

Кредитные формы расчетов. Это рассрочка или отсрочка платежей за поставленные товары или оказанные услуги. К ним относятся: коммерческий кредит, контокоррентный кредит, факторинг и др. Коммерческий кредит – это кредит поставщика товаров или услуг покупателю, заключающийся в предоставлении рассрочки или отсрочки платежа под определенный процент или при кратковременной отсрочке платежа – без начисления процентов.

Для систематизации процесса финансирования в помощь финансовым менеджерам разработана общая аналитическая схема – модель FRICTO.

FRICTO – это аббревиатура, означающая 6 этапов анализа проблем финансирования активов: гибкость (Flexibility), риск (Risk), доход (Income), контроль (Control), расчет времени (Time), другие вопросы (Other Issues).

Гибкость означает защищенность от катастрофических рисков. Кризис гибкости – это редкое, непредсказуемое событие, которое может угрожать самому существованию фирмы, например, опасный экономический спад, крупное стихийное бедствие и т.д. Такие события не исключают банкротства и закрытия фирмы и недиверсифицируемы. Резервами на случай кризиса гибкости являются разного вида страхование и дополнительные источники заемных средств. Анализ гибкости приводит к необходимости финансирования активов за счет собственного капитала.

Риск означает вероятность появления неблагоприятных событий гораздо меньшего размера, чем кризис гибкости, но гораздо более частых и разнообразных. К таким событиям готовятся путем накопления соответствующей информации и прогнозирования си-

туаций. Такие риски можно уменьшить приемами риск-менеджмента. Анализ рисков нацеливает менеджеров на постоянную заботу о краткосрочных нуждах предприятия, ликвидности и платежеспособности. Он тоже подталкивает к финансированию активов за счет собственных источников средств и к страхованию, заставляет финансировать долгосрочные проекты за счет долгосрочных источников. При этом необходимо учитывать, что дополнительный долг увеличивает суммы договорных обязательств, а величина выплачиваемых дивидендов зависит от самой фирмы.

Под этапом Доход понимается анализ влияния источников финансирования на доходность активов предприятия, то есть на повышение величины прибыли на акцию. Этот анализ должен способствовать выбору дешевых источников внешнего финансирования, приносящих наибольшую прибыль на собственный капитал, то есть за счет повышения финансового рычага и снижения стоимости капитала.

Контроль означает анализ того, как способ финансирования может повлиять на статус-кво компании, в частности, как может измениться баланс сил в акционерной компании, например, при выборе в качестве источника финансирования эмиссии акций. Если выпуск новых акций может повредить состоянию компании, то нужно воздержаться от такого способа финансирования.

Время означает две проблемы: определение последовательности финансовых решений во времени, когда спрогнозированы финансовые потребности предприятия в будущем, и состояния рынка капиталов на момент, когда потребуются финансирование.

Другие проблемы – объединяют все те, которые не вписываются непосредственно в предыдущие этапы, но важные для фирмы. В идеальном анализе FRICTO не имеют места.

В то же время прочная финансовая устойчивость может иметь место лишь при прочном экономическом положении предприятия, которое обеспечивается успешной маркетинговой, производствен-

ной и кадровой политикой и стратегией предприятия, работающего в динамичной внешней среде. Поэтому анализ конкретного предприятия должен включать как финансовый, так и всесторонний экономический анализ.

Контрольные вопросы

1. Что представляет собой финансовая политика предприятия?
2. Каковы основные направления финансовой политики предприятия?
3. Какую финансовую политику можно считать эффективной?
4. За счет каких источников производится финансирование деятельности предприятия?
5. Что представляют собой собственные средства предприятия?
6. Что означает термин «кассовые разрывы»?
7. Что означают термины: факторинг, овердрафт, лизинг?
8. Что означает кредиторская задолженность предприятия?
9. Каково назначение краткосрочных привлеченных средств?
10. Каково назначение долгосрочных привлеченных средств?
11. Перечислите основные системы расчетов и формы безналичной системы расчетов.
12. Что такое FRICTO?
13. Что представляют собой методы FRICTO?

2.2. Инвестиционная политика организации

Наиболее существенными финансовыми решениями являются решения об инвестициях, результаты операционной деятельности в значительной степени зависят от решений, принимаемых в области инвестиционной политики. Решения по инвестициям – это комплексные решения, затрагивающие все сферы деятельности

предприятия, многовариантные и, главное, многокритериальные, так как активы могут иметь различную стоимость, характеризуются различными текущими затратами, доходностью, ликвидностью, рисками. Таким образом, решения по инвестициям – это сложная задача многокритериальной оптимизации.

Основными вопросами, возникающими при управлении инвестициями, являются:

1. Выбор величины инвестиций. Минимальная величина инвестиций определяется степенью расхода материальных ресурсов и необходимостью их постоянного возобновления, а максимальная – возможностями рынка сбыта продукции, необходимостью совершенствования технологии производства продукции и возможностями привлечения финансовых ресурсов без ухудшения финансовой устойчивости и эффективности или без возникновения серьезных проблем для компании при увеличении собственного капитала. Избыток инвестиций, особенно за счет заемных средств, может существенно ухудшить финансовую устойчивость предприятия и привести его к банкротству.

2. Определение источников финансирования инвестиций. Основным источником финансирования являются собственные средства, наряду с которыми широко используются привлеченные источники. Собственные средства освобождены от требований немедленных выплат. Остальные денежные средства, соответствующие расходным статьям (зарплата, налоги, проценты и др.) требуют немедленных выплат и не могут использоваться для долгосрочного финансирования. Основными требованиями к источникам внешнего финансирования являются: низкая стоимость, длительные сроки возврата, удобная система погашения ссуды.

3. Оценка доходности и рисков различных вариантов инвестиций, их влияния на платежеспособность и финансовую устойчивость предприятия, отбор наиболее эффективных вариантов –

это осуществляется путем прогнозирования потоков платежей и вычисления показателей доходности и рисков каждого отдельного проекта.

4. Формирование портфеля инвестиций, исходя из финансовых возможностей предприятия, доходности и рисков инвестиций – это связано с прогнозом платежеспособности, финансовой устойчивости, доходности и рисков деятельности предприятия в целом, по плановым документам предприятия.

Инвестиции делятся на реальные и портфельные, нефинансовые и финансовые. Реальные инвестиции – это вложения, непосредственно связанные с развитием предприятия, то есть капитальные вложения и покупка других предприятий. Эти инвестиции могут быть как финансовыми, так и нефинансовыми. Портфельные инвестиции всегда являются финансовыми и представляют собой вложения в ценные бумаги, банковские депозиты, иностранную валюту, драгоценные металлы и др. Для производственных предприятий основными являются реальные инвестиции, а для финансовых организаций – финансовые, в частности, портфельные, не связанные с установлением контроля над другими предприятиями.

Вопросы анализа инвестиционных решений связаны с понятиями:

- цены капитала, так как от величины цены капитала зависит требуемая доходность активов, создаваемых в результате инвестиций;
- производственно-финансового рычага (левериджа), существенно влияющего на риск деятельности предприятия и определяющего цену капитала;
- критериев оценки эффективности инвестиций (в первую очередь доходности и рисков).

Эти понятия определяют правила, которыми должны руководствоваться менеджеры, решая вопрос об инвестициях.

Общим свойством всех источников финансирования является то, что их привлечение в рыночной экономике связано для предприятия с определенными затратами, то есть источники средств не бесплатны для предприятия: акционерам нужно выплачивать дивиденды, банкам – проценты за ссуды и т.д. Общая сумма средств, которую нужно уплатить за использование определенного объема финансовых ресурсов, выраженная в процентах к этому объему, называется ценой капитала (или более точно – стоимостью капитала), следовательно, ценой капитала является требуемая капиталом доходность активов.

В идеале предполагается, что высоколиквидные (текущие, малодоходные) активы финансируются за счет относительно дешевых краткосрочных источников, медленно реализуемые – за счет более дорогих среднесрочных источников, труднореализуемые – за счет относительно дорогих долгосрочных и бессрочных источников. Благодаря этому оптимизируется общая сумма расходов по привлечению средств – так как с ростом срока возврата средств растет риск инвесторов, и стоимость капитала повышается. Тем самым цена капитала связана с рисками, чем больше срок предоставления капитала – тем больше риск и тем выше цена капитала. Финансовый менеджмент стремится к снижению цены капитала путем формирования соответствующей структуры активов и пассивов и за счет стабильной, устойчивой работы предприятия с низким уровнем риска. Одним из путей доказательства стабильной работы предприятия является котировка его акций на фондовой бирже.

Концепция цены капитала – базовая в рыночной экономике. Она характеризует проценты, которые нужно уплатить владельцам финансовых ресурсов, а также характеризует ту норму рентабельности инвестируемого капитала, которую должны обеспечивать активы, чтобы не уменьшать свою рыночную стоимость. Тем са-

мым цена капитала является ключевым понятием финансового менеджмента.

Цена основных источников капитала определяется следующим образом:

Ссуда банка (кредит). Цена единицы такого источника:

$$K_{\text{банк ссуды}} = i * (1 - H), \quad (14)$$

где i – ставка процента, H_n – ставка налога на прибыль (если проценты за использование ссудой банка включаются в себестоимость продукции, поэтому цена единицы этого источника средств меньше, чем ставка процента)

Облигации, выпускаемые предприятием:

$$K_{\text{обл}} = i_n, \quad (15)$$

где i_n – ставка помещения, учитывающая как прошлый доход, так и различия в цене облигации и ее номинала.

Привилегированные акции (по сути, бессрочные облигации):

$$K_{\text{п а}} = D / C_{\text{п а}}, \quad (16)$$

где D – дивиденд; $C_{\text{п а}}$ – цена привилегированной акции.

Обыкновенные акции:

$$K_{\text{о а}} = D / C_{\text{о а}} + \Delta, \quad (17)$$

где D_n – прогнозное значение дивиденда; $C_{\text{о а}}$ – цена обыкновенной акции, Δ – ожидаемый темп прироста дивидендов.

Реинвестируемая прибыль: $K_{\text{рп}} \approx K_{\text{о а}}$, так как реинвестирование прибыли акционерами равносильно приобретению ими обыкновенных акций. Аналогично и для амортизационных отчислений, находящихся к тому же под налоговым щитом в связи с включением их в себестоимость продукции. Прекращение

начисления амортизации после окончания срока амортизации основного средства означает снятие налогового щита и необходимость возобновления этого средства путем финансирования за счет чистой прибыли.

Так как любое предприятие использует для финансирования своей деятельности различные источники, то средняя цена капитала может быть определена как средневзвешенная величина:

$$C_k = \sum_{i=1}^n K_i d_i, \quad (18)$$

где K_i – цена i -го источника капитала; d_i – удельный вес i -го источника средств в общей сумме.

Таким образом, цена капитала различных источников различна, поэтому цена капитала предприятия в целом зависит от структуры капитала и величиной цены капитала предприятия можно управлять, изменяя структуру капитала. Изменять структуру капитала возможно в следующих пределах: максимальной цена капитала будет при финансировании деятельности предприятия исключительно за счет собственных средств, а минимальной (равной нулю) – путем финансирования исключительно за счет кредиторской задолженности. Однако последний способ финансирования невозможен в связи с очень высоким уровнем риска деятельности предприятия и обязательным наличием уставного капитала. Поэтому менеджер выбирает такую структуру капитала, чтобы обеспечить минимально возможную величину цены капитала при достаточно низком уровне риска деятельности.

С точки зрения инвестиций экономический смысл цены капитала состоит в том, что предприятие может принимать любые решения инвестиционного характера, уровень рентабельности которых не ниже текущего значения цены капитала.

Обычно выделяют следующие классы реальных (прямых) инвестиций:

1. Вынужденные инвестиции – требования по доходности отсутствуют.

2. Сохранение позиций на рынке – требуемая доходность – не ниже 6%.

3. Обновление основных фондов – требуемая доходность не ниже 12%.

4. Экономия затрат – требуемая доходность не ниже 15%.

5. Увеличение доходов за счет роста производственных мощностей – требуемая доходность не ниже 20% (за счет роста рисков).

6. Рискованные инвестиции – захват новых рынков, использование новых технологий (что характеризуется высокими рисками) – требуемая доходность не ниже 25%.

Это усредненные ориентировочные значения, реальные требования зависят от общего экономического состояния фирмы, реальных значений рисков, доступности капитала и иных факторов, но в первую очередь от сложившейся цены капитала.

Показатель средневзвешенной цены капитала используется также как упрощенная оценка цены предприятия:

$$Ц_k \approx ЧП/Ц_k, \quad (19)$$

где ЧП – чистая прибыль к распределению; $Ц_k$ – цена капитала.

Цена капитала зависит от структуры капитала и рыночных факторов; при их изменении риски меняются. Например, чем выше риск в данной отрасли предпринимательства, тем выше должно быть вознаграждение собственникам капитала, тем выше цена капитала. От структуры капитала его цена зависит следующим образом: чем выше величина собственного капитала, тем выше цена капитала, и при этом снижается отдача на собственный капитал.

Таким образом, можно заключить, что:

1) цена капитала является стандартом доходности активов, так как доходность активов должна соответствовать цене источников финансирования этих активов;

2) цену капитала можно изменять, изменяя структуру капитала. Так как наибольшую цену имеет собственный капитал, то, снижая его долю, можно снизить общую взвешенную цену капитала. Следовательно, цена капитала зависит от соотношения между заемными и собственными источниками средств. Это соотношение называется финансовым рычагом.

С помощью увеличения финансового рычага (то есть путем увеличения обязательств по сравнению с собственным капиталом) улучшаются финансово-экономические показатели деятельности предприятия. При этом уменьшается цена капитала и тем самым расширяется спектр решений по инвестициям, возрастает величина прибыли на акцию, растут цены акций, появляется возможность увеличить зарплату, снизить цены на продукцию, то есть, появляется возможность в большей мере удовлетворить интересы субъектов предприятия – владельцев и работников предприятия. Однако при увеличении финансового рычага растет риск деятельности, так как повышение ставки ссудного процента выше величины рентабельности основного капитала сразу приводит к противоположным результатам. При этом возможно банкротство предприятия из-за неудовлетворения интересов государства и поставщиков, и, возможно, работников предприятия (невыплата заработной платы). Следовательно, существует оптимальное соотношение между собственными и заемными средствами, при котором, с одной стороны, цена капитала будет достаточно низкой, а с другой стороны – риск будет допустимым.

В общем случае эффект финансового рычага равен:

$$\mathcal{E}_{\text{фл}} = (1 - H_{\text{п}})(P - i)(\text{ПК}/\text{СК}), \quad (20)$$

где $\mathcal{E}_{\text{фл}}$ – эффект финансового рычага; $H_{\text{п}}$ – ставка налога на прибыль; P – рентабельность основного капитала; i – ставка процента, $(\text{ПК} / \text{СК})$ – коэффициент соотношения привлеченных и собственных средств (собственно сам рычаг); ПК – привлеченный капитал, СК – собственный капитал.

Например, пусть $H_{\text{п}} = 30\%$, $P = 50\%$, $i = 40\%$, $(\text{ПК} / \text{СК}) = 0,6$, тогда $\mathcal{E}_{\text{фр}} = 4,2\%$, то есть отдача на собственный капитал (рентабельность собственного капитала) повысится относительно экономической рентабельности активов на 4,2%. Однако, если вдруг уменьшится величина экономической рентабельности или возрастет величина ссудного процента, то есть пусть, например, рентабельность станет равной 40%, а ссудный процент 45%, то $\mathcal{E}_{\text{фр}} = -2,1\%$, то есть, эффект финансового рычага становится отрицательным.

Уровень финансового рычага измеряется показателем:

$$Y_{\text{фл}} = K_{\text{чп}}/K_{\text{вд}}, \quad (21)$$

где $K_{\text{чп}}$ – относительное изменение чистой прибыли; $K_{\text{вд}}$ – относительное изменение валового дохода. Другой способ расчета:

$$Y_{\text{фл}} = K_{\text{чп}}/(\text{ВД} - I_{\text{с}}), \quad (22)$$

где ВД – валовой доход (прибыль до налогообложения); $I_{\text{с}}$ – процент по ссудам и займам.

Уровень финансового рычага показывает во сколько раз относительное изменение чистой прибыли превосходит относительное изменение валового дохода. Например, если уровень финансового рычага равен 2, то это означает, что при возрастании валового дохода на 1% величина чистой прибыли увеличится на 2%, и наоборот, при сокращении валового дохода на 1% величина

на чистой прибыли уменьшится на 2% относительно предыдущего значения.

Другим фактором, влияющим на уровень риска деятельности предприятия и тем самым влияющим на цену капитала, является производственный (операционный) рычаг, уровень которого равен:

$$Y_{\text{пл}} = K_{\text{вд}}/K_{\text{ор}}, \quad (23)$$

где $K_{\text{вд}}$ – относительное изменение валового дохода, $K_{\text{ор}\%}$ – относительное изменение объема реализации. Другой способ расчета:

$$Y_{\text{пл}} = C \cdot Q_p / \text{ВД}, \quad (24)$$

где $C = Ц - V$; $Ц$ – цена единицы продукции; V – переменные затраты на единицу продукции; Q_p – объем реализации в натуральном выражении.

Уровень производственного рычага показывает, во сколько раз относительное изменение валового дохода превосходит изменение объема реализации, то есть, при значительной величине производственного рычага небольшие изменения объема реализации приводят к значительным изменениям валового дохода. Это существенно сказывается при снижении объема реализации. При этом, чем выше уровень условно-постоянных затрат, тем выше уровень производственного рычага и выше уровень риска деятельности предприятия. В свою очередь значительный производственный рычаг – это следствие повышения производительности труда за счет роста фондовооруженности, так как основной составляющей условно-постоянных затрат является амортизация. Тем самым научно-технический прогресс является основным и постоянно действующим фактором возрастания риска деятельности предприятия и увеличения цены капитала.

Производственный и финансовый рычаги обобщаются понятием производственно-финансового рычага:

$$Y_{л} = Y_{фл} \cdot Y_{пл} = K_{чп}/K_{ор} = C \cdot Q_p/ВД. \quad (25)$$

Уровень производственно-финансового рычага показывает, во сколько раз изменение чистой прибыли превышает изменение объема реализации, и чем выше величина производственно-финансового рычага, тем выше уровень риска деятельности предприятия. Так как производственно-финансовый рычаг включает в себя финансовый и производственный рычаги, а величина производственного рычага определяется технологическими факторами и исходит из необходимости повышения экономической эффективности производства и реализации продукции, то выбор возможной величины финансового рычага определяется величиной существующего на предприятии производственного рычага.

Инвестиции непосредственно влияют на производственный рычаг (изменяя условно-постоянные затраты), а через выбор источников финансирования инвестиций они влияют на финансовый рычаг и тем самым на цену капитала. В то же время цена капитала выступает нормативом при решении вопроса об инвестициях и любые инвестиции должны производиться так, чтобы их доходность с учетом рисков в целом была выше соответствующей цены капитала. Таким образом, принимая решения по инвестициям, финансовый менеджер должен учитывать возможные изменения цены капитала, рисков деятельности из-за изменения финансового и производственного рычагов и взаимосвязи цены капитала и рисков деятельности.

Портфель – это объединение двух и более инструментов, чаще всего финансовых. Управление портфелем заключается в нахождении такой его структуры (видов и долей инструментов в портфеле), которая при заданном риске обеспечивает его сбалансированную доходность и ликвидность. Эта задача решается с помощью двух основных принципов: диверсификации и отрицательной корреляции. При этом в портфель входят различные ви-

ды инструментов, а движение их стоимости будет разнонаправленным. В зависимости от степени риска различают портфели агрессивные (содержащие высокорискованные, но в то же время высокодоходные инструменты), умеренно-агрессивные и консервативные, содержащие низкорискованные, высоколиквидные, хотя и низкодоходные инструменты. В зависимости от способа получения дохода различают портфели роста, в которых для получения дохода используется волатильность (рост и падение цены) инструментов, и портфели дохода, ориентированные на получение текущего дохода в виде процентов, дисконтов, ренты, дивидендов.

На практике максимальное число различных инструментов, входящих в портфель, ограничивается 7–10. Дальнейшее их увеличение нецелесообразно, во-первых, с точки зрения усложнения управления портфелем, во-вторых, из-за повышения расходов на поиск и покупку небольших партий инструментов, и в-третьих, эффект от диверсификации при дальнейшем увеличении числа видов инструментов перестает расти, так как при правильном подборе инструментов общий риск портфеля стремится к величине системного риска.

Управление портфелем может осуществляться двумя способами. Активное управление заключается в постоянном отслеживании параметров портфеля и его быстром обновлении. При пассивном управлении портфелем периодически производится контроль его параметров, и портфель обновляется при выходе параметров за допустимые пределы.

Анализ эффективности инвестиций обычно производится путем определения показателей доходности с учетом рисков на основе анализа денежных потоков от различных видов деятельности. Общая методика анализа эффективности портфельных и реальных инвестиций, в принципе, одинакова и в случае финансирования

инвестиций за счет собственных средств использует понятие дисконтированной (современной) стоимости.

Долгосрочные финансовые вложения (портфельные) – это покупка акций других предприятий, вложения в облигации и другие долгосрочные ценные бумаги с целью получения дохода от владения или спекулятивной игры. При этом объем покупаемых ценных бумаг не позволяет установить контроль над предприятием или влиять на решения, принимаемые на нем. Поэтому финансовые вложения имеют смысл в случае, если доходность финансовых инструментов выше соответствующей цены капитала с учетом риска вложений. Таким образом, для оценки эффективности инвестиций необходимо определить для этих ценных бумаг эквивалентную ставку помещения (для портфеля в целом) и сравнить ее с ценой капитала. Обычно ценные бумаги привлекательны тем, что стоимость их единицы не очень высока, они практически не требуют текущего обслуживания и часто обладают достаточно высокой ликвидностью.

Краткосрочные финансовые вложения производятся, в основном, лишь для сохранения стоимости. Поэтому требования к их доходности ниже, чем для долгосрочных финансовых вложений, но гораздо выше требования к их ликвидности. Долгосрочные ценные бумаги, которые предприятие приобретает как ликвидное средство с целью реализации в течение года, в бухгалтерском учете относят к краткосрочным финансовым вложениям, так как их основным свойством является ликвидность.

Конечно, наибольший интерес для производственных предприятий представляют инвестиции в основные фонды. Причем к таким инвестициям также приравнивается покупка других предприятий. Существует официальная методика сравнительной оценки эффективности инвестиционных проектов.

В основе сравнительной оценки эффективности реальных инвестиций также лежит концепция цены капитала. Инвестиции в основные фонды – долгосрочные, поэтому основным требованием к ним является доходность. К тому же они наименее ликвидны среди всех активов. Поэтому при оценке и сравнении между собой различных проектов используют внутреннюю норму доходности – IRR (Internal Rate of Return) – расчетную ставку процента, при которой капитализация регулярно получаемого дохода дает сумму, равную инвестициям. Эту величину сравнивают с ценой капитала. IRR определяется из выражения:

$$\sum_{t=t_H}^{t_k} Gt * (1 + q)^{t_p-t} = \sum_{t=t_H}^{t_k} Kt * (1 + q)^{t_p-t}, \quad (26)$$

где G_t – доход в периоде t ; q – ставка процента (IRR); t_H – период начала реализации процента; t_k – период окончания реализации проекта; t_p – период приведения; K_t – инвестиции в периоде t .

То есть нужно найти такое значение $q = \text{IRR}$, при котором это равенство соблюдается. Величина IRR сравнивается с ценой капитала и делается вывод о целесообразности инвестирования при $\text{IRR} > \text{Цк}$. Обычно эта оценка имеет ряд недостатков (например, не учитывает общих размеров инвестиций) и это приводит к тому, что при сравнении проектов этот показатель иногда используется как ограничительный (сравнение производится только с ценой капитала).

Другим критерием отбора проектов является показатель чистого приведенного дохода (NPV – Net Present Value) – показатель современной (дисконтированной) величины чистых доходов:

$$\text{NPV} = \sum_{t=t_H}^{t_k} (Gt - Kt) * (1 + q)^{t_p-t}, \quad (27)$$

где q – ставка дисконтирования, обычно равная цене капитала.

После определения NVP делается вывод: при $NVP < 0$ проект отвергается, как не обеспечивающий покрытия чистой доходностью цены источника средств. Из нескольких альтернативных проектов отбирается проект с наибольшей величиной NVP .

В качестве критерия, оценивающего проекты на коротких временных интервалах, используется срок окупаемости инвестиций, который определяется как $PP = T$ (Payback Period), при котором:

$$\sum_{t=1}^T Gt * (1 + q)^{t_p-t} = K, \text{ где } K = \sum_{t=1}^T Kt * (1 + q)^{t_p-t}. \quad (28)$$

Предпочтение отдается проекту, имеющему меньший срок окупаемости.

Анализ проектов в условиях инфляции и рисков. При оценке проектов необходимо учитывать влияние инфляции. Проще всего это выполнить корректировкой коэффициента дисконтирования.

Например, инвестор вкладывает средства в проект исходя из 10% годовых. Значит, 1 млн руб. в начале года и $1 * (1 + 0,1)^1 = 1,1$ млн руб. в конце года имеют для него одинаковую ценность. Пусть инфляция составляет 5% в год. Тогда, чтобы сохранить покупательную способность 1,1 млн руб. в конце года необходимо скорректировать эту величину на индекс инфляции: $1,1 * 1,05 = 1,155$ млн руб., то есть в расчетах должно фигурировать не 10%, а 15,5%. Следовательно, процентная ставка P с учетом инфляции находится из выражения: $1 + P = (1 + i) (1 + r)$, где r – коэффициент инфляции; i – ставка процентов без учета инфляции. Можно учесть инфляцию и прямым методом, это наиболее точный, но и более трудоемкий путь. Основная проблема влияния инфляции на денежный поток состоит в неравномерности ее воздействия на

различные виды активов и обязательств, а также в вероятностном характере изменения ее уровня.

Учет рисков при анализе проектов чаще всего выполняется на основе экспертных оценок. При этом по каждому проекту строят несколько различных прогнозов денежных поступлений: пессимистический, наиболее вероятный, оптимистический, и далее рассчитывают $NPV_{\text{средн}}$ и среднее квадратическое отклонение NPV , считая, что распределение NPV нормальное.

Пример 7. Инвестиционный портфель содержит облигации со следующими параметрами (табл. 2):

Таблица 2. Исходные данные

Облигации	Количество	цена, тыс. руб.	номинал, тыс. руб.	срок, годы	купонный доход, %	число выплат в году
1.	294	8,5	8	3	20	1
2.	417	6	8	3	—	-

Составьте таблицу платежей и поступлений, определите величину чистого дохода, ставку помещения для портфеля и чистый дисконтированный доход при среднерыночной ставке 10%.

Решение.

Таблица 3. Таблица платежей и поступлений

Показатели	0	1	2	3	всего
ИД	5001				5001
ОД		470,4	470,4	6158,4	7099,2
ЧД=ОД-ИД	-5001	470,4	470,4	6158,2	2098,2
Кд (10%)	1	0,909	0,826	0,751	
NPV	-5001	427,6	308,5	4624,8	359,9

1. Чистый доход равен 2098,2 тыс. руб., NPV равен 359,9 тыс. руб.

2. Ставка помещения портфеля больше 10%, т.к. NPV больше 0. (графическим методом IRR ~ 13%).

Контрольные вопросы

1. Что представляет собой инвестиционная политика предприятия?

2. Какие основные вопросы возникают при управлении инвестициями?

3. С какими понятиями связаны вопросы анализа инвестиционных решений?

4. Что представляет собой финансовый рычаг, чем он характеризуется и как определяется?

5. Что представляет собой производственный рычаг, чем он характеризуется?

6. Что представляет собой производственно-финансовый рычаг? Как он определяется?

7. Что представляют собой постоянные и переменные затраты?

8. Что означает термин «точка безубыточности»?

9. Дайте определение понятию «цена капитала» и его составляющих.

10. Каковы основные факторы, влияющие на величину цены капитала?

11. Как рассчитывается цена капитала?

12. Как можно управлять ценой капитала?

13. Что представляют собой прямые инвестиции? Портфельные инвестиции?

14. Что является основной задачей управления реальными и портфельными инвестициями?

15. Какова взаимосвязь доходности и риска портфельных инвестиций?

16. В чем состоит стратегия управления портфельными инвестициями?

17. В чем состоит общая методика анализа эффективности инвестиций?

2.3. Управление оборотным капиталом организации

Финансирование оборотных активов (оборотного капитала) связано, в основном, с обеспечением платежеспособности. Конечно, от оборотных активов зависит в определенной степени и доходность, но иначе, чем от внеоборотных активов: для повышения доходности необходимо оптимизировать величину оборотных активов. Ввиду плохого управления оборотным капиталом может наступить банкротство предприятия, хотя доходность внеоборотных активов может быть при этом достаточно высокой.

Основные компоненты оборотных средств – это запасы (производственные запасы, незавершенное производство, готовая продукция), дебиторская задолженность, денежные средства и краткосрочные финансовые вложения.

Вложения в производственные запасы связаны со складскими расходами, риском порчи и хищений, а также с вмененной стоимостью капитала, то есть возможностью использовать инвестиции с более высокой доходностью. Однако недостаток производственных запасов может привести к производственным простоям, повышенным транспортным расходам из-за доставки материалов малыми партиями, отсутствию скидок поставщиков. Следовательно, негативное влияние на деятельность предприятия оказывает как избыток запасов, так и их недостаток. Поэтому всегда возникает задача оптимизации величины производственных запасов, обычно

решаемая в рамках их нормирования. При этом подходы к нормированию различны для разных видов запасов. Производственные запасы занимают промежуточное место между внеоборотными активами и быстроликвидными активами, их ликвидность относительно невысока, а риск повышенный. Кроме того, большие запасы обычно увеличивают кредиторскую задолженность, что может привести к невыполнению обязательств из-за отсутствия денежных средств и далее это ведет к неустойкам, штрафам, потере доходов.

Величина незавершенного производства и запасов готовой продукции главным образом определяется технологическими факторами.

Дебиторская задолженность – это неоплаченные счета за поставленную продукцию и оказанные услуги. Основными задачами финансового менеджмента по управлению дебиторской задолженностью являются:

- определение нормальной величины дебиторской задолженности, исходя из обеспечения необходимой доходности активов;
- определение степени риска неплатежеспособности покупателей;
- контроль величины дебиторской задолженности путем сопоставления с ее нормальной величиной;
- расчет прогнозного значения резерва по сомнительным долгам;
- выработка рекомендаций по работе с потенциальными и фактически неплатежеспособными потребителями.

Вопрос ликвидности дебиторской задолженности в странах с устойчивой рыночной экономикой обычно решается с помощью вексельного обращения (путем учета векселей) и факторинга. Величина дебиторской задолженности оптимизируется, так как она

возникает также в связи с тем, что необходимо предоставлять кредиты потребителям, иначе снижается привлекательность условий поставок, то есть дебиторская задолженность возникает в результате реализации мер по стимулированию сбыта.

Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения представляют собой наиболее ликвидную часть оборотных средств. Основной задачей управления ими является правильный выбор их объема и соотношения между объемом денежных средств и ценных бумаг. Эта задача аналогична задаче оптимизации производственных запасов. Денежных средств должно быть достаточно для выполнения срочных обязательств, а остальные средства должны храниться в виде ценных бумаг или быть выгодно инвестированы. Их величина также оптимизируется.

Таким образом, основные финансовые проблемы управления оборотными средствами – это управление их доходностью, рисками и ликвидностью.

Основной проблемой управления оборотным капиталом является обеспечение платежеспособности предприятия. Основной управляемой переменной при этом является величина собственных оборотных средств, то есть управлять платежеспособностью – это управлять величиной собственных оборотных средств. Собственные оборотные средства (СОС) определяются как разность между оборотными активами и краткосрочными обязательствами:

$$\text{СОС} = \text{ОА} / \text{КО}. \quad (29)$$

Существуют 4 типовые стратегии управления оборотным капиталом, то есть стратегии управления величиной собственных оборотных средств.

Идеальная стратегия: все текущие активы финансируются за счет текущих обязательств, то есть СОС равны нулю. Это практически невозможно и не используется, так как очень рискованно, высока вероятность наступления банкротства.

Консервативная стратегия: это другая крайность – все текущие активы финансируются за счет капитала и долгосрочных обязательств, тоже практически не используется из-за низкой эффективности (при этом СОС максимальны). Это типичная стратегия удержания риска.

Агрессивная стратегия – развитие идеальной стратегии: системная часть оборотных активов финансируется за счет долгосрочных источников, а варьирующая часть – за счет текущих обязательств, то есть СОС равны системной части оборотных средств.

Компромиссная стратегия – системная часть оборотных средств и часть варьирующих средств финансируется за счет долгосрочных источников, оставшаяся часть варьирующих средств финансируется за счет текущих обязательств, эта стратегия находится между консервативной и агрессивной.

Все стратегии ранжируют по уровню СОС. Наименьшей величина СОС будет при идеальной стратегии, а наибольшей – при консервативной. В зависимости от уровня СОС меняется риск неплатежеспособности и доходность активов. При идеальной и консервативной стратегии доходность минимальна и существенно увеличивается при агрессивной и компромиссной стратегиях. В то же время риск имеет наибольшее значение при идеальной стратегии, несколько ниже при агрессивной, существенно ниже при компромиссной и минимален при консервативной стратегии. Поэтому компромиссная стратегия – это наиболее целесообразная (эффективная) стратегия. При этой стратегии довольно низкий уровень риска и достаточно высокая доходность.

Таким образом, в целом управление оборотными средствами сводится к оптимизации их величины и выбору суммы СОС.

Рассмотрим вопросы оптимизации некоторых элементов оборотных средств.

Дебиторская задолженность является предметом особой заботы в рыночной экономике, особенно опасной является значитель-

ная величина дебиторской задолженности во время инфляции. Так как управление дебиторской задолженностью является частью общей проблемы управления рисками, то большинство способов управления рисками пригодны в системе управления дебиторской задолженностью.

Управление дебиторской задолженностью предполагает, прежде всего, контроль за оборачиваемостью средств в расчетах – для этого выбирают соответствующую систему расчетов, ускоряющую прохождение денежных средств.

Большое значение имеет также определение условий оплаты товаров и услуг. В развитых странах наиболее распространена система оплаты «2/10 полная 30», которая означает, что

- потребитель получает 2% скидки при оплате товара в течение 10 дней с начала периода кредитования;
- потребитель оплачивает полную стоимость товара в период 11–30-й день кредитного периода;
- в случае неуплаты в течение месяца потребитель платит штраф в зависимости от момента оплаты.

Необходимо количественно определить желательную величину дебиторской задолженности, распределив достижение этой цели во времени.

Необходимо создать исполнительную структуру для выполнения этой цели, наделив руководителя по данному направлению значительными полномочиями. Так как воздействие на величину дебиторской задолженности оказывают работники различных служб, то в части управления дебиторской задолженностью этому руководителю должны быть подчинены работники этих служб. Соответственно, эти функции работников должны быть зафиксированы в их должностных инструкциях.

Должны быть разработаны стратегические направления управления дебиторской задолженностью, эти направления долж-

ны быть оформлены в виде целевых программ и закреплены за конкретными исполнителями. Исполнители должны быть соответственно мотивированы. Необходимо также постоянно координировать работу исполнителей, разработав систему планирования и контроля состояния дебиторской задолженности.

Контроль дебиторской задолженности включает, в том числе, ее ранжирование по срокам, обычно 0–30, 31–60, 61–90, 91–120, свыше 120 дней. Необходим контроль резерва. Обычно резерв начисляют в процентах к общей сумме дебиторской задолженности безнадежных долгов – от 1 до 6%. Доля безнадежных долгов находится в зависимости от периода, в течение которого дебитор обязуется погасить свою задолженность. В общей сумме дебиторской задолженности со сроком до 30 дней примерно 4% относится к безнадежной, 31–60 дней – 10%, 61–90 дней – 17%, 91–120 дней – 26% и далее повышается на 3-4% при повышении срока погашения на 30 дней.

Необходимо разработать информационную систему для постоянного информирования о состоянии дебиторской задолженности и выявления узких мест, осуществлять оперативный и итоговый анализ.

Должно выполняться определенное соотношение между дебиторской и кредиторской задолженностью. Это связано с величиной добавленной стоимости предприятия. Чем больше величина добавленной стоимости, тем меньше должен быть кредитный период для дебиторов и тем больше – от поставщиков.

Риск непогашения дебиторской задолженности в срок снижают благодаря вексельному обращению и факторингу.

Непосредственно денежные средства неодоходны, а их стоимость со временем уменьшается из-за инфляции. Поэтому главная задача управления денежными средствами – нахождение компромисса между достаточным размером денежных средств для под-

держания ликвидности предприятия и постоянным инвестированием избытка денежных средств для обеспечения доходности. В общем случае необходимо определить:

- ежедневную сумму поступления денежных средств;
- оптимальное время для открытия краткосрочного кредита для поддержания ликвидности;
- сумму необходимых ежедневных платежей.

Предприятия с устойчивым финансовым состоянием могут иметь минимальный кассовый остаток либо обходиться без него, так как могут в любой момент обратиться в банк за краткосрочным кредитом для поддержания своей платежеспособности.

Размер денежных средств, который ежедневно должен находиться на расчетном счете предприятия определяется:

- компенсационным остатком, установленным обслуживающим банком;
- денежным остатком, необходимым для удовлетворения ежедневных потребностей для обслуживания ежедневных сделок, на непредвиденные расходы и т.д.

Расчет может производиться на основе модели Бемоля:

$$C = \sqrt{2 \cdot F \cdot T / r}, \quad (30)$$

где C – оптимальная сумма денежных средств на расчетном счете предприятия; F – средний размер ежедневных сделок; T – средняя сумма потребности в денежных средствах в течение месяца; r – доходность краткосрочных ценных бумаг.

В условиях экономической нестабильности предприятия придерживаются более агрессивных стратегий, а именно: политики нулевого счета (отсутствия свободных денежных средств ввиду их постоянного вложения в бизнес, если существует возможность краткосрочного финансирования текущих платежей), широкого

использования вексельного обращения, а также политики задержки выплаты зарплаты и других платежей, что, правда, чревато банкротством.

Пример 8. Составьте оптимальный баланс предприятия при следующих условиях: величина внеоборотных активов составляет 100 млн руб., а оборотных – 120 млн руб.

Решение.

Общая величина активов равна 220 млн руб. Собственный капитал должен покрывать полностью все внеоборотные активы и часть оборотных активов, поэтому он должен составлять не менее 100 млн руб., примем его размер 110 млн руб. Максимальное значение СОС равно величине оборотных активов и в данном случае составляет 120 млн руб. При выборе компромиссной стратегии величина СОС должна составлять 0,75 от СОСтах, то есть $0,75 \cdot 120 = 90$ млн руб. Следовательно, текущие обязательства должны составлять не более $A - BA - СОС = 220 - 100 - 90 = 30$ млн руб. Поэтому остальные пассивы должны покрываться долгосрочными обязательствами в размере: $A - СК - ТО = 220 - 110 - 30 = 80$ млн руб.

Таким образом, оптимальный баланс должен иметь вид (табл. 4):

Таблица 4. **Оптимальный баланс организации**

Активы	
Внеоборотные активы	100 млн руб.
Оборотные активы	120 млн руб.
Баланс	220 млн руб.
Пассивы	
Собственный капитал	110 млн руб.
Долгосрочные обязательства	80 млн руб.
Краткосрочные обязательства	30 млн руб.
Баланс	220 млн руб.

Контрольные вопросы

1. Каким образом с точки зрения управления оборотными активами можно представить их структуру?
2. Что является основной проблемой управления оборотными активами (оборотным капиталом)?
3. Какая величина характеризует стратегию управления оборотными активами?
4. Перечислите основные стратегии управления оборотным капиталом и их характеристики.
5. Перечислите и поясните основные методы управления дебиторской задолженностью.
6. Каким образом система расчетов влияет на оборачиваемость средств в расчетах?
7. Что означает система оплаты «2/10 полная 30»?
8. Каким образом должны соотноситься дебиторская и кредиторская задолженности?
9. Как риск непогашения дебиторской задолженности связан с использованием вексельного обращения и факторинга?
10. Каким образом определяется минимальный кассовый остаток на расчетном счете предприятия?
11. Что представляет политика нулевого счета?

2.4. Формирование прибыли организации

Прибыль – это основная цель предпринимательской деятельности и одна из основных целей предприятия, поэтому получение прибыли всегда находится в поле зрения финансового менеджмента. В бухгалтерском учете организации формирование прибыли отражается в отчете о финансовых результатах и происходит следующим образом.

Разность между выручкой от продаж и себестоимостью производства продукции образует валовую прибыль.

Разность между валовой прибылью и коммерческими и управленческими расходами образует прибыль от продаж. Эта прибыль определяется затратами на управление и на реализацию продукции.

Прибыль от продаж с операционными и внереализационными доходами за вычетом операционных и внереализационных расходов образуют прибыль до налогообложения.

Разность между прибылью до налогообложения и налогом на прибыль образует чистую прибыль, остающуюся на предприятии и подлежащую распределению по усмотрению его собственников. Достаточность чистой прибыли определяется ценой капитала собственников (рентабельностью на собственный капитал).

Также большое значение в настоящее время имеет определение маржинальной прибыли предприятия, при котором из суммы полученных доходов вычитают величину только переменных затрат. Это позволяет понять, насколько эффективно ведется непосредственное производство продукции или оказание услуг, поскольку сумма прибыли при этом напрямую зависит от количества произведенной продукции или оказанных услуг.

За рубежом большое распространение получили такие показатели, как EBIT и EBITDA. Величина EBIT равна прибыли до вычета величин налогов и процентов к уплате, а EBITDA – прибыль до вычета налогов, процентов к уплате и сумм амортизации. Они используются для определения рентабельности инвестиций и возможности предприятия к самофинансированию. Однако следует учитывать разные подходы к формированию отчетности на отечественных и зарубежных предприятиях.

Существенными факторами, влияющими на формирование прибыли, являются учетная и налоговая политика предприятия.

Учетная политика, включающая амортизационную политику, формируется главным бухгалтером и утверждается руководителем предприятия. Аналогично формируется налоговая политика. Учетная и налоговая политика изложены в специальных документах предприятия.

Амортизация с финансовой точки зрения – это списание капитализированных расходов предприятия. Порядок начисления амортизации по каждому виду активов должен быть указан в учетной политике предприятия. Начисление и списание амортизации в расходы текущего периода в значительной мере может влиять на прибыль текущего периода. Поэтому размеры амортизационных отчислений должны выбираться с одной стороны так, чтобы не было больших расхождений между прибылью различных периодов, а с другой стороны – позволяли бы производить эффективную техническую политику, совершенствовать технологию производства, повышать качество продукции, улучшать условия труда, повышать его безопасность и т.д. Списание амортизации должно сопровождаться накоплением средств в размере, позволяющем повышать эффективность производства. Контроль за целевым использованием начисленной амортизации целесообразно производить в рамках аналитического учета ввиду отсутствия специального счета в синтетическом учете.

Налоговая политика предприятия должна обеспечить оптимизацию налогового бремени с использованием разрешенных законодательством методов. Поэтому значительное влияние на финансовую работу предприятия оказывает налоговое законодательство. При этом речь идет о соответствии финансовой работы предприятия экономической политике государства, поощряющего с помощью налоговой политики определенные направления экономико-финансовой деятельности предприятия.

Каков же критерий тяжести налогов? В полном объеме финансовой наукой эта задача не решена, на практике часто руководствуются кривой Лафера, то есть зависимостью между доходами бюджета за счет сбора налогов и налоговыми ставками. Вначале при росте налоговых ставок доходы бюджета растут, достигая максимума при некотором размере налоговых ставок, а затем при дальнейшем возрастании налоговых ставок эти доходы падают. Снижение доходов бюджета с увеличением налоговых ставок объясняется падением деловой активности, вплоть до сворачивания бизнеса и массовым уклонением от налогов в связи с невозможностью обеспечить соответствующую доходность бизнеса. Однако величина налоговых поступлений зависит не только от налоговых ставок, но и в гораздо большей степени от величины налогооблагаемой базы. Поэтому различные государства наряду с мерами по увеличению собираемости налогов проводят политику налоговых щитов с целью уменьшения налогооблагаемой базы и, следовательно, налоговая политика предприятий должна использовать эти налоговые щиты при решении своих задач. Налоговый щит – это финансово-экономический инструмент, позволяющий в рамках действующего законодательства защитить доходы предприятия от излишнего налогообложения. Грамотное использование налоговых щитов позволяет предприятию повысить эффективность своей работы.

Финансовым менеджментом постоянно должна проводиться оптимизация налогов в рамках действующего законодательства.

Контрольные вопросы

1. Перечислите основные виды прибыли.
2. Что характеризуют валовая прибыль и прибыль от продаж?
3. Что представляют собой прибыль до налогообложения, EBIT и EBITDA и что они характеризуют?

4. Какой должна быть величина необходимой чистой прибыли?
5. Каким образом осуществляется управление формированием прибыли предприятия?
6. Поясните содержание термина «амортизация».
7. Каковы основные соображения по выбору величины амортизации?
8. Каков основной смысл налоговой политики предприятия?
9. Каково основное направление налоговой политики предприятия?
10. Поясните содержание термина «налоговый щит».

2.5. Распределение чистой прибыли и дивидендная политика

Распределение чистой прибыли в общем случае производится по следующим направлениям:

- непроизводительные расходы – штрафы, санкции, выплачиваемые из чистой прибыли;
- отчисления в фонды потребления на цели, связанные с выплатами персоналу из прибыли, содержание объектов социальной сферы, сверхлимитные расходы и др.;
- отчисления в фонд накопления на цели, связанные с капитальными вложениями в производство, в объекты социальной сферы, на прирост оборотных средств и др.;
- отчисления в резервный фонд;
- на выплату учредителям (дивиденды или часть прибыли).

Оставшаяся прибыль образует нераспределенную прибыль.

Конкретное распределение чистой прибыли находится в компетенции владельцев предприятия.

Реинвестированная прибыль, то есть прибыль, направленная на развитие предприятия (фонд накопления) в бухгалтерском учете представляет собой часть нераспределенной прибыли, так как соответствующие финансовые ресурсы увеличивают объем внеоборотных и оборотных активов.

Частью политики распределения чистой прибыли является дивидендная политика предприятия. Дивидендная политика – это политика выплаты дивидендов. Ее суть состоит в том, что она должна способствовать росту совокупного богатства инвесторов – в этом состоит основной подход к ее формированию. Основными вопросами дивидендной политики являются:

1. Стоит или не стоит компании выплачивать дивиденды?
2. Если стоит выплачивать, то каким образом?

Дивидендная политика оказывает значительное влияние на деятельность предприятия.

Упрощенно схему распределения чистой прибыли отчетного года можно представить следующим образом: некоторая часть чистой прибыли выплачивается в виде дивидендов, а другая часть – реинвестируется в активы предприятия. Реинвестированная прибыль наряду с амортизацией является внутренним источником финансирования деятельности предприятия, поэтому дивидендная и амортизационная политика определяют размер привлекаемых предприятием внешних источников финансирования и тем самым влияют на финансовый рычаг. В сущности, увеличение амортизационных отчислений приводит к сокращению прибыли, в том числе выплачиваемой акционерам в виде дивидендов, но в то же время способствует более быстрому обновлению капитала акционеров, повышая его доходность. При этом необходимо учитывать то обстоятельство, что амортизационные отчисления защищены налоговым щитом, использование амортизационных отчислений для возобновления капитала более выгодно по сравнению с реинвестированием чистой прибыли.

Основным вопросом дивидендной политики является ее влияние на совокупное богатство акционеров с учетом рисков. Если реинвестирование прибыли или увеличение амортизационных отчислений позволяют обеспечить более высокую доходность капитала акционерам за счет роста стоимости акций, то выплата дивидендов стоит предпочесть реинвестирование средств и увеличение амортизационных отчислений, в противном случае целесообразна выплата повышенных дивидендов. Таким образом, величина совокупного дохода акционеров за истекший период складывается из суммы полученного дивиденда и прироста курсовой стоимости акций, и необходима максимизация этого совокупного дохода акционеров. Определяя оптимальный размер дивидендов, менеджмент и владельцы должны оценить, как величина дивидендов может повлиять на цену предприятия в целом. Последняя, в частности, выражается в рыночной цене акций (капитализации), которая зависит от разных факторов: общего финансового положения компании на рынке товаров и услуг, размера выплачиваемых дивидендов, темпа их роста и др. В условиях постоянного роста дивидендов с темпом прироста (d) цена акций может быть вычислена по формуле Гордона:

$$PV = C \cdot (1 + d) / (r - d), \quad (31)$$

где r – приемлемая норма дохода; C – базовая величина дивиденда.

Определенные противоречия могут возникать и среди акционеров. Более богатые акционеры могут настаивать на реинвестировании всей прибыли, чтобы избежать налога; у относительно небогатых акционеров могут быть другие интересы.

Дивидендная политика тесно связана с проблемой «разжижения» права собственности. Под этим понимается появление новых акционеров, если выплачиваются высокие дивиденды, а для обес-

печения потребности в финансовых ресурсах предприятие прибегает к дополнительной эмиссии акций. Не желая этого, акционеры могут сознательно ограничивать размер дивиденда.

В условиях рынка информация о дивидендной политике компаний тщательно отслеживается аналитиками, менеджерами, брокерами и др. Сбои в выплате дивидендов, любые нежелательные отклонения от сложившейся в данной компании практики могут привести к понижению рыночной цены акций. Поэтому нередко предприятие вынуждено поддерживать дивидендную политику на достаточно стабильном уровне, несмотря на колебания конъюнктуры. Степень стабильности дивидендной политики для многих акционеров служит своеобразным индикатором успешной деятельности предприятия.

На дивидендную политику предприятия может оказать воздействие недостаточная ликвидность баланса, так как дивиденды в денежной форме могут быть выплачены, если у предприятия есть деньги на расчетном счете (или конвертируемые в деньги денежные эквиваленты), то есть предприятие может быть прибыльным, но не готовым к выплате дивидендов из-за отсутствия реальных денежных средств.

В различных странах дивидендная политика в той или иной степени регулируется законодательно. Кроме того, существуют национальные традиции в содержании дивидендной политики. При этом тенденции выплаты дивидендов в разных странах имеют различный характер. В большинстве стран законом разрешена одна из двух схем: на выплату дивидендов может расходоваться либо только прибыль (прибыль отчетного года и нераспределенная прибыль прошлых лет), либо прибыль и эмиссионный доход. Если предприятие неплатежеспособно или объявлено банкротом, выплата дивидендов в денежной форме, как правило, запрещена. Это связано с тем, что налогом облагаются только полученные акцио-

нерами дивиденды, а нераспределенная прибыль налогом не облагается, поэтому нередко компании не выплачивают дивиденды с тем, чтобы избежать налога.

Во многих странах величина выплачиваемых дивидендов регулируется специальными контрактами в том случае, когда предприятие хочет получить долгосрочную ссуду. Чтобы обеспечить обслуживание такого долга, в контракте, как правило, оговаривается либо нижний предел, ниже которого не может опуститься величина нераспределенной прибыли, либо минимальный процент реинвестируемой прибыли.

В мировой практике разработаны различные варианты дивидендных выплат.

Методика постоянного процентного распределения прибыли. Эта методика предполагает неизменность значения коэффициента «дивидендный выход», то есть $D_{oa} / P_{oa} = a\% = \text{const}$, в котором D_{oa} – дивидендные выплаты по обыкновенным акциям, P_{oa} – прибыль, доступная владельцам обыкновенных акций (чистая прибыль за вычетом выплат по привилегированным акциям). В этом случае, если предприятие закончило год с убытком, то дивиденд может вообще не выплачиваться. Такая методика характеризуется значительной вариацией дивиденда по обыкновенным акциям и ведет к колебаниям цены акций, а именно, снижение дивиденда снижает курс акций. Поэтому теория и практика финансового менеджмента не рекомендуют такую методику.

Методика фиксированных дивидендных выплат. Дивиденды на акцию выплачиваются регулярно в неизменном размере безотносительно к курсовой стоимости акций. Эта методика позволяет нивелировать влияние психологического фактора и избежать колебания курсовых цен акций, но требует соответствующей финансовой политики при условии успешного развития фирмы.

Методика выплаты гарантированного минимума и экстра-дивидендов. Это развитие предыдущей методики. Компания выплачивает регулярные фиксированные дивиденды, однако периодически в случае успешной деятельности акционерам выплачивают экстрадивиденды (разовые, в следующем году не обязательные). При этом премия не выплачивается слишком часто, так как она становится ожидаемой.

Методика выплаты дивидендов акциями. Вместо денег акционеры получают дополнительный пакет акций. Причины применения такой методики могут быть различными, например, в связи с низкой ликвидностью, или, напротив – в связи с быстрым развитием предприятия и реинвестированием прибыли. Возможны и другие причины – желание наделить успешно работающий высший управленческий персонал акциями и привязать их к фирме. При этом, по сути, акционеры не получают ничего, так как валюта баланса не изменилась, а они, по сути, как бы получили в виде ценных бумаг курсовую разницу в связи с ростом имущества фирмы, если бы при этом курсовая стоимость акций осталась прежней. Однако при такой выплате дивидендов (особенно свыше 20% от чистой прибыли, доступной владельцам обыкновенных акций) рыночная цена акций может существенно упасть, и тем самым акционеры вместо дивидендов получают убыток.

Курсовая цена акций и дивидендная политика взаимосвязаны, хотя жесткой формальной связи нет. Курсовая цена складывается под действием различных случайных факторов. Однако в финансовом менеджменте все же разработаны некоторые приемы искусственного регулирования курсовой цены, которые при определенных условиях могут оказать влияние на размер выплачиваемых дивидендов. К ним относятся дробление, консолидация и выкуп акций.

Дробление акций производится для повышения их ликвидности, так как при прочих равных условиях более низкие в цене ак-

ции более ликвидны. Валюта баланса и структура собственного капитала при этом не меняются, увеличивается лишь количество обыкновенных акций. Возможна и обратная процедура – консолидация акций – несколько старых за одну новую акцию. И то и другое сопровождается дополнительными расходами по выпуску ценных бумаг. Выкуп собственных акций разрешен не во всех странах. Выкуп акций используется в различных целях, например, для предоставления их своим работникам, для уменьшения числа владельцев компании, для повышения курсовой цены и т.д. В определенной степени операция выкупа своих акций влияет на совокупный доход акционеров.

Контрольные вопросы

1. Каковы основные направления распределения чистой прибыли?
2. Поясните термин «реинвестированная прибыль».
3. Какое из направлений распределения чистой прибыли не является необходимым?
4. Каково содержание дивидендной политики предприятия и в чем ее суть?
5. Из каких составляющих складывается совокупный доход акционеров?
6. Поясните термин «капитализация предприятия»?
7. Перечислите и поясните факторы, влияющие на дивидендную политику предприятия.
8. Перечислите основные методы выплаты дивидендов.
9. Перечислите основные методы влияния на курсовую цену акций предприятий.

2.6. Организация финансовой деятельности предприятия

Финансовая работа, проводимая на предприятиях, включает:

- формирование финансового механизма;
- текущую работу по финансированию, контролю и финансовому регулированию.

Основными проблемами финансового менеджмента являются:

- оптимизация величины и состава активов предприятия для достижения необходимой ликвидности, высокой доходности и низких рисков деятельности;
- оптимизация источников финансирования активов для реализации противоречивых целей снижения цены капитала и обеспечения финансовой устойчивости;
- постоянное обеспечение текущей платежеспособности предприятия путем согласования ликвидности активов и срочности платежей, для чего требуются постоянные притоки денежных средств.

Эти проблемы решаются на основе определенных принципов в рамках соответствующей организационной системы.

Основные принципы финансового управления можно сформулировать следующим образом.

1. Научность, то есть использование социально-экономических законов, методов прогнозирования и планирования, системы организации финансовой работы.

2. Рациональность и результативность, то есть достижение поставленных целей рациональным образом. С финансовой точки зрения это получение заданного эффекта при минимальных затратах, в том числе минимизация затрат на организацию системы управления финансами; эффект от системы управления должен многократно превышать затраты на ее организацию и поддержку.

3. Контроль и оценка результатов реализации финансовых решений, для чего необходима организация соответствующей системы финансового учета.

4. Ответственность за принятые или не принятые вовремя решения.

5. Координирование и сбалансированность финансовых решений.

6. Оптимальность, то есть выбор наилучших решений с учетом несовпадения целей.

7. Плановость и научное предвидение, то есть финансовые решения должны приниматься на регулярной, плановой основе, на основе предвидения развития экономических процессов, а не только в ответ на возникающие ситуации.

8. Нормирование и лимитирование ресурсов и показателей.

9. Оптимизация налогового бремени.

Ключевым вопросом в организации работы предприятия является постановка стратегических и тактических целей, на основе которых строятся маркетинговая и производственная политика и практическая деятельность. На основе маркетинговых исследований составляются основные планы предприятия: сбытовой, производственный, материально-технического и кадрового обеспечения, инвестиционный, план затрат, которые должны быть обеспечены финансовыми ресурсами. На основе существующего состояния финансов предприятия эти планы корректируются, и разрабатывается финансовый план. В процессе выполнения планов ведутся учет, контроль и регулирование, что находит отражение в учете финансового состояния предприятия.

В условиях рыночной экономики после выбора направления деятельности предприятия необходимо определить:

- величину, оптимальный состав и структуру активов предприятия, необходимых для достижения его целей;

- найти источники финансирования и определить их оптимальный состав;
- организовать управление финансовой деятельностью, обеспечив платежеспособность, доходность и финансовую устойчивость предприятия.

Управление финансами предприятия производится с помощью специального финансового механизма. Основными его элементами являются объекты управления, управляющая подсистема и инфраструктура.

Объекты управления включают активы, доходы, расходы, источники финансовых ресурсов и финансовые отношения:

- между учредителями по поводу формирования уставного капитала и выплат дивидендов;
- между предприятиями по поводу поставки материалов и готовой продукции, между заказчиками и подрядчиками и т.д.;
- между предприятием и его подразделениями, между холдингом и дочерними и зависимыми предприятиями по поводу финансирования расходов и распределения доходов и прибыли;
- между предприятием и работниками предприятия по поводу зарплаты и социальных льгот;
- между предприятием и финансовой системой государства по поводу уплаты налогов и сборов;
- между предприятием и банковской системой, страховыми компаниями, инвестиционными институтами.

Управляющая подсистема состоит из обеспечивающей и функциональной частей.

Функциональная часть: цели, задачи, финансовые инструменты и методы управления ими.

Обеспечивающая часть: информационное, методическое, программно-техническое, организационное, правовое обеспечение.

Рассмотрим составляющие функциональной части управляющей подсистемы финансового механизма.

Основная цель финансового менеджмента – обеспечение выживания предприятия путем постоянного контроля и управления платежеспособностью и финансовой устойчивостью.

Комплекс функциональных задач финансового управления включает:

- финансовое планирование и анализ;
- подбор сотрудников, определение их прав и обязанностей, выбор системы оплаты их труда;
- согласование и утверждение решений в рамках принятого регламента;
- взаимодействие с организациями внешней финансовой инфраструктуры.

Финансовые инструменты. Это денежные средства, кредитные инструменты (облигации, форвардные контракты, фьючерсы и др.), способы участия в уставном капитале (акции, паи), инструменты управления активами: бюджеты инвестиций, остатки денег на расчетных счетах, величина собственных оборотных средств, величина запасов, учетная политика.

Методы финансового управления включают общие методы прогнозирования, планирования, налогообложения, страхования, кредитования, систему расчетов, систему финансовой помощи, финансовых санкций, амортизационные отчисления, принципы ценообразования, залоговые и трастовые операции, трансферты, факторинг, форфейтинг, аренду, лизинг и др., а также специальные приемы финансового управления: кредиты, займы, проценты, ставки, дисконт, современная стоимость, ставки помещения, дивиденды, котировка, акцизы и т.д.

Составляющие обеспечивающей части финансового механизма.

Организационная структура финансового менеджмента зависит от масштаба предприятия, финансовых взаимоотношений с государством, методов формирования капитала, системы распределительных отношений. Обычно выделяют следующие основные участки финансовой работы: финансовое планирование и прогнозирование, инвестиции, бухгалтерский учет и внутренний аудит, информационное обеспечение и финансовый анализ работы предприятия, налоговое планирование и учет, фондовая работа.

В странах с рыночной экономикой организационная структура финансового управления обычно включает финансовую службу, руководимую директором по финансам, и подчиненных ему финансового управляющего и главного бухгалтера.

Основные задачи главного бухгалтера: разработка учетной и налоговой политики, составление отчетности и внутренний аудит, управленческий учет и информационное обеспечение хозяйственной деятельности.

Основные задачи финансового управляющего: финансовый анализ и планирование, управление денежными средствами, финансовые инвестиции, кредитная политика и управление налогами.

Информационное обеспечение системы финансового управления составляют:

- нормативные акты (законы, постановления, инструкции, внутренние приказы и др.), сведения, характеризующие экономическое развитие страны и мировую экономику (параметры государственного бюджета, объем эмиссии денег, состояние резервов и учетная ставка центрального банка, доходы населения, размер их вкладов в банках, индекс инфляции и др.);
- сведения, характеризующие экономическое состояние отрасли, к которой относится предприятие (емкость рынка,

- цены на продукцию отрасли, ставки налогов, стоимость активов и др.);
- сведения о конъюнктуре финансового рынка (ставки процентов, виды ценных бумаг на фондовом рынке и их параметры, курсы валют, аналитические обзоры и др.);
 - показатели деятельности предприятия по данным внутреннего учета (сведения о продукции и ее реализации, динамика цен, параметры баланса, сведения о трудовых ресурсах, данные о структуре себестоимости и др.);

Правовое обеспечение включает законодательство и внутренние нормативные акты.

Методическое обеспечение включает разработанные методики, правила и процедуры планирования, прогнозирования, анализа и учета финансовой деятельности.

Программно-техническое обеспечение системы финансового управления включает сети ЭВМ, системы телекоммуникаций, автоматизированные рабочие места (АРМ) и их программное обеспечение, включая программное обеспечение финансовых расчетов, современные информационные технологии.

Инфраструктура финансового менеджмента. Финансовое управление предприятием происходит в условиях взаимодействия:

- с общей национальной и мировой финансово-кредитной системой;
- с мировой и национальной системой денежного обращения.

Данные взаимодействия образуют инфраструктуру финансового менеджмента.

Финансы предприятий взаимосвязаны с бюджетной системой государства, с системой страхования (обязательного и добровольного), аудита, с фондовым рынком, кредитными и другими финансовыми организациями. Особенно сильное влияние на финансы

предприятий и условия работы финансового менеджера оказывает государственное регулирование.

В рыночной экономике основным видом воздействия государства на работу предприятий является косвенное регулирование – установление правил их деятельности путем разработки соответствующих нормативных актов.

Основополагающим нормативным актом, регламентирующим взаимоотношения между государством и предприятием, между предприятиями, а также между предприятиями и физическими лицами, является Гражданский кодекс РФ, где закреплены основные права и ответственность всех участников рыночных отношений. Их конкретизация осуществлена в специальном законодательстве, например, в налоговом законодательстве, в котором изложены соответствующие права и обязанности сторон. В соответствующем законодательстве определены правила взаимоотношения предприятий с внебюджетными фондами и страховыми организациями. Государственному регулированию со стороны Центрального банка подлежат операции в сфере денежного обращения и ряде других сфер финансовой деятельности предприятий. Государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляется путем установления обязательных требований к деятельности участников фондового рынка, регистрации выпусков и проспектов эмиссии и контроля за соблюдением эмитентами их условий, путем лицензирования деятельности профессиональных участников рынка и др.

Таким образом, финансовая работа предприятия это прежде всего финансовое планирование – планирование доходности активов, платежеспособности и финансовой устойчивости через успешную экономическую деятельность. Однако многие свойства предприятия и отражающие их показатели противоречивы, то есть одни свойства улучшаются за счет ухудшения других свойств. Так, при повышении доходности снижается ликвидность, увеличива-

ются риски деятельности. Поэтому финансовые решения являются компромиссными и необходимо выбирать определенные пропорции между основными финансово-экономическими показателями предприятия: доходами и затратами, между различными элементами активов и пассивов, ликвидностью активов и их доходностью с учетом рисков деятельности и т.д.

Наиболее простым и повсеместно применяемым методом управления финансово-экономическими пропорциями являются нормирование и лимитирование. В частности, необходимо ограничивать величину финансового рычага, текущих обязательств, дебиторской задолженности, иметь определенный запас ликвидных средств, производственных запасов и т.д. Нормированию и лимитированию подлежат не только статьи баланса, но и расходы. Во-первых, существует немало нормативов и норм, устанавливаемых государством: ставки налогов, сборов, акцизов, таможенные пошлины, нормативы отчислений в различные фонды. Во-вторых, часть расходов может относиться на себестоимость лишь в определенных пределах (расходы на рекламу и др.). В-третьих, ряд расходов лимитируется самим предприятием: расходы на капитальный ремонт, зарплату и др. Таким образом, лимиты и нормы – это основной метод финансово-экономического планирования и регулирования деятельности предприятия. Они упрощают управление, повышают эффективность управления, страхуют от рисков.

Нормы, нормативы и лимиты зависят от стратегических целей, политики предприятия и от внешних условий. Например, в нормальной рыночной экономике средняя норма доходности производственной деятельности примерно в два раза превышает ставку банковского процента из-за различий в скорости оборота производственного и фиктивного капитала и повышенного риска. Если это не так, то рынок капитала не может выступать источни-

ком экономического роста, и предприятия могут рассчитывать лишь на собственные средства и это ограничивает финансово-экономические возможности развития предприятия.

Таким образом, в рыночной экономике финансово-экономическое управление основано на выполнении ряда ограничений. В общем случае основным ограничением в деятельности предприятия является недопущение банкротства. Для реализации этого нужно обеспечить необходимую ликвидность активов и платежеспособность, даже в ущерб доходности. Следующим ограничителем является величина заемных средств, определяющая величину финансового рычага и зависящая от величины производственного рычага.

Стратегическое финансовое планирование и финансовая политика предприятия определяются в соответствии с общей стратегической линией и политикой его развития. Основными финансовыми стратегическими проблемами являются: выбор источников финансирования и соотношение собственных и заемных средств (это определяет цену капитала и, следовательно, требуемую доходность активов), принципы управления дебиторской задолженностью, выбор стратегии управления оборотным капиталом (управление платежеспособностью), минимизация налогов, снижение рисков деятельности. Решение этих стратегических задач осуществляется в тесной увязке со стратегическими решениями в области маркетинговой, производственной и кадровой сфер в рамках стратегического бизнес-планирования.

Текущее финансовое планирование производится на основе плана по сбыту, формирующему выручку. Этот план должен быть сбалансирован с эффективностью работы предприятия при условии выполнения фундаментальных финансово-экономических пропорций при соблюдении компромисса между доходностью и ликвидностью для обеспечения платежеспособности и возможно-

сти выполнения обязательств предприятия перед его субъектами. Компромисс между ликвидностью и доходностью является главным ограничителем при текущем финансовом планировании, так как является критерием выживаемости предприятия. Для реализации плана по сбыту необходим соответствующий выпуск продукции (производственная программа), а, следовательно, необходимые производственные мощности (план капитального строительства и организационно-технических мероприятий), запасы (план по материально-техническому обеспечению), затраты и в целом операционный план (план доходов и расходов). Для обеспечения платежеспособности необходим календарный план денежных поступлений и оттоков, кредитный план. На основе этих планов формируется прогнозный баланс и прогноз потоков денежных средств. Планирование ведется на основе норм и лимитов, с использованием экономического анализа и построения балансов. На практике предварительное финансовое планирование часто осуществляется способом процента от реализации и бюджетного планирования.

Метод процента от реализации является наиболее простым и используется для построения экспресс-прогноза. Он включает следующие задачи: 1) на основе запланированного роста объема продаж на предстоящий хозяйственный год, выраженного в процентах, определяются будущие расходы, активы и обязательства в виде процента от продаж; 2) на основе полученных финансовых параметров составляются: счет прибылей и убытков, прогнозный баланс, прогноз движения денежных средств, календарный план поступлений и платежей.

Решение первой задачи осуществляется в последовательно-сти:

- увеличиваются все связанные активы из отчетного баланса на процент от продаж. Для этого определяется процентное

соотношение между выручкой отчетного года и каждым из связанных активов и затем такое же соотношение сохраняется и в следующем году. Например, в отчетном году выручка составила 10 млн руб., а величина основных средств – 5 млн руб. (то есть 50% от выручки), в следующем году прогнозируется увеличение выручки до 12 млн руб., следовательно, для этого потребуется увеличить объем основных средств до $0,5 * 12 = 6$ млн руб. и т.д.;

- определяется объем нераспределенной прибыли. Для этого нераспределенная прибыль прошлого года увеличивается на величину чистой прибыли за вычетом прибыли, идущей на потребление;
- определяется сумма долга;
- вычисляется дефицит источников финансирования как разность между приростом активов и суммой изменения источников (долга и нераспределенной прибыли).

Основными недостатками метода являются: предположение о полной сбалансированности всех связанных ресурсов, предположение, что предприятие работает на полную мощность, а для роста продаж необходимы лишь капитальные вложения, при наличии у предприятия недогруженных мощностей степень их недогрузки усилится и др.

Метод бюджетного планирования состоит в тщательной проверке состояния каждого элемента планирования. При этом важное место отводится вспомогательным бюджетам, объединенным в группу операционных бюджетов (бюджеты переменных и постоянных затрат, нормативы оборотных активов, бюджет выпуска и другие сметы и бюджеты). Тем самым этот метод основан на кропотливом анализе каждого элемента планирования и на этой основе производится определение его размера. В дальнейшем определяется дисбаланс между активами и пассивами, который

разрешается тем или иным способом. Этот метод обеспечивает необходимую точность расчетов.

Последовательность бюджетного планирования имеет следующий вид:

- вначале составляется бюджет продаж, на основе которого составляется бюджет производства с учетом запасов готовой продукции;
- выявляются потребности в ресурсах: материальных, энергетических, трудовых, а также потребность в дополнительной производственной мощности, на основе чего составляется инвестиционный бюджет;
- бюджеты прямых затрат труда, прямых затрат материалов, бюджет накладных расходов; на основе бюджета производства и бюджета затрат материалов составляется бюджет закупок материалов;
- бюджет себестоимости производства продукции;
- бюджет затрат на маркетинг;
- бюджет коммерческих затрат;
- бюджет административных затрат;
- план по прибыли;
- бюджет денежных средств;
- прогноз баланса.

Прогнозирование финансово-хозяйственной деятельности – это база для принятия решений при планировании. Различают краткосрочный (до 2–3 лет) и долгосрочный прогноз – свыше 3 лет. Непосредственно статистическими методами на основе финансовой отчетности могут быть проведены только краткосрочные прогнозы – и то в случае достаточно стабильных внешних условий. При этом должен учитываться риск прогноза, который быстро возрастает с возрастанием периода планирования. Методом краткосрочного прогноза является многомерный статистический ана-

лиз, основанный на совокупности статистических методов – корреляционном и регрессионном анализе, анализе временных рядов, компонентном, кластерном и дискриминантном анализе. Долгосрочное прогнозирование требует привлечения дополнительной информации, проводится другими методами и обычно носит качественный характер.

Методы прогнозирования используются не только ко всему предприятию в целом, но и при решении частных вопросов, например, при долгосрочных инвестициях – при этом риск неправильного прогноза снижается (ввиду меньшего количества влияющих факторов, которые должны быть учтены точнее).

Прогноз носит объективный характер, чем он в корне отличается от плана, носящего субъективный характер, так как в плане воплощены цели предприятия. Поэтому могут быть построены различные прогнозы, исходя из возможного различного действия влияющих факторов. В первую очередь прогнозирование должно показать, что будет, если ничего не менять. И если прогнозные показатели не устраивают субъектов предприятия – то меняется стратегия и строятся новые прогнозы.

Наиболее важным для предприятия является прогнозирование банкротства, то есть прогнозирование платежеспособности (в краткосрочном плане) и финансовой устойчивости (в долгосрочном плане). Банкротство предприятия – это его неспособность обслуживать взятые на себя обязательства. При этом реальная стоимость активов предприятия становится ниже суммы его обязательств.

Контрольные вопросы

1. Что включает в себя финансовая работа, проводимая на предприятии?
2. Перечислите и поясните основные принципы финансового управления.

3. Каковы основные элементы финансового механизма предприятия?
4. Каковы объекты управления в финансовом менеджменте?
5. Что представляет собой управляющая подсистема финансового менеджмента?
6. Каков состав функциональной части управляющей подсистемы финансового механизма?
7. Каков состав обеспечивающей части управляющей подсистемы финансового механизма?
8. Что такое инфраструктура финансового менеджмента?
9. Каким образом осуществляется государственное регулирование финансовой деятельностью предприятий?
10. Поясните, в чем противоречивость требований, предъявляемых к финансовым решениям?
11. В чем состоит основной смысл разработки норм и лимитов, используемых в финансовой работе предприятий?
12. Каким образом осуществляется планирование работы предприятия?
13. Каковы методы финансового планирования?
14. Каковы методы краткосрочного и долгосрочного прогнозирования?
15. В чем состоит коренное отличие прогноза от плана?
16. Каким образом осуществляется прогнозирование банкротства предприятия?

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Федеральный закон от 26.10.2002 №127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» // СПС КонсультантПлюс. Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_39331/. – Текст : электронный.
2. Бабайцев, В.А. Математические методы финансового анализа : учебное пособие для вузов / В.А. Бабайцев, В.Б. Гисин. – 2-е изд., испр. и доп. – Москва : Издательство Юрайт, 2022. – 215 с. // Образовательная платформа Юрайт [сайт]. – URL: <https://urait.ru/bcode/493837> (дата обращения: 04.02.2022). – Текст : электронный.
3. Берзон, Н.И. Корпоративные финансы : учебное пособие для вузов / под общей редакцией Н.И. Берзона. – Москва : Издательство Юрайт, 2022. – 212 с. // Образовательная платформа Юрайт [сайт]. – URL: <https://www.urait.ru/bcode/490109> (дата обращения: 08.02.2022). – Текст : электронный.
4. Вяткин, В.Н. Финансовые решения в управлении бизнесом : учебно-практическое пособие для вузов / В.Н. Вяткин, В.А. Гамза, Д.Д. Хэмптон. – 4-е изд., перераб. и доп. – Москва : Издательство Юрайт, 2022. – 325 с. // Образовательная платформа Юрайт [сайт]. – URL: <https://urait.ru/bcode/491156> (дата обращения: 27.03.2022). – Текст : электронный.
5. Григорьева, Т.И. Финансовый анализ для менеджеров: оценка, прогноз : учебник для вузов / Т.И. Григорьева. – 3-е изд., перераб. и доп. – Москва : Издательство Юрайт, 2022. – 486 с. // Образовательная платформа Юрайт [сайт]. – URL: <https://www.urait.ru/bcode/488588> (дата обращения: 14.02.2022). – Текст : электронный.

6. Копнова, Е.Д. Финансовая математика : учебник и практикум для вузов / Е.Д. Копнова. – Москва : Издательство Юрайт, 2022. – 413 с. // Образовательная платформа Юрайт [сайт]. – URL: <https://www.urait.ru/bcode/489335> (дата обращения: 17.02.2022). – Текст : электронный.
7. Кулагина, Н.А. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятия. Практикум : учебное пособие для вузов / Н.А. Кулагина. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва : Издательство Юрайт, 2022. – 135 с. // Образовательная платформа Юрайт [сайт]. – URL: <https://www.urait.ru/bcode/492645> (дата обращения: 21.03.2022). – Текст : электронный.
8. Лукасевич, И.Я. Финансовое моделирование в фирме : учебник для вузов / И.Я. Лукасевич. – Москва : Издательство Юрайт, 2022. – 356 с. – ISBN 978-5-534-11944-2. // Образовательная платформа Юрайт [сайт]. – URL: <https://urait.ru/bcode/495406> (дата обращения: 27.05.2022). – Текст : электронный.
9. Лукасевич, И.Я. Финансовый менеджмент : учебник : в 2 частях / И.Я. Лукасевич. – 4-е изд., перераб. и доп. – Москва : Издательство Юрайт, 2022. – Ч. 1. Основные понятия, методы и концепции. – 377 с. // Образовательная платформа Юрайт [сайт]. – URL: <https://urait.ru/bcode/488925> (дата обращения: 12.04.2022). – Текст : электронный.
10. Незамайкин, В.Н. Финансовый менеджмент : учебник для бакалавров / В.Н. Незамайкин, И.Л. Юрзинова. – Москва : Издательство Юрайт, 2022. – 467 с. – ISBN 978-5-9916-3638-4. // Образовательная платформа Юрайт [сайт]. – URL: <https://urait.ru/bcode/508163> (дата обращения: 27.05.2022). – Текст : электронный.
11. Погодина, Т.В. Финансовый менеджмент : учебник и практикум для вузов / Т.В. Погодина. – Москва : Издательство Юрайт, 2022. – 351 с. // Образовательная платформа Юрайт [сайт]. – URL: <https://urait.ru/bcode/489484> (дата обращения: 15.03.2022). – Текст : электронный.

12. Румянцева, Е.Е. Финансовый менеджмент : учебник и практикум для вузов / Е.Е. Румянцева. – Москва : Издательство Юрайт, 2022. – 360 с. // Образовательная платформа Юрайт [сайт]. – URL: <https://urait.ru/bcode/489651> (дата обращения: 27.05.2022). – Текст : электронный.
13. Финансовый менеджмент : учебник для академического бакалавриата / Г.Б. Поляк [и др.] ; ответственный редактор Г.Б. Поляк. – 4-е изд., перераб. и доп. – Москва : Издательство Юрайт, 2022. – 456 с. // Образовательная платформа Юрайт [сайт]. – URL: <https://urait.ru/bcode/507804> (дата обращения: 03.02.2022). – Текст : электронный.
14. Финансовый менеджмент: проблемы и решения : учебник для вузов : в 2 частях / А.З. Бобылева [и др.] ; под редакцией А.З. Бобылевой. – 4-е изд., перераб. и доп. – Москва : Издательство Юрайт, 2022. – Ч. 1. – 508 с. // Образовательная платформа Юрайт [сайт]. – URL: <https://urait.ru/bcode/490818> (дата обращения: 03.04.2022). – Текст : электронный.
15. Финансовый менеджмент: проблемы и решения : учебник для вузов : в 2 частях / А.З. Бобылева [и др.] ; под редакцией А.З. Бобылевой. – 4-е изд., перераб. и доп. – Москва : Издательство Юрайт, 2022. – Ч. 2. – 291 с. // Образовательная платформа Юрайт [сайт]. – URL: <https://urait.ru/bcode/490819> (дата обращения: 07.04.2022). – Текст : электронный.

Учебное издание

Климентьева Светлана Владимировна

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ
Часть 2

Учебное пособие

Редактор Л. Р. Дмитриенко
Компьютерная верстка Л. Р. Дмитриенко

Подписано в печать 07.09.2022. Формат 60x84 1/16.
Бумага офсетная. Печ. л. 5,25.
Тираж 25 экз. Заказ . Арт. – 8(Р2У)/2022.

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ АВТОНОМНОЕ
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
«САМАРСКИЙ НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ ИМЕНИ АКАДЕМИКА С.П. КОРОЛЕВА»
(САМАРСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ)
443086, Самара, Московское шоссе, 34.

Издательство Самарского университета.
443086, Самара, Московское шоссе, 34.