

Министерство образования Российской Федерации
Тамбовский государственный технический университет

В. В. Жариков, В. Д. Жариков

УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСАМИ

Утверждено Ученым советом университета
в качестве учебного пособия

Издательство ТГТУ
Тамбов 2002

УДК У9(2)26я73
ББК 65.9(2) 21я73
Ж345

Рецензенты:

Кандидат технических наук,
заместитель директора НИИРТМаша по экономике
В. Н. Шашков

Кандидат экономических наук, доцент
Л. В. Пархоменко

Жариков В. В., Жариков В. Д.

Ж345 Управление финансами: Учеб. пособие. Тамбов: Изд-во Тамб. гос. техн. ун-та, 2002. 80 с.
ISBN 5-8265-0184-7

В учебном пособии рассмотрены основы финансового менеджмента на предприятии, стратегия и тактика в управлении финансами. С целью эффективного управления финансами в учебном пособии даны основы финансовой математики, финансовые инструменты и методы регулирования финансовых результатов.

В пособии приведены основные показатели и структура анализа финансово-хозяйственной деятельности предприятий, критерии принятия решений в управлении финансами.

Особое место в пособии уделено финансовым и предпринимательским рискам, планированию и бюджетированию финансов, анализу и оценке денежных потоков внутри предприятия и во внешней среде.

ISBN 5-8265-0184-7

© Тамбовский государственный
технический университет (ТГТУ), 2002
© Жариков В. В., Жариков В. Д., 2002

В. В. Жариков, В. Д. Жариков

УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСАМИ



• Издательство ТГТУ •

Учебное издание

Жариков Валерий Викторович,
Жариков Виктор Данилович

УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСАМИ

Учебное пособие

Редактор В. Н. Митрофанова
Компьютерное макетирование И. В. Евсеевой

ЛР № 020851 от 13.01.99 г. Плр № 020079 от 28.04.97 г.

Подписано к печати 11.03.2002.

Гарнитура Times New Roman. Формат 60×84/16. Бумага офсетная. Печать офсетная.

Объем: 4,6 усл. печ. л.; 4,5 уч.-изд. л.

Тираж 150 экз. С.170.

Издательско-полиграфический центр ТГТУ
392000, Тамбов, Советская, 106, к. 14

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	3
1 Основы финансового менеджмента	4
1.1 Определение ключевых понятий	6
1.2 Функционально-организационная схема службы финансового менеджера	12
2 Финансы, их роль и функции в процессе общественного воспроизводства	12
2.1 Организационная структура управления финансами предприятия	14
2.2 Финансовые инструменты	18
3 Анализ финансовой отчетности	20
3.1 Анализ финансового состояния	22
3.2 Методы регулирования финансовых результатов	30
3.3 Прогнозирование возможного банкротства предприятий	31
3.4 Прогноз показателей платежеспособности	33
4 Основы финансовой математики	34
5 Финансовое планирование	39
5.1 Анализ потоков денежных средств	39
5.2 Прогнозирование денежных потоков	40
6 Терминология и базовые показатели финансового менеджмента	49
7 Эффект финансового рычага. Финансовый риск	52
7.1 Эффект финансового рычага (первая концепция)	52
7.2 Эффект финансового рычага (вторая концепция) Финансовый риск	56
7.3 Рациональная структура источников средств предприятия	57
8 Эффект оперативного рычага. Предпринимательский риск	59
8.1 Классификация затрат предприятия	59
9 Критерии принятия финансовых решений	64
9.1 Углубленный анализ собственных оборотных средств и текущих финансовых потребностей	64
9.2 Управление денежной наличностью	65
9.3 Формирование запасов	66
10 Тактика финансового менеджмента	66
10.1 Основные методы ценообразования	66
10.2 Комплексное оперативное управление оборотными акти- вами и краткосрочными обязательствами предприятия	71
11 Стратегия финансового менеджмента	74
Список рекомендуемой литературы	79

ВВЕДЕНИЕ

Перед промышленными предприятиями стоят сложные задачи по выживанию в конкурентных условиях. Поэтому эффективное управление финансами позволяет в какой-то степени преодолеть дефицит в финансовых ресурсах.

Эффективное управление финансами включает финансовое планирование и прогнозирование с такими обязательными элементами, как бюджетирование и бизнес-планирование, разработка инвестиционных проектов, организация управленческого учета, комплексный финансовый анализ и на его основе решение проблем платежеспособности, финансовой устойчивости, преодоления возможного банкротства предприятия.

В акционерных обществах в системе финансового управления появляются особые функции: управление акционерным капиталом, проведение различных операций с ценными бумагами, начиная с эмиссии и заканчивая фондовой куплей-продажей ценных бумаг, умелое проведение политики дивидендов, проведение реструктуризации в форме слияний и присоединений, принятие эффективных инвестиционных решений, управление портфелем инвестиций с учетом финансовых рисков, использование инструментов защиты против этих рисков, создание специальной системы мер, позволяющих предприятию противостоять непрерывной инфляции.

Важнейшей сферой управления финансами предприятия должны стать финансовые решения, суть которых сводится к формированию достаточных для развития предприятия финансовых ресурсов, поиску новых источников финансирования на денежных и финансовых рынках, использованию новых финансовых инструментов, позволяющих решать ключевые проблемы финансов: платежеспособность, ликвидность, доходность и оптимальное соотношение собственных и заемных источников финансирования предприятия.

1 ОСНОВЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

В рамках современной теории финансов сформировалась прикладная дисциплина финансовый менеджмент как наука, посвященная методологии и технике управления финансами крупных предприятий.

Синтез теории управления, теории финансов и аналитического аппарата бухгалтерского учета в самостоятельное направление – *финансовый менеджмент* – обусловлен усилением управленческих аспектов, смысл которых заключается в том, что учет и анализ важны не только и не столько сами по себе, а лишь с позиции повышения эффективности управленческих решений.

Основной целью финансового менеджмента является максимизация цены фирмы, для достижения которой в рамках управления предприятием должны приниматься решения по трем основным направлениям:

- инвестиционная политика;
- управление источниками средств (откуда брать средства и какова оптимальная структура источников финансирования);
- дивидендная политика.

Все эти направления жестко взаимосвязаны, решения по направлениям средств являются многовариантными, так как все они связаны с определенным риском.

Логика выделения разделов финансового менеджмента наглядно интерпретирована балансом предприятия, представляющего собой одну из наиболее полных и эффективных моделей описания ее имущественного и финансового положения: актив баланса показывает, во что инвестированы средства предприятия; пассив – каковы источники этих средств.

Функции финансового менеджмента определяют формирование структуры управляющей системы.

К функциям объекта управления относятся: организация денежного оборота, снабжение финансовыми средствами и инвестиционными инструментами (ценностями), организация финансовой работы и др.

Функции субъекта управления – это общий вид деятельности людей в хозяйствующем процессе, который последовательно складывается из сбора, систематизации, передачи, хранения информации, выработки и принятия решения. Речь идет о таких функциях, как планирование, прогнозирование, организация, регулирование, стимулирование.

Финансовый менеджмент можно рассматривать как сложный управленческий комплекс, который включает в себя:

- риск-менеджмент;
- менеджмент кредитных операций;
- менеджмент операций с ценными бумагами;
- менеджмент валютных операций;
- менеджмент операций с недвижимостью.

По временному признаку финансовый менеджмент делится на:

- стратегический менеджмент;
- оперативно-тактический менеджмент.

Стратегический финансовый менеджмент представляет собой управление инвестициями. Он связан с реализацией выбранной стратегической цели и отражает:

- финансовую оценку проектов вложения капитала;
- отбор критериев принятия инвестиционных решений;
- определение источников финансирования;
- выбор оптимального варианта вложения капитала.

Оперативно-тактический финансовый менеджмент представляет собой оперативное управление денежной наличностью, которая выражается показателем “кэш флоу” (поток наличности = общие источники наличности – общее использование наличности).

Управление денежной наличностью направлено, во-первых, на обеспечение такой суммы наличных денег, которой будет достаточно для выполнения финансовых обязательств, во-вторых, на достижение высокой доходности от использования временно свободных наличных денег в качестве капитала.

Могут быть три цели управления денежной наличностью:

- 1) увеличение скорости поступления наличных денег;
- 2) снижение скорости денежных выплат;
- 3) обеспечение максимальной отдачи от вложения наличных денег.

Финансовый менеджмент выступает как орган управления и как форма предпринимательской деятельности.

Аппарат управления финансами возглавляет в акционерном обществе финансовый директор, которому подчинены финансовый отдел, планово-экономический отдел, бухгалтерия, лаборатория экономического анализа.

Основными направлениями в управлении финансами являются:

- определение цели финансового развития;
- разработка финансовой стратегии и финансовой программы развития предприятия и его подразделений;
- определение инвестиционной политики;
- разработка кредитной политики;
- установление сметы финансовых ресурсов по подразделениям предприятия;
- разработка плана денежных потоков и финансовых планов предприятия;
- участие в разработке бизнес-плана;
- обеспечение финансовой деятельности (использование денежных средств, получение прибыли и т.д.);
- осуществление денежных расчетов с поставщиками, покупателями и т.д.;
- осуществление страхования от коммерческих рисков, залоговых, трастовых, лизинговых и др. финансовых операций;
- ведение бухучета и статистического учета в области финансов;
- анализ финансовой деятельности предприятия и его подразделений.

На крупных предприятиях целесообразно формировать группу финансовых менеджеров, за каждым закрепляется определенное направление. Во главе группы стоит ведущий финансовый менеджер (лидменеджер).

Финансовый менеджмент как форма предпринимательской деятельности означает, что управление финансовой деятельностью не может быть чисто административным.

Финансовый менеджмент как форма предпринимательства предполагает использование научных основ планирования и управления, финансового анализа, нововведения (инновации). Как форма предпринимательства финансовый менеджмент может быть выделен в самостоятельный вид деятельности. Эту деятельность выполняют как профессиональные менеджеры, так и финансовые институты (холдинговые компании, траст-компания).

Сферой приложения финансового менеджмента является финансовый рынок, где проявляются экономические отношения между продавцами и покупателями финансовых (денежных) ресурсов и инвестиционных ценностей, между их стоимостью и потребительской стоимостью.

1.1 Определение ключевых понятий

Финансовый менеджмент – процесс управления денежным оборотом, формированием и использованием денежных ресурсов предприятия. Это также система форм, методов и приемов, с помощью которых осуществляется управление денежным оборотом и финансовыми ресурсами.

Крупные сферы функционирования финансов:

- финансы государственные;
- финансы отраслевые;
- кредит и денежное обращение;
- страхование;
- рынок ценных бумаг.

Финансы – это система денежных отношений, выражающихся в образовании доходов (денежных фондов, ресурсов), осуществлении расходов (распределении и перераспределении фондов, ресурсов), контроле эффективности данных процессов.

Финансовые ресурсы (шире денежных фондов) – целенаправленная совокупность денежных средств, способных к высвобождению (мобилизации) или дополнительной загрузке в оборот (иммобилизации).

Финансовый менеджмент – механизм управления финансами или финансовый механизм, как активная составная часть хозяйственного механизма.

Финансовый механизм – комплекс финансовых форм и методов управления процессом социально-экономического развития общества.



Рис. 1 Характеристика основных элементов механизма финансового менеджмента

В финансовом смысле эффективность предполагает безубыточность, прибыльность, рентабельность, а точнее не снижающуюся, растущую рентабельность.

Известно, что сущность той или иной категории отражается в ее функциях.

Финансы имеют две функции – распределительную и контрольную.

По другим источникам финансы имеют три функции – образование доходов (накопление капитала), осуществление расходов – распределительная и контроль эффективности.

Первая функция проявляется в работе финансового менеджера через своевременную и полную концентрацию

финансовых ресурсов в фондах денежных средств; стимулирование денежных доходов и накоплений с помощью финансовых стимулов и рычагов; проценты за кредит; ставки налогов, налоговые льготы, штрафные санкции.

Вторая функция распределительная – распределение денежных средств по фондам, формируемым на предприятии.

Третья функция – контрольная проявляется через:

1 Анализ финансовых показателей.

2 Меры финансового воздействия – управляющие решения финансового менеджера.

Финансовые показатели – это итоговые, результирующие хозяйственную деятельность показатели. Их можно оценить по пяти оперативным показателям (финансовый светофор):

- наличие денег на расчетном счете;
- просроченная задолженность контрагентам-поставщикам и подрядчикам;
- просроченная задолженность банку или другим кредиторам;
- задолженность бюджету – чрезвычайная ситуация;
- анализ общих финансовых и технико-экономических показателей.

Рабочим инструментарием финансового менеджера и финансового менеджмента является анализ, планирование (прогнозирование), принятие управленческих решений.

Функциональная модель системы управления финансами показывает, что функционирование финансового механизма управления органически смыкается с постоянным формированием, изучением, регулированием (контролем) плановой и аналитической информации о финансовых показателях и процессах.

Блоки информации охватывают сбор, учет и обобщение финансовой информации, а блоки планирования неизменно составляют заключительный раздел любого бизнес-плана.

Необходимо выделить три основных аспекта управления финансами, определяющие предпосылки задачи и принципы финансового менеджмента (рис. 2):

1 Организационный аспект или создание финансово-правовых условий для финансового менеджмента.



Рис. 2 Функциональная модель системы управления финансами

2 Выбор конечных финансовых показателей прибыли и рентабельности в качестве критерия управленческих решений.
3 Перманентный (непрерывный) контроль эффективности любой положительной деятельности, в частности через баланс доходов и расходов.

4 Объектами управления финансового менеджмента являются финансовые показатели: доходы и расходы, а также процессы их осуществления и показатели оценки эффективности финансово-хозяйственной деятельности предприятия.

Денежные отношения, составляющие систему финансовых отношений между:

- 1) предприятиями и занятыми на них работниками;
- 2) подразделениями внутри отрасли и предприятия;
- 3) поставщиками и плательщиками;
- 4) предприятиями и государством – федеральным, региональным, местными бюджетами и внебюджетными фондами;
- 5) предприятиями и кредитной системой;
- 6) предприятием и биржами, страховыми организациями, имущественными фондами и звеньями финансово-кредитной системы;
- 7) населением и государством, общественными организациями и институтами финансовой инфраструктуры.

Эффективность финансовой деятельности отражается результирующими финансовыми показателями.

Наиболее общим и существенным компонентом эффективности является рентабельность.

Общую оценку эффективности деятельности за отчетный период дает экономическая рентабельность

$$R_3 = \Pi_6 \cdot 100 \% / A.$$

Оценка эффективности вложений основного и оборотного капитала в среднегодовом исчислении – рентабельность производства

$$R_n = \Pi_6 \cdot 100 \% / (\text{ОФ} + \text{ОС}).$$

Оценка эффективности текущих затрат – рентабельность продукции.

$$R_{np} = \Pi \cdot 100 \% / C_{ст}.$$

Оценка эффективности затрат труда, НЧП по рентабельности трудовых затрат

$$R_{тз} = \Pi \cdot 100 \% / \text{ФОТ}.$$

Оценка рентабельности капиталовложений

$$R_k = \Pi_6 \cdot 100 \% / K \text{ или } R_k = \text{прирост } \Pi \cdot 100 \% / \text{прирост } K.$$

Оценка эффективности вновь созданной стоимости в глобальном и локальном масштабах – народнохозяйственная рентабельность

$$R_{нх} = \text{НД} \text{ или } \text{ВД} / \text{ОФ} + \text{ОС}.$$

Оценочные расчеты эффективности соответствующих вложений – модификации и частные показатели

$$Z = C_{ст} / \text{ТП},$$

где А – активы по бухгалтерскому балансу; Π_6 – балансовая прибыль; Π – прибыль от реализации продукции; Z – затраты на рубль товарной продукции; НД – национальный доход; ВД – валовой доход; $C_{ст}$ – себестоимость; ОФ – основные фонды; ОС – оборотные средства; K – капитальные вложения; ТП – объем товарной продукции, шт.

В условиях инфляции прибыль и другие показатели корректируются, что будет рассмотрено позже.

Экономическая рентабельность может быть представлена как произведение двух других показателей

$$R_3 = (\Pi \cdot 100 \% / \text{РТ}) (\text{РТ} / A),$$

где $\Pi \cdot 100 \% / \text{РТ}$ – модификация рентабельности продукции R_{np} или коммерческая маржа (КМ); РТ – товарооборот по реализованной продукции (целесообразно оценивать по себестоимости); $\text{РТ} / A$ – коэффициент оборачиваемости активов, который может исчисляться и к отдельным элементам активов по бухгалтерскому балансу.

Решение любой задачи финансового менеджмента требует как минимум четырех видов обеспечения: экономического, математического, технического и информационного.

Классификация видов информации для финансового менеджмента:

1 Нормативная и инструктивная:

- республиканская;
- местная;
- ведомственно-отраслевая;
- внутренняя для данного предприятия.

2 Планово-прогнозная:

- общегосударственная – от федерального до регионально-отраслевого уровня и о конъюнктуре финансовых рынков;
- инвестиционная;
- информация для составления заключительного раздела бизнес-плана.

3 Отчетная: бухгалтерская, статистическая и оперативно-диспетчерская.

4 Справочно-аналитическая: накопительные сборники, таблицы, нормативы, графики, бизнес-справки и т.д.

1.2 Функционально-организационная схема службы финансового менеджера

Виды деятельности менеджера можно сгруппировать следующим образом:

1 Финансово-кредитное планирование (прогнозирование). Связь с банками по кассовому исполнению бизнес-плана, кредитованию.

2 Непосредственная текущая деятельность, связанная с текущими затратами (себестоимостью), реализацией продукции, распределением доходов.

3 Финансовые рынки (ценные бумаги, фондовые и валютные биржи, кредит, валютные операции и пр.)

4 Капитальные вложения (физические инвестиции) и нематериальные активы, финансирование НИОКР.

5 Анализ, информация, рейтинговые оценки, внутренний аудит.

6 Контроль за состоянием, финансированием и движением основных и оборотных средств.

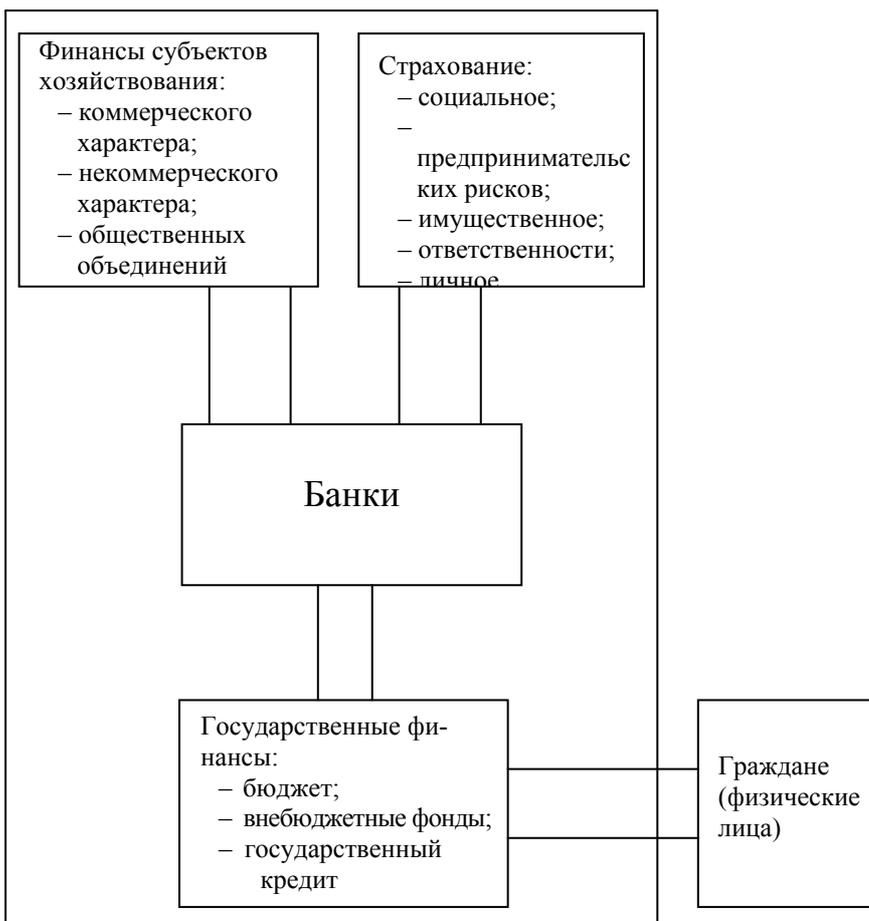
7 Налоги и обязательные отчисления в централизованные фонды государства, получение ассигнований из них.

Права и обязанности финансового менеджера:

- непрерывный финансовый контроль эффективности деятельности;
- оптимизация расходов и отчислений;
- планирование, анализ, решения;
- определение прав и обязанностей участников (участников) финансовой работы;
- выбор системы оплаты труда;
- подписание (визирование) всех документов финансовой службы;
- делегирование ответственности по участкам финансовой службы: аудит, эккаунтинг (расчеты и бизнес-справки о финансовом состоянии контрагентов, смежников, конкурентов и пр.), трастовое (доверительное) управление, например, ценными бумагами, партнерство по совместной деятельности, посредническая, в том числе биржевая деятельность, экономическая, юридическая и иная экспертиза при заключении контрактов или принятии инвестиционных проектов и т.д.;
- выработка и определение финансовой стратегии в учетно-аналитической, инвестиционной, распределительной политике и т.д.

2 Финансы, их роль и функции в процессе

общественного воспроизводства



Финансы представляют собой совокупность денежных отношений, возникающих в процессе создания фондов денежных средств у субъектов хозяйствования и государства и использования их на цели воспроизводства, стимулирования и удовлетворения социальных нужд общества.

Выделяют три основные стадии процесса общественного воспроизводства: производство; распределение; потребление.

Финансы возникают на второй стадии, когда идет распределение стоимости произведенного общественного продукта.

В общей совокупности выделяют три взаимосвязанные сферы: финансы хозяйствующих субъектов, страхование, государственные финансы.

Рис. 3 Структура финансовой системы

Финансы субъектов хозяйствования являются основным элементом приведенной системы и представляют собой денежные

отношения, связанные с формированием и распределением финансовых ресурсов (акционерный капитал, паевые взносы, прибыль от всех видов деятельности, целевые поступления) и поступающие в порядке перераспределения (бюджетные субсидии, субвенции, страховое возмещение и т.п.).

Страхование – совокупность перераспределительных отношений между участниками страхового договора по поводу создания за счет денежных взносов целевого страхового фонда, предназначенного для возмещения возможного ущерба.

Государственные финансы являются важнейшим средством перераспределения стоимости общественного продукта и части национального богатства. В основе их лежит система бюджетов: федеральный, региональный, местный. Отдельным элементом в систему государственных финансов включаются внебюджетные фонды:

- пенсионный фонд (предприятия и организации – 28 %, предприятия переработки сельхозпродукции – 20,6 %, крестьянские хозяйства и предприниматели (без образования юридического лица) – 5 %;
- фонд социального страхования – 4,0 %;
- федеральный фонд обязательного медицинского страхования – 3,8 %;
- специальные внебюджетные фонды, включаемые в статью себестоимости “Прочие затраты”.

2.1 Организационная структура управления финансами предприятия

Финансовый инструмент – любой контракт, по которому происходит одновременное увеличение финансовых активов одного предприятия и финансовых обязательств другого предприятия.

Финансовые активы:

- денежные средства;
- контрактное право получить от другого предприятия денежные средства или любой другой вид финансовых активов;
- контрактное право обмена финансовыми инструментами с другим предприятием на потенциально выгодных условиях;
- акции другого предприятия.

Финансовые инструменты предприятия включают:

Первичные (денежные средства, ценные бумаги, кредиторские и дебиторские задолженности по текущим операциям).

Вторичные или производные (финансовые опционы, фьючерсы, форвардные контракты, процентные и валютные свопы).

Основу информационного обеспечения системы финансового управления составляет любая информация финансового характера:

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

Во главе управления финансами на предприятии стоит менеджер.

Финансовый менеджер – ключевая фигура на предприятии. Его деятельность включает в себя:

- общий финансовый анализ и планирование;
- обеспечение предприятия финансовыми ресурсами (управление источниками средств);
- распределение финансовых ресурсов (инвестиционная политика и управление активами).

Первое направление. В результате финансового анализа и планирования осуществляется общая оценка:

- активов предприятия и источников их финансирования;
- величины и состава ресурсов, необходимых для поддержания потенциала предприятия и расширения его деятельности;

- источников дополнительного финансирования;

- системы контроля за состоянием эффективностью использования финансовых ресурсов.

Второе направление предполагает детальную оценку:

- объема требуемых финансовых ресурсов;
- формы предоставления (долгосрочный или краткосрочный кредит, денежная наличность);
- степень доступности и время предоставления;
- стоимость обладания данным ресурсом (процентная ставка, формальные и неформальные условия);
- риски с данным источником средств.

Третье направление – анализ и оценка краткосрочных и долгосрочных решений инвестиционного характера:

- оптимальность трансформации финансовых ресурсов в другие виды ресурсов (материальные, трудовые, денежные);
- целесообразность и эффективность вложений в основные фонды, их состав и структура;

- оптимальность оборотных средств;
- эффективность финансовых вложений.

Принятие решений с использованием приведенных оценок и с учетом альтернативных решений (рис. 4) по установленным ценам.

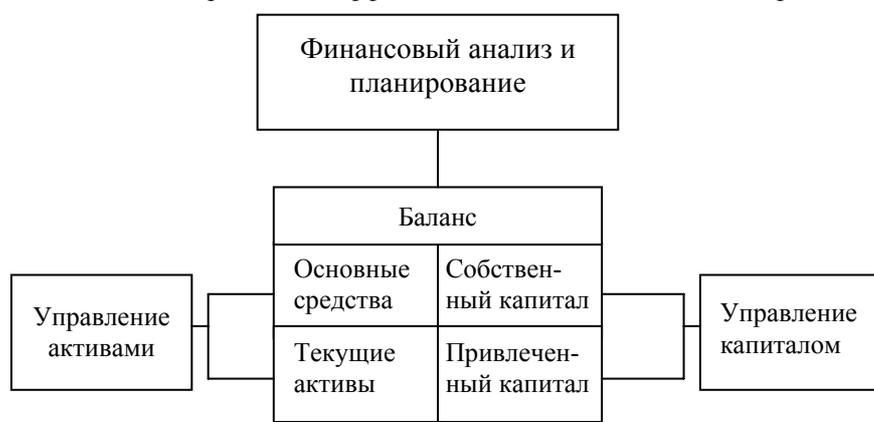


Рис. 4 Ключевые области деятельности финансового менеджера

Система целей предприятия:

- выживание в условиях конкуренции;
- избежание банкротства и крупных финансовых неудач;
- лидерство на рынке;
- максимизация рыночной стоимости предприятия;
- рост экономического потенциала предприятия;
- рост объемов производства и реализации;
- максимизация прибыли;
- минимизация расходов;
- обеспечение рентабельной деятельности;
- повышение квалификационного уровня и мотивации труда.

Эффективность деятельности предприятия обычно связывается с максимизацией прибыли.

В практике такой подход неоднозначен.

Прибыльность различных видов деятельности различна, но предприятия все же не уходят от своего направления, потому что многих владельцев устраивает так называемая “нормальная прибыль”, в основе этого лежит широко распространенная система ценообразования “себестоимость плюс прибыль”.

В настоящее время широкое распространение получила “Теория максимизации ценности фирмы”. Суть теории в том, что ни один из существующих критериев (прибыль, рентабельность, объем производства и др.) не может рассматриваться в качестве обобщающего критерия эффективности принимаемых решений финансового характера.

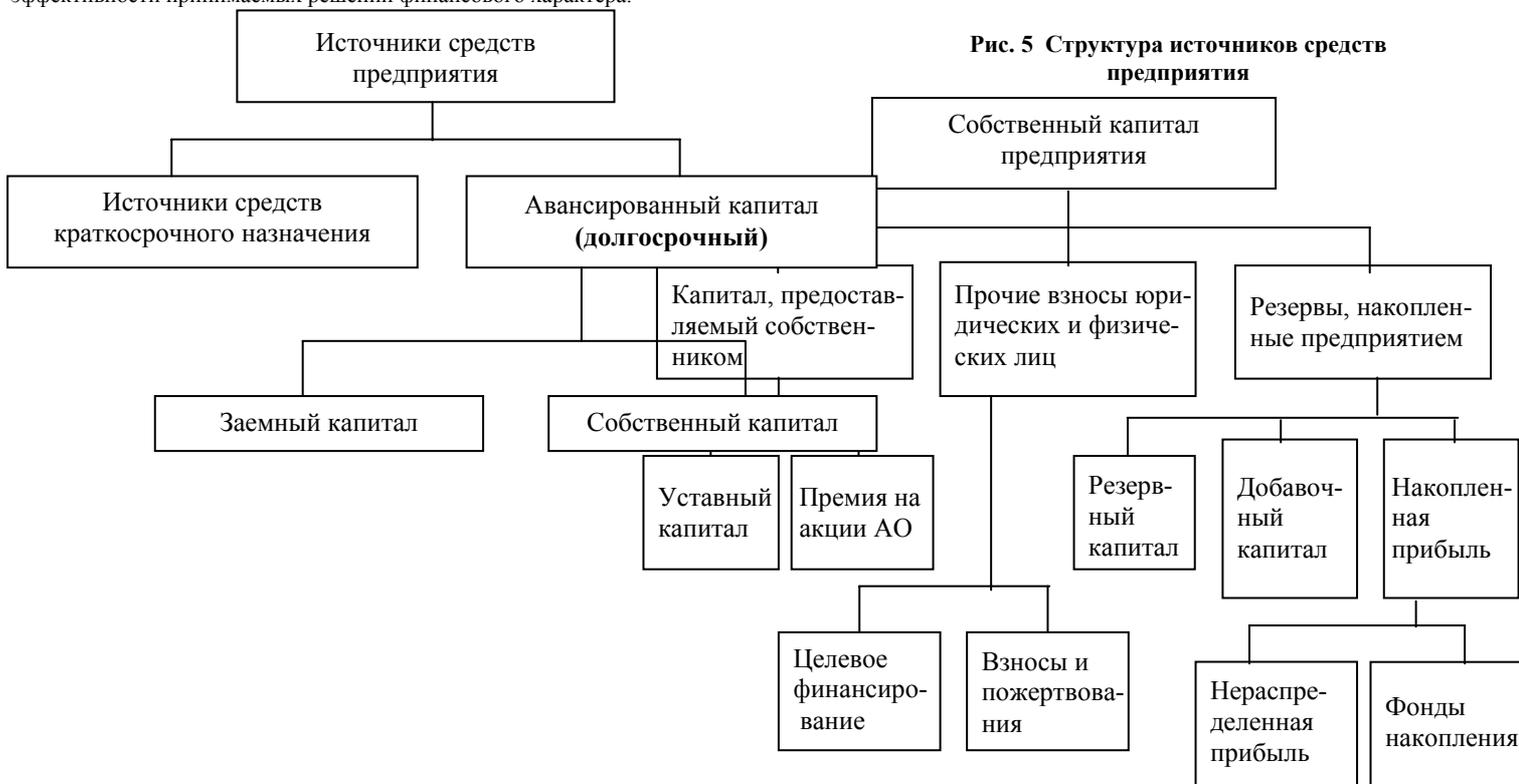


Рис. 6 Структура собственного капитала

Такой критерий должен:

- базироваться на прогнозировании доходов;
- быть обоснованным, ясным, приемлемым для всех аспектов принятия управленческих решений, включая поиск источников средств, собственное инвестирование, распределение доходов (дивидендов).

Считается, что этим условиям в большей степени соответствует критерий максимизации собственного капитала, точнее, рыночной цены обыкновенной акции предприятия.

Однако реализация данного критерия не всегда очевидна:

- основан на вероятностных оценках будущих доходов, расходов, денежных поступлений и риска;
- не все предприятия котируют свои акции на бирже, поэтому затруднительно определить рыночную цену предприятия;
- в случае, если перед предприятием не стоит задача максимизации прибыли.

Источники финансирования различают на внутренние (собственные) и привлеченные (заемные) средства (рис. 5, 6).

2.2 Финансовые инструменты

Финансы важнейший инструмент, с помощью которого осуществляется воздействие на экономику хозяйствующего субъекта (страна, регион, предприятие).

Финансовый механизм представляет собой систему организации, планирования и использования финансовых ресурсов. В состав финансового механизма входят: финансовые инструменты, финансовые приемы и методы, обеспечивающие подсистемы (кадровое, правовое, нормативное, информационное, техническое и программное обеспечение).

Под финансовыми инструментами понимаются различные формы краткосрочного и долгосрочного инвестирования, торговля которыми осуществляется на фондовых рынках: денежные средства, ценные бумаги, опционы, форвардные контракты, фьючерсы и свопы.

Ценные бумаги: акции АО; облигации; государственные долговые обязательства; производные ценные бумаги, удостоверяющие право их владельца; облигации внутренних государственных и местных займов и хозяйствующих субъектов; государственные ценные бумаги; казначейские обязательства; облигации внутреннего валютного займа Внешэкономбанка (вэбовки); жилищные сертификаты; депозитные сертификаты; сберегательный сертификат банка.

Вексель: простой (на два лица), переводной – передается одним держателем другому путем передаточной надписи – индоссамента на оборотной стороне векселя или на дополнительном листе – аллонже.

Переводной вексель (тратта) выписывается и подписывается кредитором (трассантом) и представляет собой приказ должнику (трассату) об уплате в указанный срок обозначенной в векселе суммы третьему лицу – первому держателю (ремитенту).

Чтобы приказ трассата имел силу, трассат должен подтвердить свое согласие произвести платеж в указанный срок. Такое согласие называется акцептом (акцептован – “обязуюсь заплатить”).

Наиболее ликвидными являются векселя снабженные гарантией крупных банков в виде подписи – авалья.

Векселя: казначейские; банковские; государственные; коммерческие для кредитования торговых операций; срочные, бессрочные.

Обращение трассанта в банк-ремитент называется учетом векселя.

Производные ценные бумаги: финансовые фьючерсы, опционы, свопы и др.

Финансовый рынок – организованная или неформальная система торговли финансовыми инструментами. Товаром здесь выступают деньги и ценные бумаги.

Виды финансовых рынков:

- валютный рынок – валютные сделки;
- рынок золота – продажа золота банками и биржами;
- рынок капиталов.

Денежные потоки, связывающие предприятие и рынок капиталов:

Начало работы, размещение на рынке ценных бумаг и получение средств инвесторов.

Инвестирование полученных средств в основные и оборотные фонды.

Генерирование денежного потока как результат эффективной деятельности.

Уплата налогов.

Выплата инвесторам и кредиторам части оставшейся прибыли.

Реинвестирование в активы части прибыли.

Направление на рынок капиталов части прибыли в виде финансовых инвестиций.

Различают:

Первичный рынок ценных бумаг, обслуживающий выпуск (эмиссию) и первичное размещение ценных бумаг (получение финансовых ресурсов).

Вторичный рынок – служит для обращения выпущенных ранее ценных бумаг.

Биржевой рынок – рынок ценных бумаг, осуществляемый фондовыми биржами. На биржевом рынке обращаются ценные бумаги прошедшие листинг, т.е. допуск к торговле.

Внебиржевой рынок – предназначен для обращения ценных бумаг, не получивших допуска на фондовые биржи.

Российский рынок ценных бумаг раздроблен на закрытые региональные анклав, на рынке ведется самокотировка акций, реклама будущих доходов (запрещена).

3 АНАЛИЗ ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ

Система финансовой отчетности включает в себя:

- экспресс-анализ;
- детализированный анализ финансового состояния.

Кроме того различают:

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

2 Вертикальный (структурный) финансовый анализ базируется на структурном разложении отдельных показателей финансовой отчетности предприятия. В процессе осуществления этого анализа рассчитывается удельный вес отдельных

структурных составляющих агрегированных финансовых показателей. Существует несколько видов вертикального (структурного) анализа.

3 Сравнительный финансовый анализ базируется на сопоставлении значений отдельных групп аналогичных показателей между собой. В процессе использования этой системы анализа рассчитываются размеры абсолютных и относительных отклонений сравнительных показателей. Виды сравнительного финансового анализа показаны на схеме.

4 Анализ финансовых коэффициентов (R-анализ) базируется на расчете соотношения различных абсолютных показателей финансовой деятельности предприятия между собой. В финансовом менеджменте наибольшее сравнение получили следующие группы аналитических финансовых коэффициентов: финансовой устойчивости предприятия; оценки платежеспособности (ликвидности) предприятий; оценки оборачиваемости активов; оценки оборачиваемости капитала; оценки рентабельности и др.

5 Интегральный финансовый анализ позволяет получить наиболее углубленную (многофакторную) оценку условий формирования отдельных агрегированных финансовых показателей.

5.1 Дюпоновская система интегрального анализа эффективности использования активов предприятия – предусматривает разложение показателя коэффициента рентабельности активов на ряд частных финансовых коэффициентов его формирования взаимосвязанных в единой системе

$$\frac{\text{ЧП}}{\text{А}} = \left\{ \begin{array}{l} \frac{\text{ЧП}}{\text{Р}} = \left\{ \begin{array}{l} - \frac{\text{ВД}}{\text{Р}} \\ - \frac{\text{И}}{\text{Р}} \\ \frac{\text{Н}_д + \text{Н}_п}{\text{Н}} \end{array} \right. \\ \frac{\text{Р}}{\text{А}} = \left\{ \begin{array}{l} \frac{\text{Р}}{\text{ОА}} \\ \frac{\text{Р}}{\text{ВА}} \end{array} \right. \end{array} \right.$$

где ЧП – чистая прибыль; Р – объем реализации; А – средняя сумма актива; ВД – сумма валового дохода; И – сумма издержек; Н_д – сумма налогов уплаченных за счет доходов; Н_п – сумма налогов уплаченная за счет прибыли; ОА – средняя сумма оборотных активов; ВА – средняя сумма внебюджетных активов.

$$P_A = P_{рп} \text{ КО}_A ,$$

где P_A – коэффициент рентабельности используемых активов; P_{рп} – коэффициент рентабельности реализации продукции; КО_A – коэффициент оборачиваемости (количество оборотов) активов.

5.2 Концепция интегрального объективно-ориентировочного анализа прибыли (США Ф.Модернсофт) базируется на компьютерных технологиях. Пользователь сам определяет совокупность взаимодействующих финансовых блоков.

5.3 Интегральная система портфельного анализа основана на использовании “портфельной теории”, где уровень прибыльности рассматривается с уровнем риска портфельных фондов инструментов “прибыль-риск”. За счет “эффективного портфеля” можно снизить уровень портфельного риска и соответственно повысить соотношение прибыльности и риска.

3.1 Анализ финансового состояния

Детализация методики анализа зависит от целей и задач, а также от различных факторов информационного, временного, методического, кадрового и технического обеспечения.

Логика аналитической работы предполагает ее организацию в виде двухмодельной структуры:

экспресс анализ и детализированный анализ финансового состояния.

Целью экспресс – анализа является простая наглядная оценка финансового состояния и динамики развития предприятия.

Выполнять его целесообразно в три этапа: подготовительный, предварительный обзор бухгалтерской отчетности и экономическое чтение, анализ отчетности.

Цель первого этапа – принятие решения о целесообразности и возможности анализа, что делается на основе знакомства с аудиторским заключением (стандартное и нестандартное) и проверки наличия всех форм и приложений, валюты баланса, взаимной увязки показателей и их соотношение.

Цель второго этапа – знакомство с пояснительной запиской к балансу.

Третий этап – основной в анализе, его цель – обобщенная оценка результатов хозяйственной деятельности и финансового состояния предприятия.

Типовая структура годового бухгалтерского отчета предприятия должна содержать следующие разделы:

Краткая характеристика деятельности предприятия (основные показатели, виды и географической сферы деятельности:

– обращение директора предприятия;

– отчет администрации (характеристика производственной, коммерческой и инвестиционной деятельности, оценка финансового состояния, характеристика научно-технического уровня предприятия его природоохранная деятельность и т.д.);

– бухгалтерская отчетность;

– пояснения к бухгалтерской отчетности (характеристика учетной политики, структуры и вида основных средств, нематериальных активов, финансовых вложений, дебиторской и кредиторской задолженности, издержек производства и обращения, ликвидности и финансовой устойчивости и т.д.);

– аудиторское заключение;

– данные о котировке ценных бумаг предприятия;

– прочая информатизация (состав высшего выборного органа управления, состав администрации, информатизация о наиболее существенных инвесторах и т.д.

1 Совокупность аналитических показателей для экспресс-анализа

Направление (процедура) анализа	Показатель
1 Оценка экономического потенциала субъекта хозяйствования	
1.1 Оценка имущественного показателя	1 Величина основных средств и доля их в общей сумме активов 2 Коэффициент износа основных средств 3 Общая сумма хозяйственных средств, находящихся в распоряжении предприятия
1.2 Оценка финансового положения	1 Величина собственных средств и их доля в общей сумме источников 2 Коэффициент текущей ликвидности 3 Доля собственных оборотных средств в общей их сумме 4 Доля долгосрочных заемных средств в общей сумме источников 5 Коэффициент покрытия запасов
1.3 Наличие “больных” статей в отчетности	1 Убытки 2 Ссуды, займы, не погашенные в срок 3 Просроченная дебиторская и кредиторская задолженность 4 Векселя выданные (полученные) просроченные
2 Оценка результативности финансово-хозяйственной деятельности	
2.1 Оценка прибыльности	1 Прибыль 2 Рентабельность общая 3 Рентабельность основной деятельности
2.2 Оценка динамичности	1 Сравнительные темпы роста выручки, прибыли и авансированного капитала 2 Оборачиваемость активов 3 Продолжительность операционного и финансового цикла 4 Коэффициент погашаемости дебиторской задолженности
2.3 Оценка эффективности использования экономического потенциала	1 Рентабельность авансированного капитала 2 Рентабельность собственного капитала

В общем виде экспресс – анализом отчетности предусматривается анализ ресурсов и их структуры, результатов хозяйствования, эффективности использования собственных и заемных средств.

Финансовое состояние оценивается с точки зрения краткосрочной (ликвидность и платежеспособность) и долгосрочной перспектив.

Ликвидность какого либо актива – способность трансформации его в денежные средства, а степень ликвидности определяется продолжительностью временного периода этой трансформации.

Ликвидность предприятия – наличие у него оборотных средств в размере теоретически достаточном для погашения краткосрочных обязательств хотя бы и с нарушением сроков погашения.

Платежеспособность – наличие у предприятия денежных средств и их эквивалентов, достаточных для расчетов по кредиторской задолженности, требующей немедленного погашения, т.е. основными признаками платежеспособности являются:

а) наличие денежных средств на расчетном счете;

б) отсутствие краткосрочной кредиторской задолженности.

В наиболее концентрированном виде степень ликвидности может выражаться коэффициентом текущей ликвидности, который показывает, сколько рублей текущих активов (оборотных средств) приходится на один рубль текущих обязательств (текущая краткосрочная задолженность).

С позиции долгосрочной перспективы финансовое состояние предприятия характеризуется структурой источников средств, степенью зависимости предприятия от внешних инвесторов и кредиторов. Доля собственного капитала должна составлять более 60 % (условная рекомендация).

Оценка результативности измеряется абсолютными и относительными показателями. Различают показатели:

– экономический эффект – абсолютный, объемный показатель, характеризующий результат деятельности (валовой доход от реализации, прибыль и т.п.). Для оценки используют коэффициент рентабельности.

– экономическая эффективность – относительный показатель, соизмеряющий полученный эффект с затратами или ресурсами, использованными для достижения этого эффекта (рентабельность авансированного и собственного капитала), а рост их в динамике рассматривается как накопительная тенденция).

В рамках экспресс- анализа в дополнении к приведенной системе показателей целесообразно использовать следующую последовательность взаимосвязанных таблиц:

– хозяйственные средства предприятия и их структура (основные средства, нематериальные активы, оборотные средства, собственные оборотные средства;

– основные средства предприятия, в том числе активная часть по первоначальной и остаточной стоимости, доля арендованных средств, коэффициент износа и обновления;

– структура и динамика оборотных средств (приводится укрупненная группировка статей баланса, а также ряд специфических показателей: величина собственных оборотных средств, их доля в покрытии товарных запасов и др.;

– основной результат финансово-хозяйственной деятельности предприятия (выручка от продаж, прибыль, рентабельность, уровень валового дохода, уровень издержек обращения, фондоотдача, выработка, показатели оборачиваемости);

– эффективность использования финансовых ресурсов, в том числе собственных, привлеченных ресурсов, рентабельности авансированного капитала, рентабельности собственного капитала и др.

Экспресс анализ может завершиться рекомендацией о необходимости более детализированного анализа финансовых результатов и финансового накопления.

Цель детализированного анализа – более подробная характеристика имущественного и финансового положения предприятия, результатов его деятельности в отчетном периоде и возможностей развития в будущем.

В общем, виде детализированный анализ выглядит так:

1 *Предварительный обзор экономических и финансовых положений предприятия.*

1.1 Характеристика общей направленности финансово-хозяйственной деятельности.

1.2 Выявление “больных” статей отчетности.

2 *Оценка и анализ экономического потенциала предприятия.*

Оценка имущественного положения.

Оценка и анализ баланса-нетто (без износа)

Вертикальный анализ баланса (относительный).

Горизонтальный анализ баланса (абсолютный и относительный).

Анализ качественных сдвигов в имущественном положении

Оценка финансового положения.

Оценка ликвидности.

Оценка финансовой устойчивости.

3 Оценка и анализ результативности финансово-хозяйственной деятельности субъекта хозяйствования.

3.1 Оценка производственной (основной) деятельности.

3.2 Анализ рентабельности.

3.3 Оценка положения на рынке ценных бумаг.

Основные показатели, используемые в анализе финансово-хозяйственной деятельности

1 Показатели оценки имущественного положения – сумма хозяйственных средств, находящихся в распоряжении предприятия – стоимостная оценка активов, числящихся на балансе предприятия.

Доля активной части основных средств – машины, оборудование, транспортные средства.

Коэффициент износа – характеризует долю стоимости основных средств, списанных на затраты предшествующих периодов (рекомендуется < 50 %).

Коэффициент годности – доля основных средств, оставшаяся к списанию на затраты в последующих периодах.

Коэффициент обновления – часть основных средств, которую составляют новые на конец отчетного периода.

Коэффициент выбытия – часть основных средств, с которыми предприятия начало деятельность выбыла из-за ветхости и по другим причинам.

2 Оценка ликвидности и платежеспособности

Величина собственных оборотных средств – часть собственного капитала предприятия, которая является источником предприятия текущих активов предприятия (т.е. активов, имеющих оборачиваемость менее года).

Величина собственных оборотных средств численно равна превышению текущих активов над текущими обязательствами.

Оборотные средства – характеризует активы предприятия.

Величина оборотных средств – часть капитала предприятия, рассматриваемая как источник покрытия текущих активов.

Если величина текущих обязательств выше величины текущих активов, то одним из источников покрытия основных средств и внеоборотных активов являются краткосрочная кредиторская задолженность. Финансовое положение предприятия в этом случае неустойчиво и требует мер по его устранению.

Маневренность функционирующего капитала характеризует часть собственных оборотных средств, которая находится в форме денежных средств, т.е. средств имеющих абсолютную ликвидность (меняется в нормальных условиях от 0 до 1, рост положительен).

Коэффициент текущей ликвидности – сколько рублей текущих активов предприятия приходится на один рубль текущих обязательств. Логика – предприятие погашает краткосрочные обязательства в основном за счет текущих активов (рост положительен). На Западе критическое нижнее значение – 2.

Коэффициент быстрой ликвидности – исчисляется как отношение текущих активов предприятия за минусом производственных запасов, как менее ликвидной части, к текущим обязательствам. Нижнее значение показателя –1 (рост положительная тенденция), но если он связан в основном с ростом неоправданной дебиторской задолженностью вряд ли это положительно характеризует предприятие.

Коэффициент абсолютной ликвидности (платежеспособности) – какая часть краткосрочных заемных обязательств может при необходимости погашена немедленно. Нижняя граница – 0,2.

Доля собственных оборотных средств в покрытии финансов. Характеризует ту часть стоимости запасов, которая покрывается собственными оборотными средствами. Нижняя граница – 50 %. (Традиционно имеет большое значение в торговле).

Коэффициент покрытия запасов – соотношение величины “нормативных” источников покрытия запасов и суммы запасов. Если его значение < 1, то финансовое состояние неустойчивое.

3 Оценка финансовой устойчивости

Финансовая устойчивость предприятия в долгосрочной перспективе характеризуется соотношением собственных и заемных средств. Но это лишь, в общем.

Коэффициент концентрации собственного капитала – доля владельцев предприятия в общей сумме средств (> 60 %), авансированных в его деятельность.

Коэффициент концентрации привлеченного капитала – с коэффициентом концентрации собственного капитала дает в сумме 1 (рекомендуемый > 80 %).

Коэффициент финансовой зависимости – является обратным к коэффициенту концентрации собственного капитала. Если его значение 1,25 значит в каждом 1,25 р. вложенного в активы предприятия, 25 к. заемные.

Коэффициент маневренности собственного капитала – какая часть собственного капитала используется для финансирования текущей деятельности, т.е. вложение в оборотные средства, а какая капитализована. Меняется в зависимости от отраслевой принадлежности.

Коэффициент структуры долгосрочных вложений – логика расчета основана на том, что долгосрочные ссуды и займы используются для финансирования основных средств и других капиталовложений. Показывает, какая часть основных средств и прочих необоротных активов профинансирована внешними инвесторами, то есть якобы принадлежит не предприятию.

Коэффициент долгосрочного привлечения – заемных средств – характеризует структуру капитала. Рост негативен.

Коэффициент соотношения собственных привлеченных средств – дает наиболее общую оценку финансовой устойчивости предприятия. Его значение 0,25 означает, что на каждый рубль собственных средств, вложенных в активы предприятия приходится 25 к. заемных. Рост показывает увеличение зависимости.

4 Оценка деловой активности

Данную оценку можно осуществить, не сравнивая с результатами деятельности других предприятий. Таким качественным показателем могут быть: широта рынков сбыта продукции, наличие продукции, поставляемой на экспорт, репутация предприятия.

Количественная оценка:

- степень выполнения плана по основным показателям, обеспечение заданных темпов их роста;
- уровень эффективности использования ресурсов – “Золотое правило экономики”

$$T_{\text{пр}} > T_{\text{р}} > T_{\text{ак}} > 100\% ,$$

где $T_{\text{пр}}$, $T_{\text{р}}$, $T_{\text{ак}}$ – темп изменения прибыли, реализации, авансированного капитала.

Эта зависимость означает, что:

- экономический потенциал возрастает;
- по сравнению с экономическим потенциалом возрастает объем реализации;
- прибыль возрастает опережающими темпами, т.е. относительно снижаются издержки производства и обращения.

Ресурсоотдача (коэффициент оборачиваемости авансированного капитала) – объем реализации продукции приходящейся на рубль средств, вложенных в деятельность предприятия. РОСТ.

Коэффициент устойчивости экономического роста – показывает какими в среднем темпами может развиваться предприятие в дальнейшем, не меняя уже сложившееся соотношение между различными источниками финансирования, фондоотдачей, рентабельностью производства, дивидендной политикой и т.п.

5 Оценка рентабельности

Рентабельность авансированного капитала и рентабельность собственного капитала.

Дилемма “Хорошо кушать или спокойно спать”.

Здесь на показатели сильное влияние оказывает фактор времени.

6 Оценка положения на рынке ценных бумаг

Рыночная устойчивость. Эта часть анализа выполняется на предприятиях зарегистрированных на фондовых биржах и котирующихся там свои ценные бумаги. По отчетной документации эту часть анализа выполнить невозможно, нужна дополнительная информация.

Доход на акцию – отношение чистой прибыли, уменьшенной на величину дивидендов по привилегированным акциям, к общему числу обыкновенных акций. Несопоставимость акций разных предприятий.

Ценность акции – частное отделение рыночной цены акции на доход на акцию. Это индикатор спроса на акцию.

Дивидендная доходность акции – отношение дивиденда, выплачиваемого на акцию, к ее рыночной цене. Характеризует процент возврата капитала, вложенного в акции предприятия – это прямой эффект.

Косвенный эффект (доход или убыток), выражающийся в изменении рыночной цены акции данного предприятия.

Дивидендный выход – деление дивиденда выплачиваемого на акции, на доход на акцию, т.е. доля чистой прибыли, выплаченная в виде дивидендов акционерам.

Коэффициент котировки акции – отношение рыночной цены акции к ее учетной (книжной) цене.

Книжная цена характеризует долю собственного капитала, приходящегося на одну акцию (КЦА). Она складывается из номинальной стоимости (предоставленной на бланке акции), доли эмиссионной прибыли (накопленной разницы между рыночной ценой акции в момент их продажи и их номинальной стоимостью) и доли накопленной и вложенной предприятием прибыли в развитие. Если КЦА > 1, значит, за нее дают цену на рынке выше реальной оценки капитала, приходящегося на акцию в данный момент.

В анализе может использоваться жестко детерминированная факторная зависимость, например, на фирмах Дюпона

$$PCK = PAK \cdot KФЗ = \frac{ЧП}{BP} \cdot \frac{BP}{BA} \cdot \frac{BA}{СК}$$

где ЧП – чистая прибыль; BP – выручка от реализации; BA – всего активов (итог баланса нетто); СК – собственный капитал; PAK – рентабельность авансированного капитала; PCK – рентабельность собственного капитала; KФЗ – коэффициент финансовой независимости (доля авансированных средств в деятельности предприятия в общей сумме средств).

Рентабельность собственного капитала зависит от трех факторов: рентабельности хозяйственной деятельности, ресурсоотдачи и структуры авансированного капитала. Данные факторы обобщают все стороны финансово-хозяйственной деятельности.

3.2 Методы регулирования финансовых результатов

Регулирование финансовых результатов ведется в основном в направлении снижения налогов в пределах законодательства РФ, например, путем регулирования прибыли. Постановлением Правительства от 16.02.92 г. № 83 “О положении в бухгалтерском учете и отчетности в РФ” введено понятие “учетная политика”, которое изменило ранее существовавший жесткий порядок учета и позволило ввести новый подход, связанный с варьированием финансовых результатов.

Регулировать финансовые результаты можно:

- варьированием границей оценки активов (имущества) предприятия;
- выбором источников списания полученных результатов;
- распределением доходов и расходов между смежными расчетными периодами и др.

Конкретные методы варьирования финансовой отчетности

1 Варьирование границей норматива отнесения актива к основным средствам. В настоящее время к основным средствам относятся объекты стоимостью свыше 100 минимальных размеров оплаты труда за единицу (в бюджетной сфере более 50). Предприятия имеют право снижать этот норматив, т.е. может быть изменение величины текущих затрат, а следовательно, и прибыли.

2 В соответствии с решением федеральных органов проводится периодическая переоценка основных средств. В случае, если финансово-экономические показатели предприятия после переоценки существенно ухудшаются, разрешено использовать понижающие коэффициенты к амортизационным отчислениям в размере до 0,5. Это также влияет на величину прибыли.

3 Предприятия могут применять ускоренную амортизацию. При введении ускоренной амортизации применяется равномерный (лимитный) метод ее исчисления, при котором утвержденная норма годовых амортизационных отчислений увеличивается на коэффициент ускорения в размере не выше двух. Малым предприятиям установлена льгота – списывать дополнительно в первый год функционирования до 50 % первоначальной стоимости основных средств со сроком службы свыше трех лет. Это существенно влияет на прибыль предприятия.

4 Положение о бухгалтерском учете и отчетности разрешило применение различных методов оценки производственных запасов (ФИФО, ЛИФО, средних цен). От выбора метода зависит величина прибыли.

5 Возможен различный порядок учета процентов по кредитам банка, используемых на капвложения, что отражается не только на текущих финансовых результатах, но и некоторых балансовых статьях.

6 Варьируя оценками нематериальных активов (формализованных критериев оценки нет) можно влиять на размер прибыли.

7 Имущество, переданное в собственность предприятия в счет вкладов в уставной капитал в натуральной форме, учитываются в оценке по договоренности участников, что влияет на финансовые результаты.

8 Не существует нормативных критериев для создания резерва по сомнительным долгам; принимаются экспертные оценки, что дает возможность варьировать прибылью.

9 Существует несколько разрешенных методов: либо начисления износа в размере 100 % при передаче в эксплуатацию, либо путем начисления 50 % износа при передаче в эксплуатацию, а 50 % остальных при выбытии за непригодностью.

10 Возможен различный порядок отнесения отдельных видов расходов на себестоимость продукции (путем непосредственного их списания либо с резервов предстоящих расходов и платежей).

3.3 Прогнозирование возможного банкротства предприятий

Существует большое количество методов прогнозирования финансовых показателей, но для прогнозирования финансового состояния с позиции возможного банкротства предприятия применяют в основном три подхода:

- расчет индекса кредитоспособности;
- использование системы формализованных и неформализованных критериев;
- прогнозирование показателей платежеспособности.

1 *Расчет индекса кредитоспособности* (метод Альтмана) Он обследовал 66 предприятий промышленности, половина из которых обанкротилась в течение 20 лет (1946 – 1966), а половина работала успешно и исследовал 22 коэффициента. Из них он отобрал пять аналитических коэффициентов, которые могли бы быть полезными в прогнозировании банкротства, и построил многофакторное регрессионное уравнение. В общем, виде индекс кредитоспособности Z равен

$$Z = 3,3K_1 + 1,0K_2 + 0,6K_3 + 1,4K_4 + 1,2K_5,$$

где K_1, K_2, K_3, K_4, K_5 – рассчитываются по следующим алгоритмом:

$$K_1 = \frac{\text{Прибыль до выплаты налогов, процентов}}{\text{Всего активов}};$$

$$K_2 = \frac{\text{Выручка от реализации}}{\text{Всего активов}};$$

$$K_3 = \frac{\text{Собственный капитал (рыночная оценка)}}{\text{Привлеченный капитал}};$$

$$K_4 = \frac{\text{Реинвестированная прибыль}}{\text{Всего активов}};$$

$$K_5 = \frac{\text{Собственные оборотные средства}}{\text{Всего активов}}.$$

Возможность банкротства предприятия в обозримом будущем устойчивое финансовое положение при $Z > 2,675$ 2-3 года при $Z < 2,675$ достаточно

Недостатком этой методики является то, что рыночную стоимость предприятия можно определить в том случае, если предприятия котируют свои акции на биржах.

Использование системы формирования информационных критериев

Рекомендации комитета по общению практиков аудирования (Великобритания) содержат перечень критических показателей для оценки возможного банкротства.

На основе опыта западных аудиторских фирм и, адаптируя западные разработки на наш опыт, можно рекомендовать следующую двухуровневую систему показателей.

К первой группе критериев относятся:

- повторяющиеся существенные потери в основной производственной деятельности;
- превышение некоторого критического уровня просроченной кредиторской задолженности;
- чрезмерное использование краткосрочных заемных средств в качестве финансирования долгосрочных вложений;
- устойчиво низкое значение коэффициента ликвидности;
- хроническая нехватка оборотных средств;
- хроническое невыполнение обязательств перед инвесторами, кредиторами и акционерами,
- высокий уровень дебиторской задолженности,
- наличие сверх нормы залежалых товаров и производственных запасов;
- применение изношенного оборудования в производстве продукции;
- неблагоприятные изменения в портфеле заказов;
- потеря долгосрочных контрактов;
- неправильная реинвестиционная политика;
- устойчиво увеличивается до опасных пределов доля заемных средств в общей сумме источников средств.

Вторая группа показателей, при неблагоприятной ситуации может резко ухудшаться:

- потеря ключевых сотрудников аппарата управления;
- вынужденные остановки производства;

- недостаточная диверсификация деятельности предприятия;
- излишняя ставка на возможную высокую прибыльность в будущем;
- потери ключевых контрагентов;
- недостаточное техническое и технологическое обновление предприятия;
- неэффективное долговое соглашение;
- политический риск, связанный с предприятием.

3.4 Прогноз показателей платежеспособности

Для оценки удовлетворительности структуры баланса являются:

- коэффициент текущей ликвидности – $K_{тл}$;
- коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами – $K_{ос}$;
- коэффициент восстановления (утраты) платежеспособности – $K_{ув}$;

Расчет производится по следующим алгоритмам:

$$K_{тл} = \frac{\text{Оборотные средства в запасах, затратах и прочих активах}}{\text{Наиболее срочные обязательства}};$$

$$K_{ос} = \frac{\text{Собственные оборотные средства}}{\text{Оборотные средства в запасах, затратах и прочих активах}};$$

$$K_{ув} = \frac{K_{тл}^n}{K_{тл}^y} = \frac{\text{Расчетный } K_{тл}}{\text{Установленный } K_{тл}}.$$

Основанием для признания структуры баланса неудовлетворительным, а предприятия неплатежеспособным, является выполнение одного из следующих условий

$$K_{тл} < 2 \text{ либо } K_{ос} < 0,1.$$

4 ОСНОВЫ ФИНАНСОВОЙ МАТЕМАТИКИ

В условиях инфляции и снижения объемов производства деньги получили новую характеристику – временную ценность. Это вызвано обесцениванием денежной наличности с течением времени и связано с обращением капитала.

Простейшим видом финансовой сделки является однократное предоставление в долг некоторой суммы PV с условием, что через время t будет возвращена большая сумма FV . Результативность сделки можно охарактеризовать двояко:

- с помощью абсолютного показателя

$$(FV - PV);$$

- с помощью относительного показателя – ставки, которая рассчитывается отношением приращения исходной суммы к базовой величине, в качестве которой можно брать PV или FV .

Ставки рассчитываются:

- темпом прироста

$$Rt = (FV - PV) / PV;$$

- темпом снижения

$$Dt = (FV - PV) / FV.$$

В финансовых вычислениях первый показатель называется “процентная ставка”, “процент”, “рост”, “ставка процента”, “норма прибыли”, “доходность”, а второй показатель называют “учетная ставка”, “дисконт”.

Обе ставки взаимосвязаны:

$$Rt = Dt / (1 - Dt) \quad \text{или} \quad Dt = Rt / (1 + Rt)$$

Показатели выражаются в долях единицы или в процентах.

Данные показатели незначительно отличаются друг от друга, поэтому в прогнозах, например, при оценке инвестиционных проектов используют оба показателя, но чаще процентную ставку.

Процесс, в котором задана исходная сумма и процентная ставка, в финансовых вычислениях, называют процессом наращивания.

Процесс, в котором заданы ожидаемая в будущем к получению (возвращаемая) сумма и коэффициент дисконтирования, называется процессом дисконтирования.

В первом случае речь идет о движении денежного потока от настоящего к будущему, во втором – о движении от будущего к настоящему.

Логика финансовых операций заключается в следующем.

В качестве коэффициента дисконтирования может использоваться либо процентная ставка (математическое дисконтирование), либо учетная ставка (банковское дисконтирование).

Величина FV показывает как бы будущую стоимость “сегодняшней” величины PV при заданном уровне доходности.

В связи с вариабельностью условий финансирования в отношении частоты и способов начисления, а также вариантов предоставления и погашения, процессы установления процентных ставок многообразны.

Предоставляя свои денежные средства в долг, их владелец получает доход в виде процентов, полученных по определенному алгоритму. Обычно период начисления принимается в один год, т.е. однократное начисление процентов по истечении года после получения ссуды.

Известны две основные схемы дисконтного начисления:

- схема простых процентов
- схема сложных процентов.

Схема простых процентов предполагает неизменность базы, с которой происходит начисление.

Размер инвестированного капитала R_n через n лет будет равен

$$R_n = P + P r + \dots + P r = P (1 + nr),$$

где r – требуемая доходность в долях единицы.

Инвестиция сделана на условиях сложного процента, если очередной годовой доход исчисляется с общей суммы, включающей ранее исчисленные и не востребованные инвестором проценты.

В этом случае происходит капитализация процентов по мере их начисления, т.е. база с которой начисляются проценты постоянно растет. Тогда размер инвестируемого капитала будет равен:

- к концу первого года $F_1 = P + P r$;
- к концу второго года $F_2 = F_1 + F_1 r = F_1(1 + r)$;
- к концу n -го года $F_n = F_1(1 + r)^n$.

Соотношение R_n и F_n с помощью математической индукции можно установить:

$$R_n > F_n \text{ при } 0 < n < 1,$$

$$F_n > R_n \text{ при } n > 1.$$

Формула сложных процентов является одной из базовых в финансовых вычислениях, поэтому используют мультиплицирующий множитель, который табулирован для удобства использования для различных r и n .

Формула алгоритма начисления переписывается так

$$F_n = PFM_1(r, n)$$

Взаимосвязь R_n и F_n можно изобразить графически

Экономический смысл мультиплицирующего множителя состоит в том, что он показывает, чему будет равна одна денежная единица (рубль и др.) через n периодов при заданной процентной ставке r .

Для контроля начисления используют “правило 72-х”. Это правило заключается в том, что если процентная ставка r , выраженная в процентах, то $K = 72 / r$ представляет собой число периодов K , за которое исходная сумма приблизительно удвоится. Это правило хорошо срабатывает для небольших значений r (до 20 %).

Схема простых процентов используется в банковской практике при начислении процентов в краткосрочном периоде со сроком погашения до одного года. В этом случае длины различных временных интервалов в расчетах могут округляться (месяц – 30 дней, квартал – 90, год – 360).

В этом случае используют промежуточную процентную ставку, которая равна доле годовой процентной ставке, пропорциональной доле временного интервала в году

$$F = P (1 + fr) \text{ или } F = P (1 + (t / T) r),$$

где f – относительная длина периода до погашения ссуды; r – годовая процентная ставка в долях единицы; t – продолжительность финансовой операции, дн.; T – количество дней в году.

При определении продолжительности финансовой операции день выдачи и день погашения ссуды считают за один день.

Расчет может вестись двумя вариантами:

- принимается в расчет точное число дней ссуды (расчет ведется по дням), тогда в году считают 365 или 366 дней;
- принимается приблизительное число дней ссуды (исходя из продолжительности месяца в 30 дней) и в году берут 360 дней.

Другой весьма распространенной операцией краткосрочного характера, для оценки которой используются рассмотренные формулы, является операция по учету векселей. В этом случае пользуются аналогичной формулой, являющейся следствием формулы простых процентов

$$PV = FV (1 - fd) \text{ или } PV = FV [1 - (t / T) d],$$

где d – темп снижения; f – относительная длина периода

Операция имеет смысл, если число в скобках не отрицательно.

Внутригодовые процентные начисления ведут по формуле сложных процентов по подынтервалам и по ставке, равной пропорциональной доле исходной годовой ставки

$$F_n = P (1 + r m)^{km},$$

где r – объявленная годовая ставка; m – количество начислений в году; k – количество лет.

Начисление процентов за дробное количество лет. В этом случае проценты могут начисляться одним из двух методов:

- по схеме сложных процентов

$$F_n = P (1 + r)^{k+f},$$

– по смешанной схеме (используется схема сложных процентов для целого числа лет и схема простых процентов – для дробной части года)

$$F_n = P (1 + r)^k (1 + fr),$$

Возможны финансовые контракты в которых начисление процентов осуществляется по внутригодовым подпериодам, а продолжительность общего периода действий контракта не равна целому числу подпериодов. В этом случае также возможно использование двух схем:

– схема сложных процентов

$$F_n = P(1 + r/m)^{mk} \left(1 + \frac{r}{m}\right)^f;$$

– смешанная схема

$$F_n = P(1 + r/m)^{mk} \left(1 + f \frac{r}{m}\right),$$

где k – количество лет; m – количество начислений в году; r – годовая ставка; f – дробная часть подпериода.

Непрерывное начисление процентов – в этом случае максимально возможное наращивание осуществляется при бесконечном дроблении годового интервала.

При непрерывном начислении процентов в течение одного года используется базовая формула

$$F = P e^r,$$

где $e = 2,718281 \dots$ – основание натурального логарифма.

Годовая процентная ставка не отражает реальной эффективности сделки и не может использоваться для сопоставления. Для сравнительного анализа эффективности контрактов используют эффективную годовую процентную ставку re , которая обеспечивает переход от P к F_n при заданных значениях этих показателей и однократном начислении процентов (рис. 7).

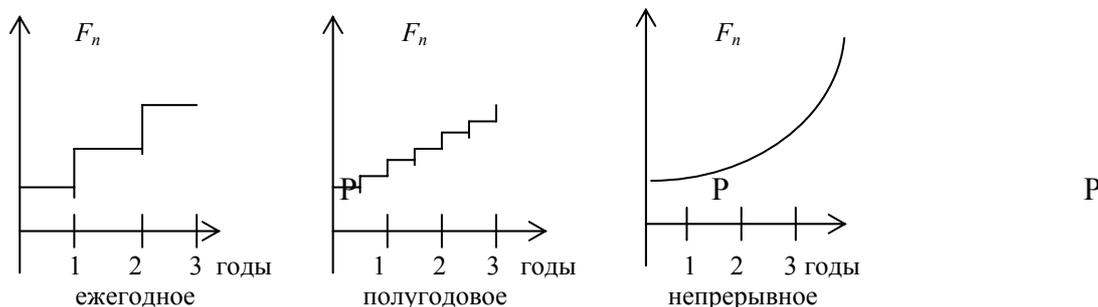


Рис. 7 Различные варианты начисления процентов

В этом случае задается исходная сумма P , номинальная годовая ставка – r , число начислений сложных процентов – m . Этому условию соответствует определенное значение наращенной величины F_1 . Необходимо найти такую годовую ставку re , которая обеспечила бы точно такое же наращение как и исходная схема, но при однократном начислении процентов, т.е. $m = 1$.

$$F_1 = P + Pre = P(1 + re).$$

Эффективная ставка зависит от количества внутригодовых начислений, причем с ростом m она увеличивается.

Оценивая целесообразность финансовых вложений в тот или иной бизнес, исходят из того, является ли это вложение более прибыльным (при допустимом уровне риска), чем вложение в государственные ценные бумаги.

Основная идея этих методов заключается в оценке будущих поступлений F_n с позиции текущего момента. При этом анализируется:

- обесценивание денег (инфляция);
- темп изменения цен на сырье, материалы, основные средства;
- желательно периодическое начисление дохода не ниже определенного минимума.

Базовая расчетная формула для такого анализа

$$P = \frac{F_n}{(1 + r)^n},$$

где F_n – доход планируемый к получению в n -ном году; P – текущая стоимость (приведенная), т.е. оценка величины F_n с позиции текущего момента; r – коэффициент дисконтирования.

Экономический смысл такого представления заключается в следующем: прогнозируемая величина денежных поступлений через n лет F_n будет меньше и равна P .

Одним из основных элементов финансового анализа является оценка денежного потока c_1, c_2, \dots, c_n .

Элементы потока c_i могут быть либо независимыми, либо связанными между собой определенным алгоритмом.

Временные периоды чаще всего определяются равными. Предполагается, что элементы денежного потока однонаправлены, т.е. нет чередования оттоков и притоков. Условно считают, что генерируемые в рамках одного временного периода поступления имеют место либо в его начале, либо в его конце, т.е. они не распределены внутри периода, а сконцентрированы на одной из его границ. Денежный поток в начале временного периода называется пренумерандо или авансовым, в конце – постнумерандо.

На практике большее распространение получил поток постнумерандо, в частности, именно этот поток лежит в основе методик анализа инвестиционных проектов.

Оценка денежного потока может выполняться в рамках решения двух задач:

- прямой или приводится оценка с позиции будущего;
- обратной или приводится оценка с позиции настоящего (реализуется схема дисконтирования).

Прямая задача предполагает суммарную оценку наращенного денежного потока, т.е. в основе лежит будущая стоимость.

Обратная задача предполагает суммарную оценку дисконтированного (приведенного) денежного потока.

Одним из ключевых понятий в финансовых и коммерческих расчетах является понятие аннуитета. Аннуитет представляет собой частный случай денежного потока, в котором денежные поступления в каждом периоде одинаковы по величине. Если число равных временных интервалов ограничено, аннуитет называется срочным. В этом случае:

$$c_1 = c_2 = \dots = c_n.$$

Также разделяют аннуитет пренумерандо и постнумерандо (рентные платежи, денежные вклады для накопления крупной суммы, плата за аренду имущества).

Прямая задача оценки срочного аннуитета решается по формуле

$$FV_{pst} = A \sum (1 + r)^k.$$

Обратная задача оценки срочного аннуитета решается с помощью формулы

$$FV_{pst} = A \sum (1/1 + r)^k.$$

На практике возможна ситуация, когда величина платежа меняется со временем в сторону увеличения или уменьшения (заключение договоров аренды в условиях инфляции). В этом случае аннуитет называется бессрочным. Расчет в этом случае ведется с помощью финансовых таблиц.

5 ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ

5.1 Анализ потоков денежных средств

Изучение данных отчета об источниках и использовании средств, основанных на прогнозах, позволяет оценить будущие потоки, что позволяет наилучшим образом удовлетворения финансовых потребностей предприятия.

При этом можно прогнозировать смету наличности, которая необходима финансовому менеджеру для определения краткосрочных потребностей предприятия в денежных средствах и, следовательно, при планировании его краткосрочных финансовых возможностей. В этом случае можно оценить предпринимательский риск и ликвидность предприятия и спланировать реальную “черту безопасности”, которая определяется на основе регулирования запаса ликвидности предприятия, преобразования временной структуры ее долга, установления кредитной линии с банком или комбинации этих трех мер.

Движение денежных средств предприятия представляет собой непрерывный процесс. Для каждого направления использования денежных средств должен быть соответствующий источник. В широком смысле активы предприятия представляют собой чистое использование денежных средств, а пассивы и собственный капитал – чистые источники.

Путем отчета о наличии и использовании денежных средств изучается чистое изменение объема средств между двумя моментами (началом и концом) расчетного периода. Рассчитываются денежные потоки пренумерандо и постнумерандо.

В отчете указываются:

1 Источники увеличения объекта денежных средств:

- а) чистое уменьшение любой статьи активов (за исключением наличности и основных средств);
- б) общее сокращение основных средств;
- в) чистое увеличение любой статьи обязательств;
- г) доход от продажи привилегированных и обыкновенных акций;
- д) денежные средства, полученные в результате хозяйственной деятельности.

Последний источник показывается в отчете о прибылях и убытках, его определяют путем прибавления к доходу после уплаты налогов сумму амортизации.

2 Использование денежных средств:

- а) чистое увеличение любой статьи активов (за исключением наличности и основных средств);
- б) общее увеличение основных средств;
- в) чистое уменьшение каких-либо обязательств;
- г) погашение или покупку акций;
- д) дивиденды, выплачиваемые наличными.

Финансисты-аналитики часто составляют отчет об источниках и использовании рабочего капитала, который представляет собой решение средства, вычисляемые как разницу между текущими активами и текущими обязательствами (оборотные средства за вычетом краткосрочной кредиторской задолженности).

5.2 Прогнозирование денежных потоков

1 Анализ потоков денежных средств

Бюджет денежных средств – прогноз потоков наличных средств предприятия, вызываемых инкассацией и выплатами, обычно составляется на месяц на основе планирования будущих наличных поступлений и выплат предприятия за различные промежутки времени.

Точность прогноза денежных потоков определяется точностью объема продаж (табл. 2, 3).

2 График поступлений от продаж (тыс. р.)

Показатели	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Август
Общий объем продаж	300	350	250	200	250	300	350	380
Продажи в кредит	270	315	225	180	225	270	315	342
Инкассация 1-ый месяц		243	283,5	202,5	162,0	202,5	243	283,5
Инкассация два месяца			27,0	31,5	22,5	18	22,5	27
Общий объем инкассации			310,5	234	184,5	220,5	265,5	310,5
Продажи за наличные			25	20	25	30	35	38
Итого поступлений			335,5	254	209,5	250,5	300,5	348,5

3 График расходов (тыс. р.)

Показатели	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль
Закупки	100	80	100	120	140	150	150
Оплата наличными		100	80	100	120	140	150
Выплаты по зарплате		80	80	90	90	95	100
Прочие расходы		50	50	50	50	50	50
Итого наличных расходов		230	210	240	260	285	300

После расчета всех элементов предварительного баланса их объединяют в форму баланса на определенную дату (табл. 4).

4 Баланс предприятия (тыс. р.)

Актив		Пассив	
– наличные денежные средства	75,0	– ссуды банка	111,5
– дебиторская задолженность	373,5	– кредиторская задолженность	250,0
– товароматериальные запасы	420,0	– начисленные расходы по зарплате и затраты по ее выплате	240,0
		– начисленный налог на прибыль	70,0
Текущие активы (оборотные средства)	868,5	Краткосрочная кредиторская задолженность	671,5
Остаточная стоимость основных средств	850,0	Собственный капитал	1047,0
Итого активов	1718,5	Итого пассивов	1718,5

Собственный капитал:

- капитал предоставленный собственниками (уставной капитал, премия на акции);
- взносы юридических и физических лиц (целевое финансирование, взносы и пожертвования);

– резервы, накопленные предприятием (резервный капитал, добавочный капитал, накопленная прибыль: нераспределенная прибыль, фонды накопления).

2 Бюджетирование в управлении оборотным капиталом.

Процесс бюджетирования является составной частью финансового планирования, т.е. процесса определения будущих действий по формированию и использованию финансовых ресурсов.

Финансовое планирование обеспечивает взаимосвязь доходов и расходов на основании взаимосвязки показателей развития предприятия с его финансовыми ресурсами.

Цель финансового планирования – обеспечение воспроизводственного процесса соответствующими как по объему, так и по структуре финансовыми ресурсами.

В ходе достижения этой цели выделяются следующие основные задачи:

- определение объекта планирования;
- разработка системы финансовых планов с выделением оперативных, административных и стратегических планов;
- расчет необходимых финансовых ресурсов;
- расчет объемов и структуры внутреннего и внешнего финансирования, выявление резервов и определение объемов дополнительного финансирования;
- прогноз доходов и расходов предприятия.

Обычно составляются планы стратегические, текущие и оперативные.

Стратегические планы – это планы генерального развития бизнеса и долгосрочной структуры организации.

В финансовом аспекте стратегические планы определяют важнейшие финансовые показатели и пропорции воспроизводства, характеризуют инвестиционные стратегии и возможности реинвестирования и накопления. Такие планы определяют объем и структуру финансовых ресурсов, необходимых для сохранения предприятия как бизнес-единицы.

Текущие планы разрабатываются на основе стратегических путем их детализации, т.е. если стратегический план дает примерный перечень финансовых ресурсов, их объем и направления использования, то в рамках текущего планирования проводится взаимосвязка каждого вида вложений с источниками финансирования. Таким образом, стратегические планы дают “макроструктуру” финансовых ресурсов (перспективы изменения структуры капитала приоритетные направления вложения и заимствования средств), а текущие характеризуют – эффективность каждого из возможных источников финансирования, содержат расчет цены капитала и его составляющих (акционерный капитал, кредиты, займы и т.п.), а также финансовую оценку основных направлений деятельности предприятия и путей получения дохода.

Оперативные планы – это краткосрочные тактические планы, непосредственно связанные с достижением целей предприятия, например, план производства, план закупки материала и т.п. Оперативные планы входят составной частью в годовой или квартальный общий бюджет предприятия.

Процесс бюджетирования на предприятии объединяет работу по составлению оперативного, финансового и общего бюджетов, управлению и контролю за выполнением бюджетных показателей.

Бюджет – это количественное воплощение плана, характеризующее доходы и расходы на определенный период, и капитал, который необходимо привлечь для достижения заданных планом целей.

Бюджеты имеют множество видов и форм: отдельные бюджеты, характеризующих промежуточные операции (закупка сырья и материалов, бюджет производства и т.п.), могут нести информацию только о расходах или только, о доходах (бюджет продаж), а укрупненные бюджеты (бюджетный отчет о прибылях и убытках, бюджет денежных средств) показывают как расходы, так и доходы организации.

Основные требования к информации, содержащейся в бюджете:

- достаточность для понимания и реализации
- избыточность, ясность, доступность.

Бюджетный период в основном охватывает – краткосрочный аспект планирования, но бюджеты, связанные с капитальными вложениями, составляются и на более длительный период – пять, десять лет.

Схема разработки сводного бюджета

Роль и место бюджетирования в системе финансового планирования характеризуется функциями бюджета:

1 Планирование операций, обеспечивающих финансирование реализации стратегических и текущих планов на заданный период.

2 Коммуникация и координация разных подразделений предприятия и видов деятельности для достижения текущих целей и на основе их реализации долгосрочных и стратегических целей.

Бюджет выявляет слабые стороны в организационной структуре предприятия, способствует решению проблем коммуникации и координации ответственности между исполнителями и по срокам.

3 Ориентация руководителей всех рангов на достижение задач, поставленных перед их центрами ответственности.

4 Контроль текущей деятельности, обеспечение плановой дисциплины.

Работа по составлению бюджета предполагает несколько этапов:

- 1 Подготовка прогноза и бюджета продаж.
- 2 Определение ожидаемого объема производства.
- 3 Расчет и анализ денежных потоков.
- 4 Расчет затрат, связанных с производством и сбытом продукции.
- 5 Составление плановых финансовых отчетов.

Бюджет не имеет стандартизированных форм, определяемых государственными органами, наиболее широко используются структура общего с выделением оперативного и финансового бюджетов.

Операционный (текущий, периодический, оперативный) бюджет – это система бюджетов, характеризующих доходы и расходы по операциям, планируемыми на предстоящий период для сегмента или отдельной функции организации.

Составление общего бюджета начинается с операционного бюджета, первым шагом в котором является бюджет продаж.

Финансовый бюджет – это план, в котором отражается объем и структура предполагаемых источников средств и планируемые направления их использования.

Финансовый бюджет состоит из бюджета денежных средств, бюджета капитальных вложений и бюджетного баланса.

Бюджет движения денежных средств – это план денежных поступлений и платежей.

Бюджет капитальных вложений на основе выбранного критерия рентабельности инвестиций определяет, какие долгосрочные активы необходимо приобрести или построить.

Завершающим шагом в процессе подготовки общего бюджета служит разработка бюджетного бухгалтерского баланса, который характеризует изменения в финансовом и имущественном положении предприятия при условии выполнения запланированных в бюджетах операционном и финансовом – финансовых операций.

Бухгалтерский баланс дает информацию об имуществе организации и источниках его образования на конкретный момент. Сравнение балансовых показателей по ряду отчетных дат позволяет определить происшедшие за те или иные периоды изменения в стоимости имущества, его структуре, в объектах и соотношениях источников финансирования.

Денежные потоки предприятия формируются по трем важнейшим сферам его деятельности, соответствующим и трем частям формы отчета о движении денежных средств:

- денежные потоки от текущей основной (производственной) деятельности;
- денежные потоки от финансовой деятельности;
- денежные потоки от инвестиционной деятельности.

Главным источником денежных средств от основной (производственной) деятельности являются денежные средства, получаемые от потребителей и направляемые поставщикам.

Финансовая деятельность предусматривает поступления денежных средств от реализации продукции, эмиссии акций, получаемые предметы, положительные курсовые разницы по валютным операциям.

Направляются денежные средства на возвращение задолженности по кредитам, выплату дивидендов и т.п.

В инвестиционной деятельности сосредоточены денежные потоки от приобретения и продажи основных средств, нематериальных активов, ценных бумаг, поступления и уплаты процентов по займам, от повторной реализации собственных акций.

Правило. При расчете бюджета движения денежных средств (ДДС) определяющим является время фактических поступлений и платежей денежных средств, а не время исполнения хозяйственных операций.

Существуют два способа составления отчета о ДДС: *прямой* и *косвенный*.

Прямой способ является более сложным, но более информативным, так как он основан на изучении всех денежных операций и определении к какому виду деятельности они относятся: основному, инвестиционному или финансовому.

Косвенный метод проще, поскольку он оперирует изменениями данных, содержащихся в балансе и отчете о финансовых результатах.

В практике финансового анализа используются оба метода, но Международный комитет по стандартам бухгалтерского учета (в стандарте № 7) и Совет по стандартам бухгалтерского учета США (стандарт № 95) рекомендуют использовать прямой метод составления отчета о ДДС как наиболее насыщенный информационно.

При прямом методе составления отчета о ДДС поступления и выплаты денежных средств составляются в суммах, поступивших и реально оплаченных наличными деньгами или путем денежных перечислений (табл. 5).

5 Прямой метод составления отчета о движении денежных средств

Показатель	Приток денежных средств	Отток денежных средств
Денежные средства на начало периода (пренумерандо)	+	
ДДС в текущей производственно-хозяйственной сфере		
– поступления денежных средств от покупателей	+	
– выплаты денежных средств поставщикам и работникам		–
– налоги		–
– внебюджетные выплаты		–
– поступления и выплаты штрафов, пени, неустоек	+	–
– прочие денежные поступления и выплаты	+	–
Итого	+	–

Показатель	Приток денежных средств	Отток денежных средств
Чистые денежные средства в результате производственно-хозяйственной деятельности	±	
ДДС в инвестиционной сфере	+	–
– приобретение и продажа основных средств	+	–
– приобретение и реализация нематериальных активов	+	–
– приобретение и реализация ценных бумаг и других долгосрочных финансовых вложений	+	–
– приобретение и вторичная продажа собственных акций	+	–
– предоставление займов и получение поступлений от их погашения	+	–
– получение процентов и дивидендов	+	–
Итого	+	–
Чистые денежные средства в результате инвестиционной деятельности	±	
ДДС в финансовой сфере	+	–
– эмиссия собственных акций	+	–
– выплаты дивидендов	+	–
– получение и погашение долгосрочных кредитов и займов	+	–
– получение и погашение краткосрочных кредитов и займов	+	–
– погашение задолженности по долгосрочным арендными обязательствам	+	–
– целевые финансовые поступления	+	–

Продолжение табл. 5

Показатель	Приток денежных средств	Отток денежных средств
– курсовые валютные разницы от переоценки валюты	+	–
– прочие поступления и выплаты	+	–
Итого	+	–
Чистые денежные средства в результате финансовой деятельности	±	
Чистый приток / Отток денежных средств	±	
Денежные средства на конец периода (постнумерандо)	±	

Косвенный метод предполагает составление отчета о ДДС на основе баланса и отчета о финансовых результатах и содержит информацию о финансовых ресурсах, поступающих в распоряжение предприятия после уплаты налогов и оплаты факторов производства, т.е. о денежных потоках, которые носят альтернативный характер.

Из баланса в отчет о ДДС включаются изменения отдельных статей по соответствующим разделам. По фактическому объему показывается амортизационные отчисления; поступления от реализации собственных акций, облигаций, полученные и выплаченные дивиденды, суммы полученных и погашенных кредитов и займов, капитальные вложения и ключевые фонды, нематериальные активы, финансовые вложения, прирост оборотных средств, реализация основных средств, нематериальных активов, ценных бумаг.

Для расчета ДДС служит следующее уравнение:

$$\Delta \text{денежные средства} = \Delta \text{обязательств} + \Delta \text{собственного капитала} - \\ - \Delta \text{денежных средств, используемых на закупки,}$$

где Δ – изменение соответствующих показателей за отчетный период

Таким образом, наращивание обязательств или собственного капитала является источником увеличения денежных средств, а рост не денежных средств означает использование (сокращение) денежных средств.

6 ТЕРМИНОЛОГИЯ И БАЗОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

Предпринимательская терминология принятая во всем мире включает в себя следующую внутрифирменную систему показателей.

1 Добавленная стоимость (ДС)

Стоимость произведенной, а не реализованной, продукции за минусом стоимости материальных затрат, т.е. стоимость, которую действительно добавили на данном предприятии к стоимости сырья, энергии, услуг. Вычитая из добавленной стоимости налог на добавленную стоимость, можно перейти к другому показателю.

2 Брутто-результат эксплуатации инвестиций (БРЭИ).

Вычтем из добавленной стоимости расходы по оплате труда и все связанные с ней обязательные платежи предприятия (отчисления на социальные нужды), а также все налоги и налоговые платежи предприятия, кроме налога на прибыль, получим брутто-результат эксплуатации инвестиций, который является основным промежуточным результатом финансово-хозяйственной деятельности предприятия.

Представляя собой прибыль до вычета амортизационных отчислений, финансовых издержек по заемным средствам и налога на прибыль, величина брутто-результата эксплуатации инвестиций является первейшим показателем достаточности средств на покрытие всех этих расходов.

По удельному весу брутто-результата эксплуатации инвестиций в добавленной стоимости можно судить об эффективности управления предприятием и составить общее представление о потенциальной рентабельности и гибкости предприятия.

3 Нетто-результат эксплуатации инвестиций (НРЭИ) или прибыль до уплаты процентов за кредит и налога на прибыль.

Из брутто-результата эксплуатации инвестиций вычитаем все затраты на восстановление основных средств это и будет нетто-результат эксплуатации инвестиций. По существу этот экономический эффект, снимаемый предприятием с затрат, представляет собой прибыль до уплаты процентов за кредиты и займы и налога на прибыль.

На практике за нетто-результат эксплуатации инвестиций для быстроты расчетов можно принимать балансовую прибыль (БП), восстановленную до нетто-результата эксплуатации инвестиций прибавлением процентов за кредиты, относимых на себестоимость продукции (работ, услуг). Так можно избежать двойного счета процентов, так как часть их, относимая, по действующему законодательству, на чистую прибыль, остающуюся в распоряжении предприятия, содержится в самой балансовой прибыли.

4 Экономическая рентабельность (ЭР) активов или, что то же, экономическая рентабельность всего капитала предприятия, т.е. суммы его собственных и заемных средств

$$\text{ЭР} = \frac{\text{Эффект производства}}{\text{Затраты и вложения}} \cdot 100.$$

В числителе это нетто-результат эксплуатации инвестиций, а знаменателе актив, так как в нем отражены направления расходования и вложений средств. Тогда

$$\text{ЭР} = \frac{\text{НРЭИ}}{\text{АКТИВ}} \cdot 100 = \\ = \frac{\text{БП} + \text{проценты за кредит, относимые на себестоимость}}{\text{АКТИВ}} \cdot 100.$$

Так как актив и пассив баланса равен, а последний представляет собой совокупность собственных средств и заимствований.

$$\text{ЭР} = \frac{\text{НРЭИ}}{\text{АКТИВ}} \cdot 100 = \frac{\text{НРЭИ}}{\text{ПАССИВ}} \cdot 100 = \\ = \frac{\text{НРЭИ}}{\text{Собственные средства} + \text{заемные средства}} \cdot 100 =$$

$$= \frac{\text{НРЭИ}}{\text{Совокупный капитал предприятия}} \cdot 100.$$

где ЭР – жизненно важный показатель для предприятия, ведь достаточный уровень экономической рентабельности свидетельство нынешних и залог будущих успехов.

Преобразуем формулу экономической рентабельности, умножив ее на оборот / оборот = 1. Оборот предприятия складывается из выручки от реализации и внереализационных доходов.

От подстановки оборота рентабельность не изменится, зато появятся два важнейших показателя рентабельности: коммерческая маржа (КМ) и коэффициент трансформации (КТ)

$$\text{ЭР} = \frac{\text{НРЭИ}}{\text{АКТИВ}} \cdot \frac{\text{Оборот}}{\text{Оборот}} \cdot 100 = \frac{\text{НРЭИ}}{\text{Оборот}} \cdot 100 \cdot \frac{\text{Оборот}}{\text{АКТИВ}} = \text{КМ} \cdot 100 \cdot \text{КТ},$$

где КМ – рентабельность реализации и внереализационных доходов.

Коммерческая маржа показывает, какой результат эксплуатации дают 100 р. оборота (обычно КМ выражают в процентах).

По существу это рентабельность оборота или рентабельность продаж, рентабельность реализованной продукции.

КТ показывает сколько рублей оборота снимается с каждого рубля актива, т.е. в какой оборот трансформируется каждый рубль актива.

КТ можно рассматривать как оборачиваемость активов. В такой трактовке КТ показывает, сколько раз за данный период оборачивается каждый рубль активов.

Регулирование экономической рентабельности сводится к воздействию на обе ее составляющие: коммерческую маржу и коэффициент трансформации.

“При низкой прибыльности продаж необходимо стремиться к ускорению оборота капитала и его элементов, и наоборот, определяемая теми или иными причинами низкая деловая активность предприятия может быть компенсирована только снижением затрат на производство продукции или ростом цен на продукцию, т.е. повышением рентабельности продаж”, – формулирует главное правило регулирования экономической рентабельности А. Д. Шеремет.

Из формулы экономической рентабельности можно вывести известную формулу Дюпона.

Берем показатель чистой рентабельности (прибыльности) активов (прибыль после уплаты налога/актив) и умножаем на оборот/оборот = 1, получаем

$$\begin{aligned} \text{Чистая рентабельность} &= \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Акционерный капитал}} = \\ \text{акционерного капитала} &= \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Оборот}} \cdot \frac{\text{Оборот}}{\text{АКТИВ}} \cdot \frac{\text{АКТИВ}}{\text{Акционерный капитал}} \cdot 100. \end{aligned}$$

Сомножитель (Актив/Акционерный капитал) показывает, во сколько раз чистая рентабельность акционерного капитала при использовании кредита оказывается больше, чем чистая рентабельность акционерного капитала.

Четырех базовых показателей финансового менеджмента и формулы Дюпона достаточно, чтобы приступить к рассмотрению динамичных финансовых состояний предприятия. При этом необходимо учесть следующее:

1 Неприемлемым условием получения реалистичных результатов анализа необходимо рассчитать среднеарифметические так как в период рассмотрения величина показателей меняется.

2 Внимательно пользоваться формулой экономической рентабельности в вычислениях, включающих уровень эффекта финансового рычага (первая концепция): по причинам, что из объема актива необходимо вычитать объем кредиторской задолженности т.е. тех заемных средств, которые работают на достижение данного объема нетто-результата эксплуатации инвестиций, но не обладает в полной мере всеми классическими характеристиками кредита: платностью, срочностью, возвратностью. Необходимо помнить, что часть расходов предприятия покрывается из средств, ему не принадлежащих уже или еще: предоплата, задолженности всех видов.

Так как эффект финансового рычага описывает только платные заимствования, а кредиторская задолженность бесплатна, то ее из анализа нужно исключить, если в нем участвует эффект финансового рычага.

7 Эффект финансового рычага. Финансовый риск

7.1 Эффект финансового рычага (первая концепция)

Рациональная заемная политика – в этом случае пойдет речь не о бухгалтерском, а об аналитическом балансе, т.е. балансе, который используется для ниже приведенных расчетов. Составляется он таким образом:

а) берется средняя величина источников собственных средств: (первый раздел пассива плюс резервы, минус убытки, минус расчеты с учредителями, проходящие по активу);

б) из Приложения к балансу берется вся сумма заемных средств, которой располагало предприятие в данном периоде (без кредиторской задолженности);

в) первое складывается со вторым – получается пассив аналитического баланса. Актив не подчитывается, а принимается равным пассиву.

• Главный принцип составления аналитического баланса – уловить абсолютно все заимствования предприятия за период анализа, а не только те, что отражаются в отчетном балансе.

Эффект финансового рычага рассмотрим на примере двух предприятий с одинаковым уровнем экономической рентабельности, %. Различия между предприятиями в том, что одно из них *A* не пользуется кредитами и не выпускает облигаций, а другое *B* привлекает заемные средства.

У предприятия *A*: актив – 1000 млн. р., пассив – 1000 млн. р. У предприятия *B* актив – 1000 млн. р., пассив – 500 млн. р. собственных средств и 500 млн. р. заемных средств (кредитов и займов).

Нетто-результат эксплуатации инвестиций у обоих предприятий одинаковый: 200 млн. р.

Если эти предприятия не платят налогов, то выходит, что предприятие *A* получает 200 млн. р. исключительно благодаря эксплуатации собственных средств, которые покрывают весь актив. Рентабельность (отдача) собственных средств предприятия *A* составляет:

$$P_A = \frac{200 \text{ млн. р.}}{1000 \text{ млн. р.}} \cdot 100 = 20 \%$$

Предприятие *B* должно выплатить проценты по задолженности (допустим 15 %) – $500 \cdot 0,15 = 75$ млн. р.

Тогда рентабельность собственных средств предприятия *B* будет равна

$$P_B = \frac{(200 - 75)}{500} \cdot 100 = 25 \%$$

В результате различной структуры финансовых источников предприятия имеет различную рентабельность собственных средств. Эта разница в пять процентных пунктов и есть уровень эффекта финансового рычага (ЭФР).

Эффект финансового рычага – это приращение к рентабельности собственных средств, получаемое благодаря использованию кредита, несмотря на платность последнего.

Введем в расчеты налогообложение прибыли по условной ставке одна треть и произведем расчеты. По логике должны получиться принципиально такие же результаты так как и проценты за кредит и налоги составляют обязательные платежи из наработанного предприятием экономического эффекта.

6 Расчет чистой рентабельности собственных средств

Показатель	Предприятие	
	<i>A</i>	<i>B</i>
1 Нетто-результат эксплуатации инвестиций, млн. р.	200	200
2 Финансовые издержки по заемным средствам, млн. р.	–	75
3 Прибыль подлежащая налогообложению, млн. р.	200	125
4 Налог на прибыль, млн. р. (ставка 1/3)	67	42
5 Чистая прибыль, млн. р.	133	83
6 Чистая рентабельность собственных средств, %	$\frac{133}{1000} \cdot 100 = 13,3$	$\frac{83}{500} \cdot 100 = 16,6$

Видно, что у предприятия *B* чистая рентабельность выше на 3,3 пункта, чем у предприятия *A*, только лишь за счет иной финансовой структуры пассива.

Налогообложение “срезало” эффект финансового рычага на одну треть, т.е. на одну единицу минус ставка налогообложения прибыли.

• Предварительные выводы.

1 Предприятие, использующие только собственные средства, ограничивает их рентабельность, которая составляет 2/3 экономической рентабельности

$$PCC = 2/3 \text{ ЭР.}$$

где PCC – чистая рентабельность собственных средств.

2 Предприятие, использующие кредит, увеличивает либо уменьшает рентабельность собственных средств, в зависимости от соотношения собственных и заемных средств в пассиве и от величины процентной ставки. Тогда и возникает эффект финансового рычага

$$PCC = 2/3 \text{ ЭР} + \text{ЭФР}$$

Для компенсации налоговых изъятий приростом собственных средств необходимо рассмотреть механизм действия финансового рычага. Этот эффект возникает из-за расхождения между экономической рентабельностью и “ценой” заемных средств – средней расчетной ставкой процента (СРСП), т.е. предприятие должно наработать такую экономическую рентабельность, чтобы хватило средств для уплаты хотя бы процентов за кредит.

При этом необходимо вычислить среднюю цену, в которую обходятся предприятию заемные средства

$$\text{Средняя расчетная ставка процента} = \frac{\text{Все фактические финансовые издержки по всем кредитам за анализируемый период}}{\text{Общая сумма заемных средств, используемых в анализируемом периоде}} \cdot 100.$$

• Необходимо помнить, что проценты по кредитам банков относятся по действующему законодательству, на себестоимость продукции в пределах устанавливаемого ЦБ норматива, увеличенного на три пункта, остальная часть относится на прибыль после налогообложения.

Таким образом это отнесение снижает налогооблагаемую прибыль и приносит экономию предприятию т.е. доход.

• Эффект финансового рычага можно разделить на две составляющие:

– *дифференциал* – разница между ЭР активов и средней расчетной ставкой процента по заемным средствам. Из-за налогообложения от дифференциала остается лишь две трети (1/3 ставка налогообложения прибыли), т.е. $\frac{2}{3}(\text{ЭР} - \text{СРСП})$.

– *плечо финансового рычага* – характеризует силу воздействия финансового рычага. Это соотношение между заемными (ЗС) и собственными средствами (СС). Тогда эффект финансового рычага с учетом обеих составляющих

$$\begin{aligned} \text{Уровень эффекта финансового рычага} &= \text{ЭФР} \\ &= \frac{2}{3} \text{ дифференциала} \times \text{плечо финансового рычага} \end{aligned}$$

или

$$\text{Уровень ЭФР} = \frac{2}{3}(\text{ЭР} - \text{СРСП}) \frac{\text{ЗС}}{\text{СС}}.$$

По нашим данным

$$\text{ЭФР} = \frac{2}{3}(20\% - 15\%) \frac{500}{500} = 3,3\%.$$

Таким образом:

– первый способ расчета уровня эффекта финансового рычага

$$\text{ЭФР} = \left(1 - \frac{\text{ставка налога - обложения прибыли}}{\text{ставка налога - обложения прибыли}}\right) (\text{ЭР} - \text{СРСП}) \frac{\text{ЗС}}{\text{СС}}.$$

Формула $\text{РСС} = \frac{2}{3}\text{ЭР} + \text{ЭФР}$ дает возможность определить безопасный уровень объема заемных средств.

Для более глубокого анализа необходимо осознать необходимую связь и противоречия между дифференциалом и плечом финансового рычага.

При наращивании заемных средств финансовые издержки по обслуживанию долга увеличиваются, растет средняя расчетная ставка процента и ведет к сокращению дифференциала.

Сокращение дифференциала указывает на то, что риск банкира увеличился, а для предприятия это выгодно (например, предприятие Б доведет плечо рычага до $\frac{1500}{500} = 3$) даже при росте средней расчетной ставке процента (например, с 15% до 18%)

$$\frac{2}{3}(20\% - 18\%) \frac{1500}{500} = 4\%$$

Два важнейших правила.

1 Если новое заимствование приносит предприятию увеличение уровня эффекта финансового рычага, то такое заимствование выгодно. При этом необходимо следить за состоянием дифференциала. Если дифференциал становится отрицательным, то он снижает уровень рентабельности собственных средств. Например, в нашем случае при $\text{СРСП} > 20\%$

$$\text{ЭФР} = \frac{2}{3}(20\% - 22\%)3 = -4\%.$$

Тогда $\text{РСС} = \frac{2}{3}20\% + (-4\%) = 9,3\%$ против $13,3\%$.

2 Риск кредитора выражен величиной дифференциала: чем больше дифференциал, тем меньше риск; чем меньше дифференциал, тем больше риск.

• Главный вывод в управлении соотношением собственных и заемных средств:

Разумный финансовый менеджер не станет увеличивать любой ценой плечо финансового рычага, а будет регулировать его в зависимости от дифференциала.

А Дифференциал не должен быть отрицательным.

Б Эффект финансового рычага оптимально должен быть равен одной трети – половине уровня экономической рентабельности активов.

7.2 Эффект финансового рычага (вторая концепция). Финансовый риск

Эффект финансового рычага можно также трактовать как изменение чистой прибыли на каждую обыкновенную акцию (в процентах), происходящее за счет изменения нетто-результата эксплуатации инвестиций (в процентах). Это характерно для американской школы финансового менеджмента.

Сила воздействия финансового рычага рассчитывается следующим образом:

$$\text{Сила воздействия финансового рычага} = \frac{\text{Изменение процента чистой прибыли на акцию}}{\text{Изменение процента НРЭИ}},$$

т.е. на сколько изменится чистая прибыль на каждую обыкновенную акцию при изменении НРЭИ на один процент.

Формулу можно преобразовать

$$\begin{aligned} \text{Сила воздействия финансового рычага} &= \frac{\Delta \text{НРЭИ}(1 - \text{ставка налогообложения прибыли})}{\text{количество обыкновенных акций}} \times \\ &\quad \left(\frac{1 - \text{ставка налогообложения прибыли}}{\text{количество обыкновенных акций}} \right) \times \\ &\quad \frac{\text{НРЭИ}}{\Delta \text{НРЭИ}} = \frac{\Delta \text{НРЭИ}}{\text{НРЭИ} - \text{проценты за кредит}} \frac{\text{НРЭИ}}{\Delta \text{НРЭИ}} = \\ &= \frac{\text{НРЭИ}}{\text{НРЭИ} - \text{проценты за кредит}} = \\ &= \frac{\text{Балансовая прибыль} + \text{Проценты за кредит}}{\text{Балансовая прибыль}} = 1 + \frac{\text{Проценты за кредит}}{\text{Балансовая прибыль}}. \end{aligned}$$

Если заемные средства не привлекаются, то сила воздействия финансового рычага равна 1 – это случай для предприятия А.

Для предприятия В

$$\text{Сила воздействия финансового рычага} = \frac{200}{200 - 75} = 1,6.$$

Выводы:

Чем больше сила воздействия финансового рычага, тем больше финансовый риск, связанный с предприятием:

- 1 Возрастает риск невозмещения кредита с процентами для банкира.
- 2 Возрастает риск падения дивиденда и курса акций для инвестора.
- 3 Данная формула не дает ответа на вопрос о безопасной величине и условиях заимствования. Это решается с помощью первой формулы.

7.3 Рациональная структура источников средств предприятия

Бизнес начинается с денег, постоянно требует денег и делается ради приумножения денег. Поэтому важной стороной финансового менеджмента является – формирование рациональной структуры источников средств предприятия с целью финансирования необходимых затрат и обеспечения желательного уровня доходов.

Возможности предприятия по формированию структуры капитала зависят от чистой рентабельности собственных средств и нормы распределения прибыли на дивиденды. При высокой чистой рентабельности собственных средств можно больше оставлять нераспределенной прибыли на развитие.

Формирование капитала на предприятии идет за счет внешних источников: заимствования и эмиссия акций и внутренних: за счет нераспределенной прибыли. Однако они не взаимозаменяемы, так как с целью укрепления независимости предприятие должно наращивать удельный вес собственных средств в финансировании стратегических потребностей.

Рассматривая возможность выдачи кредита предприятию банкир прежде всего обращает внимание при рассмотрении баланса на соотношение между заемными и собственными средствами.

Внеэкстремальных условиях предприятие не должно полностью исчерпывать свою заемную способность. Должен всегда оставаться резерв “заемной силы”, чтобы в случае острой необходимости можно было бы покрыть недостаток средств кредитом без превращения дифференциала финансового рычага в отрицательную величину.

Финансовые менеджеры США не доводят удельный вес заемных средств в пассиве более чем до 40 % – такому накоплению соответствует плечо финансового рычага 0,67.

• Для зрелых предприятий новая эмиссия акций расценивается как негативный сигнал инвесторам, а привлечение заемных средств – как нейтральный или благоприятный.

- Существуют четыре способа внешнего финансирования:

1 Закрытая подписка на акции между прежними акционерами по цене ниже рыночного курса акций. При этом у предприятия возникает упущенная выгода – тот же расход.

2 Привлечение заемных средств в форме кредита, займов, эмиссии облигаций.

3 Открытая подписка на акции.

4 Комбинация первых трех способов.

Первый способ может оказаться неприемлемым из-за отсутствия средств у акционеров, а критерием между вторым и третьим является риск утраты контроля над предприятием.

• При обращении к заемным средствам определяют пороговое (критическое) значение нетто-результата эксплуатации инвестиций – это такое значение НРЭИ, при котором чистая прибыль на акцию (либо чистая рентабельность собственных средств) одинакова как для варианта с привлечением заемных средств, так идея варианта с использованием исключительно собственных средств, т.е. на пороговом значении НРЭИ одинаково выгодно использовать и заемные и собственные средства. При этом уровень эффекта финансового рычага равен нулю – либо за счет нулевого значения дифференциала (тогда ЭР = СРСП), либо за счет нулевого плеча рычага (и тогда заемных средств просто нет).

• Пороговое значение определяется по уравнению

$$\text{ЭР} = \frac{\text{НРЭИ}}{\text{ЗС} + \text{СС}} \cdot 100 = \text{СРСП},$$

относительно НРЭИ

$$\text{ЭР} = \frac{\text{НРЭИ}}{20\,000\,000} \cdot 100 = 14\% \rightarrow \text{НРЭИ} = 2\,800\,000 \text{ р.}$$

1 Для достижения НРЭИ суммы 2 800 000 р. выгоднее использовать только собственные средства: прямая ЗС = 0 располагается над прямой “ $\frac{\text{ЗС}}{\text{СС}} = 1$ ” и чистая прибыль на акцию при отказе от заимствований оказывается выше.

2 После достижения НРЭИ суммы 2 800 000 р. предприятию выгоднее привлекать долговые средства: прямая “ $\frac{\text{ЗС}}{\text{СС}} = 1$ ” располагается над прямой “ЗС = 0” и чистая прибыль на акцию при использовании кредита оказывается более высокой.

В указанных правилах сформулированы самые главные критерии формирования рациональной структуры средств предприятия.

• Количественные соотношения тех или иных источников в этой структуре определяется для каждого предприятия на основе указанных критериев, сугубо индивидуально и с непременным учетом целого ряда взаимосвязанных факторов:

1 Темпы наращивания оборота предприятия.

2 Стабильность динамики оборота.

3 Уровень и динамика рентабельности.

4 Структура активов.

5 Тяжесть налогообложения.

6 Отношения кредиторов к предприятию.

7 Приемлемая степень риска для руководителя.

8 Стратегические финансовые цели предприятия в контексте его реально достигнутого финансово-хозяйственного положения.

9 Состояние рынка кратко- и долгосрочного капиталов.

10 Финансовая гибкость предприятия.

8 Эффект операционного рычага.

Предпринимательский риск

8.1 Классификация затрат предприятия

В финансовом менеджменте применяются два основных подхода к максимизации массы и темпов наращивания прибыли:

– сопоставление предельной выручки с предельными затратами наиболее эффективно при решении задачи максимизации массы прибыли;

– сопоставление выручки от реализации с суммарными, а также переменными и постоянными затратами применяются для расчета максимальной массы прибыли и высших темпов ее прироста.

Переменные (пропорциональные) затраты.

Постоянные (фиксированные) затраты.

Смешанные, состоящие из постоянной и переменной частей.

При этом постоянные затраты постоянны лишь в определенном релевантном периоде.

Существует три основных метода дифференциации издержек:

– метод максимальной и минимальной точки;

– графический (статистический) метод;

– метод наименьших квадратов.

$$\begin{aligned} \text{Сила} & \Delta K (\text{Цена} - \text{переменные затраты}) \\ \text{воздействия} & = \frac{[K(\text{Цена} - \text{переменные затраты}) - \text{постоянные затраты}]}{\frac{\Delta K}{K}} = \\ \text{операционного} & \\ \text{рычага} & \\ & = \frac{K(\text{Цена} - \text{переменные затраты})}{[K(\text{Цена} - \text{переменные затраты}) - \text{постоянные затраты}]} \end{aligned}$$

раскроем скобки

$$\begin{aligned} \text{Сила} & \\ \text{воздействия} & = \frac{K \times \text{цена} - K \times \text{переменные затраты}}{K \times \text{цена} - K \times \text{переменные} - \text{постоянные}} = \\ \text{операционного} & \\ \text{рычага} & \quad \quad \quad \text{затраты} \quad \quad \quad \text{затраты} \\ & = \frac{\text{Выручка от реализации} - \text{Суммарные переменные затраты}}{\text{Выручка от реализации} - \text{Суммарные переменные} - \text{Суммарные постоянные}} = \\ & \quad \quad \quad \text{затраты} \quad \quad \quad \text{затраты} \\ & = \frac{\text{Валовая маржа}}{\text{Прибыль}} \end{aligned}$$

По каждому промежуточному способу можно рассчитать силу операционного рычага для определенного объема продаж, для данной выручки от реализации.

На небольшом удалении от порога рентабельности сила воздействия операционного рычага будет максимальной, а затем начнет убывать и так вплотную до нового скачка постоянных затрат с преодолением нового порога рентабельности.

Для предприятия полезно:

- планирование платежей по налогу на прибыль, в частности, авансовых;
- выработки деталей коммерческой политики предприятия.

Сила воздействия операционного рычага указывает на степень предпринимательского риска, связанного с данной фирмой: чем больше сила воздействия операционного рычага, тем больше предпринимательский риск (повышение, удельного веса постоянных затрат).

Запас финансовой прочности определяется через порог рентабельности (критической точки, “мертвой” точки, точки самоокупаемости, точки перелома, точки разрыва и т.д.).

Порог рентабельности – это такая выручка от реализации, при которой предприятие уже не имеет убытков, но еще не имеет и прибыли. Валовой маржи в точности хватает на покрытие постоянных затрат, а прибыль равна нулю.

$$\text{Прибыль} = \text{Валовая маржа} - \text{Постоянные затраты} = 0$$

или

$$\text{Прибыль} = \frac{\text{Порог рентабельности}}{\text{Валовая маржа в относительном выражении}} \times \text{Валовая маржа} - \text{Постоянные затраты} = 0$$

Тогда

$$\frac{\text{Порог рентабельности}}{\text{Валовая маржа в относительном выражении}} = \frac{\text{Постоянные затраты}}{\text{Валовая маржа в относительном выражении}}$$

Разница между достигнутой фактической выручкой от реализации и порогом рентабельности составляет запас финансовой прочности предприятия.

Предприятие имеет прибыль на масштабе производства лишь на определенном отрезке, а затем растут постоянные затраты и необходимо снова рассчитать порог рентабельности

Поведение суммарных затрат и выручки от реализации при выходе за пределы релевантных запасов: предельная выручка и предельные затраты максимально приближены друг к другу в полном соответствии с маржиналистической теорией.

Риски предприятия имеют два источника:

1 Неустойчивость спроса и цен на готовую продукцию, а также цен на ресурсы, все это генерирует предпринимательский рынок. При этом с поведением спроса необходимо снизить постоянные затраты.

2 Неустойчивость финансовых условий кредитования, неуверенность владельцев обыкновенных акций в получении достойного возмещения заемных средств, само действие финансового рычага генерирует финансовый риск.

Предпринимательский и финансовый риски неразрывно связаны операционными и финансовыми рычагами. Какой влияет сильнее?

Операционный рычаг воздействует своей силой на нетто-результат эксплуатации инвестиций (прибыль до налога), а финансовый на сумму чистой рентабельности его собственных средств и величину чистой прибыли в расчете на каждую обыкновенную акцию.

По мере одновременного увеличения силы воздействия операционного и финансового рычагов все менее значительные изменения физического объема реализации и выручки приводят к все более масштабным изменениям чистой прибыли на акцию.

Это положение выражается в формуле сопряженного эффекта операционного и финансового рычагов. Сила финансового рычага вычисляется на основе второй концепции

$$\begin{array}{l} \text{Уровень сопряженного} \quad \text{Сила воздействия} \quad \text{Сила воздействия} \\ \text{эффекта операционного} = \text{операционного} \times \text{финансового} \\ \text{и финансового рычагов} \quad \text{рычага} \quad \text{рычага} . \end{array}$$

Сочетание мощного операционного рычага с мощным финансовым рычагом может оказаться губительным для предприятия, так как предпринимательский и финансовый риски взаимно умножаются.

Взаимодействие операционного и финансового рычагов усугубляет негативное воздействие сокращающейся выручки ее реализации на величину нетто-результата эксплуатации инвестиций и чистой прибыли.

Задачи снижения совокупного риска, связанного с предприятием, сводится в основном к выбору одного из трех вариантов:

- 1 Высокий уровень эффекта финансового рычага в сочетании со слабой силой воздействия операционного рычага.
- 2 Низкий уровень эффекта финансового рычага в сочетании с сильным операционным рычагом.
- 3 Умеренные уровни эффектов финансового и операционного рычагов и этого варианта часто бывает труднее всего добиться.

В самом общем случае критерием выбора того или иного варианта служит максимум курсовой стоимости акции при достаточной безопасности инвесторов. Оптимальная структура капитала – результат компромисса между риском и доходностью. И, если равновесие достигнуто, оно должно принести и желанную максимизацию курсовой стоимости акций.

Это прямой выход на дивидендную политику предприятия.

$$\begin{array}{l} \text{Чистая прибыль} \quad \text{Чистая прибыль} \quad \text{Чистая прибыль} \\ \text{на акцию в} = \text{на акцию в} + \text{на акцию в} \times \\ \text{будущем периоде} \quad \text{нынешнем периоде} \quad \text{нынешнем периоде} \end{array}$$

$$\begin{array}{l} \text{Чистая прибыль} \\ \text{на акцию в} \\ \text{нынешнем периоде} \end{array} = \left(\begin{array}{l} \text{Уровень сопряженного} \\ \text{и финансового рычагов} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{Уровень сопряженного} \\ \text{эффекта операционного} \\ \text{и финансового рычагов} \end{array} \times \frac{\text{Процентное изменение} \\ \text{выручки от} \\ \text{реализации}}{100} \right) \times \begin{array}{l} \text{Чистая прибыль} \\ \text{на акцию в} \\ \text{нынешнем периоде} \end{array}$$

Под углубленным операционным анализом понимают такой операционный анализ, в котором совокупные постоянные затраты относятся непосредственно к данному товару.

Основным принципом углубленного операционного анализа является объединение прямых переменных затрат на данный товар с прямыми постоянными затратами и вычисления промежуточной маржи – результата от реализации после возмещения прямых переменных и прямых постоянных затрат.

Углубленный операционный анализ направлен на решение главных вопросов ценовой и ассортиментной политики, какие товары выгодно включать в ассортимент и какие назначать цены.

Промежуточная маржа занимает среднее положение между валовой маржой и прибылью.

Главное правило: если промежуточная маржа покрывает хотя бы часть постоянных затрат предприятия, то данный товар должен оставаться в ассортименте. При этом товары, берущие на себя больше постоянных затрат предприятия, являются предпочтительными.

В этой формулировке есть тонкости, сходящие к трем проблемам.

1 Расчет порога безубыточности вместо порога рентабельности товара. Порог безубыточности данного товара – это такая выручка от реализации, которая покрывает переменные затраты и прямые постоянные затраты. При этом промежуточная маржа равна нулю

$$\text{Порог безубыточности, шт.} = \frac{\text{Прямые постоянные затраты}}{\text{Валовая маржа на единицу товара}}$$

$$\text{Порог безубыточности, р.} = \frac{\text{Прямые постоянные затраты}}{\text{Доля валовой маржи в выручке от данного товара}}$$

2 Расчет порога рентабельности товара. Порог рентабельности товара – это такая выручка от реализации, которая покрывает не только переменные и прямые постоянные затраты, но и отнесенные на данный товар величину косвенных постоянных затрат. При этом прибыль от данного товара равна нулю.

$$\text{Порог рентабельности, шт.} = \frac{\text{Прямые и косвенные постоянные затраты}}{\text{Валовая маржа на единицу товара}}$$

$$\text{Порог рентабельности, р.} = \frac{\text{Прямые постоянные затраты}}{\text{Доля валовой маржи в выручке от данного товара}}$$

9 КРИТЕРИИ ПРИНЯТИЯ ФИНАНСОВЫХ РЕШЕНИЙ

9.1 Углубленный анализ собственных оборотных средств и текущих финансовых потребностей

1 Собственные оборотные средства (СОС)

$$\begin{aligned} \text{СОС} &= \text{постоянные пассивы} - \text{постоянные активы} = \\ &= \text{текущие активы} - \text{текущие пассивы}. \end{aligned}$$

Случай 1

СОС > 0 Это означает, что предприятие генерирует больше ресурсов, чем это необходимо для финансирования постоянных активов. Этот излишек может служить для покрытия других нужд предприятия.

У предприятия величина собственных оборотных средств должна быть положительной. Разумнее всего финансировать постоянные активы именно постоянными пассивами. Это положение вполне отвечает главнейшему условию финансовой устойчивости предприятия, выраженному в показателе платежеспособности – коэффициент текущей ликвидности $K_{л}$

$$K_{л} = \frac{\text{текущие активы}}{\text{текущие пассивы}}$$

Минимальное значение коэффициента текущей ликвидности – единица. Если $K_{л} < 1$, то предприятие испытывает дефицит собственных оборотных средств и не в состоянии расплатиться из своих текущих активов по своим текущим обязательствам. Желательное значение коэффициента текущей ликвидности – примерно два.

Случай 2

СОС < 0 Это означает, что предприятию не хватает ресурсов для финансирования иммобилизованных активов – является ли это катастрофой для предприятия:

– если крупные инвестиции в основные средства еще не успели окупиться, значит в дальнейшем рост продаж покроет убытки и даст прибыль и часть ее (нераспределенная прибыль) – прирост капитала предприятия. Прирост постоянных ресурсов за счет нераспределенной прибыли поглотят недостаток собственных оборотных средств. Горизонт дефицита в этом случае ограничен;

– если недостаток оборотных средств имеет глубинный, структурный характер наблюдается из года в год, то ситуация рискованная. Финансирование иммобилизованных активов становится проблематичным.

Текущие финансовые потребности

Правило 1 Если операционные финансовые потребности больше нуля, то текущие потребности в финансировании не денежных оборотных активов превышает краткосрочные ресурсы.

В общем случае промышленные предприятия имеют положительные значения операционных финансовых потребностей. Причин тому несколько:

- наличие значительных запасов сырья и готовой продукции, а также незавершенного производства;
- иммобилизация значительных сумм в дебиторскую задолженность.

Правило 2 Если операционные финансовые потребности меньше нуля, то краткосрочные ресурсы собственных оборотных средств превышает текущие потребности в финансировании неденежных оборотных активов.

В этом случае (торговые) предприятия генерируют относительно избыточные по сравнению с потребностями ресурсы оборотных средств по причинам:

- дебиторская задолженность невелика, так как клиенты платят наличными;
- кредиторская задолженность, наоборот, значительна: поставщики идут на уступки лишь бы оставить за собой коммерческого партнера, покупающего большие партии товара и обладающего надежной платежеспособностью;
- запасы относительно невелики благодаря их быстрой оборачиваемости.

9.2 Управление денежной наличностью

Управление денежной наличностью сводится в конечном итоге к регулированию величины собственных оборотных средств и текущих финансовых потребностей (ТФП).

Собственные оборотные средства и ТФП зависят не только от тактики, но и от стратегии управления финансами предприятия. Поэтому для принятия решений по управлению денежной наличностью необходимо анализировать данные за достаточно длительный период и выявить направленность главных структурных изменений.

9.3 Формирование запасов

Определение необходимого объема финансовых средств, авансируемых в формировании запасов товарно-материальных ценностей, осуществляется путем определения потребности в отдельных видах запасов:

- производственные запасы (сырье, материалы);
- запасы готовой продукции.

Запасы различают:

- 1) Запасы текущего хранения (постоянно обновляемые запасы в процессе производства и сбыта).
- 2) Запасы сезонного хранения (в связи с сезонными особенностями производства).
- 3) Запасы целевого направления (например, для встречной торговли при закупке определенных сырьевых ресурсов: обуви при закупке шкур, сахара при закупке сахарной связки, масла при закупке подсолнечника).

Минимизация текущих затрат по обслуживанию запасов представляет собой оптимизационную задачу, решаемую в процессе их нормирования (по модели Уилсона), управление дебиторской задолженностью, управление денежными активами (по модели Баумоля).

Оптимальный остаток данных активов рассчитывается в соответствии с моделью Миллера-Орра

$$ДА = \sqrt[3]{\frac{3P_k OT^2}{4СП}}$$

где OT – сумма максимального отклонения денежных активов от среднего в отчетном периоде; $СП$ – ставка процента по краткосрочным финансовым вложениям (выражена десятичной дробью); P_k – средняя сумма расходов по обслуживанию одной операции с краткосрочными финансовыми вложениями.

10 ТАКТИКА ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

10.1 Основные методы ценообразования

Основной целью финансового менеджмента является эффективное использование ресурсов предприятия, направленное на максимизацию курса акций, чистой прибыли на акцию, уровня дивидендов, имущества акционеров, чистых активов в расчете на акцию, прибыли.

Многоуровневая функциональная система управления финансовой деятельностью предприятия (рис. 8).



Рис. 8 Основные функции финансового менеджмента

1 Управление активами:

- управление внеоборотными активами;
- оптимизация состава активов.

2 Управление капиталом:

- управление собственным капиталом;
- управление заемным капиталом;
- оптимизация структуры капитала.

3 Управление инвестициями:

- управление реальными инвестициями;
- управление финансовыми инвестициями;

4 Управление денежными потоками:

- управление денежными потоками по операционной деятельности;
- управление денежными потоками по инвестиционной деятельности;
- управление денежными потоками по финансовой деятельности;

5 Управление финансовыми рисками:

- управление составом финансовых рисков;
- управление профилактикой финансовых рисков;

- управление страхованием финансовых рисков.
- 6 Антикризисное финансовое управление при угрозе банкротства:
 - управление устранением неплатежеспособности;
 - управление восстановлением финансовой устойчивости;
 - управление обеспечением финансового равновесия;
 - управление санацией.

Важнейшими инструментами маркетинговых исследований являются кривые спроса и предложения товара.

Равновесная цена:

- рационализирует спрос покупателя, так как дает ему информацию о возможном объеме потребления данного товара;
- дает производителю основание для принятия решения об объемах производства и поставках продукции;
- является сигналом к увеличению или свертыванию производства, стимулом поиска новых технологий.

Цена продукции определяется полезностью. На практике соотношение цены и полезности учитывается с помощью следующих параметрических методов ценообразования:

- метод удельной цены (на единицу основного параметра качества: мощность, производительность и др.);

10 Оценка конкурентоспособности товаров моделей A, B, C, D.

Тип модели	Количество диапазонов режимов работы	Безопасность эксплуатации	Мощность	Качество	Общая оценка качества (средний балл)
Вес показателя, %	20	20	20	40	100
Модель A	4	4	4	4	4,0
Модель B	4	3	3	3	3,2
Модель C	5	5	4	4	4,4
Модель D	3	4	3	4	3,6

– бальный метод. Основан на экспертных оценках значимости определенной совокупности параметров качества изделий для потребителей;

– метод, основанный на регрессивном анализе (определение регрессивных уравнений) зависимости цен от изменения параметров качества.

Цены: A = 450 тыс. р. B = 400 тыс. р. C = 600 тыс. р. D = 500 тыс. р.

Определим стоимость единицы качества (одного балла, р.)

Модель A	Модель B	Модель C	Модель D
$450/4 = 112,5$ тыс. р.	$400/3,2 = 125$ тыс. р.	$600/4,4 = 136,4$ тыс. р.	$500/3,6 = 138,9$ тыс. р.

Модель A наиболее конкурентоспособна относительно соотношения цены и качества.

Необходимо помнить, что наибольшую прибыль можно получить в случае равенства или максимального сближения предельной выручки и предельного дохода.

Это равенство определяет оптимальный объем производства, обеспечивающий максимальную прибыль.

Возможности и проблемы ценовой политики зависят от типа того рынка, на котором работает предприятие:

- чистая конкуренция;
- чистая монополия;
- монополистическая конкуренция;
- олигополистическая конкуренция.

Специалисты по финансовому менеджменту выделяют два основных этапа ценообразовательного процесса на предприятии:

- 1 Определение базовой цены, т.е. цены без скидок, наценок, транспортных, страховых, сервисных компонентов и др.
- 2 Определение цены с учетом вышеуказанных компонентов, скидок, наценок и др.

Существуют пять основных методов определения базовой цены, которые можно использовать изолированно, либо в различных комбинациях друг с другом.

1 Метод полных издержек (Cost Plus Pricing)

Пример. Предприятие планирует выпуск нового изделия. Рассчитаем цену изделия Ц, если себестоимость его изготовления составляет 50 тыс. р., рентабельность данной продукции – 25 % по отношению к полной себестоимости.

$$Ц = 50 + 25 \cdot 50 / 100 = 62,5 \text{ тыс. р.}$$

2 Метод стоимости изготовления (переработки)

Пример. Предприятие выпускает новое изделие необходимо установить цену. Прогнозируемый объем производства – 10 000 шт.

Предполагаемые затраты составят:

- прямые затраты материалов на единицу – 1000 р.;
- прямые затраты сырья на единицу изделия – 400 р.

Итого переменных затрат на единицу – 1400 р.:

- сумма постоянных затрат – 2 000 000 р./г.;
- ожидаемая прибыль – 4 000 000 р./г.

Решение.

Желательный результат от реализации после возмещения переменных затрат (постоянные затраты + прибыль)

$$2\,000\,000 + 4\,000\,000 = 6\,000\,000 / 10\,000 = 600 \text{ р.}$$

Цена (переменные затраты на единицу изделия + желательный результат от реализации после возмещения переменных затрат на единицу изделия)

$$1400 + 600 = 2000 \text{ р.}$$

Методы определения цены на базе сокращенных затрат: метод прямых затрат.

Издержки	На единицу изделия	Общая сумма
Прямые материалы	6	
Прямая зарплата	4	
Переменные накладные расходы	3	
Постоянные накладные расходы (на 10 000 единиц)	7,0	70 000
Переменные сбытовые и административные расходы	2	
Постоянные сбытовые и административные расходы	1	10 000

Установить цену на новый товар.

Решение.

Определяем себестоимость производства

– прямые материалы	6
– прямая зарплата	4
– накладные расходы (3 + 7)	10
Итого	20

Предположим, что предприятию для расчета предельной цены необходима надбавка – 50 % от себестоимости по сокращенным затратам, в том числе расходы на сбыт и административные расходы, то цена = 30 тыс. р.

Метод рентабельности (доходности) инвестиций

Пример. Предприятие устанавливает цену на новый товар. Прогнозируемый объем производства – 40 000 шт., переменные затраты предположительно составят – 30 р. Общая сумма постоянных затрат – 800 000 р. Проект требует дополнительного финансирования (кредита) в размере 1 000 000 р. под 20 % годовых.

Решение. Переменные затраты на единицу изделия – 30 р.; постоянные затраты на единицу изделия – $800\,000 / 40\,000 = 20$ р.

Суммарные затраты на единицу изделия – 50 р.

Желательная прибыль: $1\,000\,000 \cdot 0,2 / 40\,000 = 5$ р.

Цена не ниже – 55 р.

Семейство методов маркетинговых или рыночных оценок.

Пример. Применение метода маржинальных издержек (расчет сокращенной себестоимости на основе переменных затрат).

Решение. Сокращенная себестоимость составит 15 000 р. на единицу продукции, а цена 30 000 р. за единицу.

– прямые материалы	6 000 р.
– прямая зарплата	4 000 р.
– переменные накладные расходы	3 000 р.
– переменные сбытовые и административные расходы	2 000 р.
Итого переменных издержек	15 000 р.

Надбавка для покрытия постоянных издержек и желаемой прибыли 100 % от переменных издержек – 15 000 р.

Цена – 30 000 р.

10.2 КОМПЛЕКСНОЕ ОПЕРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ ОБОРОТНЫМИ АКТИВАМИ И КРАТКОСРОЧНЫМИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Чистый оборотный капитал – разница между текущими активами и текущими пассивами предприятия. Чистый оборотный капитал – это собственные оборотные средства предприятия.

Активы предприятия делятся на основные и постоянные (земля, здания, сооружения, оборудование, нематериальные активы и основные средства и вложения) и оборотные или текущие (все остальные активы баланса) активы:

- денежные средства;
- дебиторская задолженность;
- товарно-материальные ценности.

Пассивы делятся на собственные и заемные.

Постоянные пассивы: собственные средства, долгосрочные кредиты и займы.

Текущие (краткосрочные) пассивы включают в себя:

- краткосрочные кредиты и займы;
- кредиторская задолженность;
- задолженность по зарплате;
- налоги, подлежащие уплате в бюджет;

– часть долгосрочных кредитов и займов, срок погашения которых наступает в данном периоде.

Разница между средствами иммобилизованными в запасах сырья, готовой продукции, незавершенном производстве, дебиторской задолженности и кредиторской задолженностью называется текущими финансовыми потребностями (ТФП) или финансово-эксплуатационными потребностями (ФЭП).

Разница между перечисленными текущими активами и текущими пассивами предприятия приходится финансировать за счет собственных оборотных средств (СОС).

ФЭП – это разница между текущими активами (без денежных средств) и товарной кредиторской задолженности, или что то же:

а) разница между средствами, иммобилизованными в запасах сырья, готовой продукции, а также в дебиторской задолженности, и суммой коммерческого кредита поставщиков или что то же;

б) не покрытая ни собственными средствами, ни долгосрочными кредитами, ни кредиторской задолженностью часть чистых оборотных активов или что то же;

в) недостаток собственных оборотных средств или что то же;

г) прореха в бюджете предприятия или что то же;

д) потребность в краткосрочном кредите.

Для финансового состояния предприятия:

Благоприятно

Получение отсрочек платежа:

– от поставщиков (коммерческий кредит);

– от работников предприятия (задолженность по зарплате);

– от государства (по уплате налогов).

Отсрочки платежей – это источники финансирования.

Не благоприятно

– замораживание средств в запасах (материалов и готовой продукции);

– предоставление отсрочек платежа клиентам (но это соответствует коммерческом обычаям).

$$\text{ФЭП} = \begin{matrix} \text{Запасы сырья} & & \text{Долговые права} & & \text{Долговые обязательства} \\ \text{и готовой} & + & \text{к клиентам} & - & \text{поставщикам (кредитор-} \\ \text{продукции} & & \text{(дебиторская} & & \text{ская задолженность)} \\ & & \text{задолженность} & & \end{matrix}$$

Период	=	Период	+	Период	-	Средний срок
оборачива-		оборачиваемости		оборачиваемости		оплаты
емости		запасов		дебиторской		кредиторской
				задолженности		задолженности
		1		2		3

Предприятие заинтересовано в сокращении показателей 1 и 2 и в увеличении показателя 3 с целью сокращения периода оборачиваемости оборотных средств.

Чем больше норма добавленной стоимости (добавленная стоимость / выручка от реализации × 100) тем больше ФЭП. У предприятий с повышенной нормой добавленной стоимости ФЭП растут быстрее выручки от реализации.

Однако снижение нормы добавленной стоимости может способствовать снижению рентабельностью. Предприятие может прибегнуть к банковскому кредиту в форме овердрафта (краткосрочный кредит сверх остатка на текущем счете в пределах оговоренной суммы), либо учету векселей, либо прогрессивной форме финансирования текущих потребностей – факторингу (разновидность торгово-комиссионных операций).

Стоимость факторинговых услуг складывается из двух элементов:

1) комиссии (платы за обслуживание в процентах от суммы счета – фактуры);

2) процентов, взимаемых при досрочной оплате представленных документов.

Политика комплексного оперативного управления текущими активами и текущими пассивами. Суть управления состоит в определении достаточного уровня и рациональной структуры текущих активов, а также в определении величины и структуры источников финансирования текущих активов.

Если удельный вес текущих активов в общей сумме всех активов высок, а период оборачиваемости оборотных средств длителен – это агрессивная политика управления текущими активами (“жирный кот”).

Если удельный вес текущих активов в общей сумме всех активов низок, а период оборачиваемости оборотных средств краток – это признак консервативной политики управления текущими активами (“худо – бедно”).

Если предприятие ведет “центристскую позицию” – это умеренная политика управления текущими активами. В этом случае экономическая рентабельность активов, риск технической неплатежеспособности и период оборачиваемости оборотных средств находятся на среднем уровне.

11 Стратегия финансового менеджмента

Жизнедеятельность предприятия представляет собой сложную картину долгосрочных и краткосрочных периодов развития. Высокие результаты финансово – хозяйственной деятельности (солидный оборот, достойная доля рынка, высокие: платежеспособность, ликвидность и рентабельность) могут получиться только при выборе и реализации решений, адекватных требованиям среды и соответствующих “магистральной линии развития предприятия”.

С общих позиций уровень риска связанный с предприятием предопределяется ее адаптационной способностью эффективно реагировать на внешние и внутренние изменения.

На практике предприятие реализует долгосрочные цели и тенденции экономического развития и адаптации к ним с

помощью инвестиционной политики.

В литературе по финансовому менеджменту и фундаментальному анализу качества ценных бумаг принята классификация отраслей экономики на три основных типа: устойчивые, циклические, растущие.

Учет циклических колебаний конъюнктуры рынка – дело очень тонкое и требует совмещения трех информационных пластов:

- общеэкономические данные;
- отраслевая статистика;
- данные по конкретному предприятию.

Наличие информации и отнесение предприятия к той или иной отрасли дает финансисту возможность выбора сферы деятельности предприятия, либо коррекции финансовой политики, если сфера деятельности уже определена.

Отнесение предприятия к той или иной сфере важно и для инвестора, который старается разумно сформировать свой портфель ценных бумаг и эффективно управлять им.

Критерием классификации отраслей является степень воздействия макроэкономического цикла на положение той или иной отрасли.

Например, спрос в стабильных отраслях, связанных с производством важных товаров и услуг практически не зависит от макроэкономической ситуации.

Отрасли производящие средства производства и товары длительного пользования, относятся к циклическим – динамика спроса на их продукцию зависит от фазы макроэкономического цикла.

Вкладывать средства в производство, в ценные бумаги целесообразно, если:

- 1) чистая прибыль от данного вложения превышает чистую прибыль от помещения средств на банковский депозит.
- 2) рентабельность инвестиций выше уровня инфляции.
- 3) рентабельность данного проекта с учетом фактора времени (временной стоимости денег) выше рентабельности альтернативных проектов.
- 4) рентабельность активов предприятия после осуществления проекта увеличивается (или хотя бы не уменьшается), и в любом случае превысит среднюю расчетную ставку по заемным средствам (т.е. дифференциал финансового рычага будет положительным).
- 5) рассматриваемый проект соответствует генеральной стратегической линии предприятия с точки зрения формирования рациональной ассортиментной структуры производства, сроков окупаемости затрат, наличия финансовых источников покрытия издержек, обеспечения стабильных, но скромных, либо наоборот сконцентрированных, но оптимальных во времени поступлений и т.д.

Определение главных для того или иного предприятия критериев весьма субъективно и зависит от преследуемых на данном этапе стратегических финансовых целей.

Если для предприятия не стоят вопросы максимизации прибыли, дивидендов и имущества акционеров, то оно выбирает свои собственные критерии принятия решений (расширение рынков сбыта продукции, более полное использование производственных мощностей и площадей, перевод предприятия на новые товары и технологии и др.).

Инвестиции – протяженный во времени процесс, диктует финансовому менеджеру необходимость при анализе инвестиционных проектов учитывать:

- 1) Рискovanность проектов, так как чем длительнее срок окупаемости, тем рискованнее проект.
- 2) Временную стоимость денег.

Привлекательность проектов по сравнению с альтернативными возможностями вложения средств с точки зрения максимизации доходов и имущества акционеров предприятия при приемлемой степени риска, так как эта цель для финансового менеджера является главной.

Инвестиционному анализу предшествует расчет средневзвешенной стоимости капитала ССК (в англ. WACC), которая представляет собой средневзвешенную посленалоговую “цену”, в которую предприятию обходятся собственные и заемные источники финансирования.

ССК используются для:

- а) дисконтирования денежных потоков при исчислении чистой настоящей стоимости (NPV) проектов. Если NPV равна или больше нуля проект допускается к дальнейшему рассмотрению;
- б) сопоставления с внутренней ставкой рентабельности (IRR) проектов. Если IRR превышает ССК, проект может быть одобрен как обеспечивающий удовлетворение интересов инвесторов и кредиторов.

Для определения ССК необходимо:

- разделить сумму дивидендов по привилегированным акциям на сумму, мобилизованную продажей этих акций;
- разделить сумму дивидендов по обыкновенным акциям на сумму средств, мобилизованных продажей этих акций, и нераспределенной прибыли;
- вычислить среднюю расчетную ставку процента по заемным средствам (СРСП), включающим и кредиторскую задолженность. При этом необходимо учесть, что проценты по краткосрочным кредитам банка относятся на себестоимость в пределах норматива, устанавливаемого ЦБ РФ, плюс три процентных пункта, т.е. сумма процента уменьшается на $(1 - \text{ставка налогообложения прибыли})$, а остальные проценты войдут в расчет средневзвешенной стоимости капитала без такой коррекции;
- определить удельный вес каждого из обозначенных в предыдущих трех пунктах источников средств в пассивах предприятия;
- перемножить стоимость средств по каждому из первых трех пунктов на соответствующие удельные веса;
- суммировать полученные в предыдущем пункте результаты.

12 СРЕДНЕВЗВЕШЕННАЯ СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА (ССК)

Наименование источника средств	Средняя стоимость данного источника средств, %	Удельный вес данного источника средств в пассиве
Привилегированные акции	60	0,1
Обыкновенные акции	80	0,5
Заемные средства, включая кредиторскую задолженность	50	0,4

Решение:

$$ССК = 60 \% \cdot 0,1 + 80 \% \cdot 0,5 + 50 \% \cdot 0,4 = 66 \%$$

К основным методам выбора инвестиционных проектов относятся:

- 1) Метод простой (бухгалтерской) нормы прибыли.
- 2) Простой (бездисконтный) метод окупаемости инвестиций.
- 3) Дисконтный метод окупаемости проекта.
- 4) Метод чистой настоящей (текущей) стоимости проекта.
- 5) Метод внутренней ставки рентабельности (маржинальной эффективности капитала).
- 6) Модифицированный метод внутренней ставки рентабельности.

При выборе инвестиционных проектов необходимо учитывать инфляционные процессы, так как инфляция изменяет реальную стоимость поступлений и затрат.

Универсальная формула вычисления чистой настоящей стоимости (NPV) проекта позволяет оценить эту величину в случае неодинакового искажения доходов и затрат инфляцией

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{\left[R_t \prod_{r=1}^t (1+i_r) - C_t \prod_{r=1}^t (1+i'_r) \right] (1-T) + D_t T}{(1+K)}$$

где R_t – номинальная выручка i -го года, оцененная для безубыточной ситуации, т.е. в ценах базового периода; i_r – темп инфляции доходов r -го года; c_t – номинальные денежные затраты t -го года в ценах базового периода; i'_r – темпы инфляции издержек r -го года; T – ставка налогообложения прибыли; K – средневзвешенная стоимость капитала, включающую инфляционную составляющую; D_t – амортизационные отчисления t -го года.

Если i_r и i'_r совпадают расчеты сильно упрощаются.

Пример из практики. Производство продуктов питания из импортного сырья.

Определить чистую настоящую стоимость и внутреннюю ставку рентабельности проекта и сравнить ее со средневзвешенной стоимостью капитала. Необходимо сделать вывод о целесообразности проекта.

Первоначальные затраты на проект – 8 млн. р.

Срок жизни проекта – 4 г.

Ежегодные амортизационные отчисления – 2 млн. р.

Ставка налогообложения прибыли – 30 %

Средневзвешенная стоимость капитала, включая инфляционную – 250 %.

13 Поступления и затраты в ценах базового периода, млн. р.

Год	Поступления	Затраты
1	6	3
2	7	4
3	8	4
4	8	4

14 Прогнозируемый уровень инфляции

Год	Поступления, %	Затраты, %
1	300	200
2	220	180
3	150	120
4	80	100

Решение.

$$NPV = \frac{[6(1+3) - 3(1+2)](1-0,3) + 2 \cdot 0,35}{1+2,5} \times$$

$$\begin{aligned} & \times \frac{[7(1+3)(1+2,2) - 4(1+2)(1+1,8)](1-0,35) + 2 \cdot 0,35}{(1+2,5)^2} + \\ & + \frac{[8 \cdot 4 \cdot 3,2(1+1,5) - 4 \cdot 3 \cdot 2,8(1+1,2)] \cdot 0,65 + 0,7}{(1+2,5)^3} + \\ & + \frac{[8 \cdot 4 \cdot 3,2 \cdot 2,5 \cdot 1,8 - 4 \cdot 3 \cdot 2,8 \cdot 2,2 \cdot 2] \cdot 0,65 \cdot 7}{(1+2,5)^4} - 8 = 2,16 \text{ млн. р.,} \end{aligned}$$

При ставке дисконтирования 2,5 (250 %) чистая настоящая стоимость проекта положительна, то есть проект может обеспечить ожидания инвесторов. Для уточнения необходимо знать превышает ли *IRR* средневзвешенную стоимость капитала.

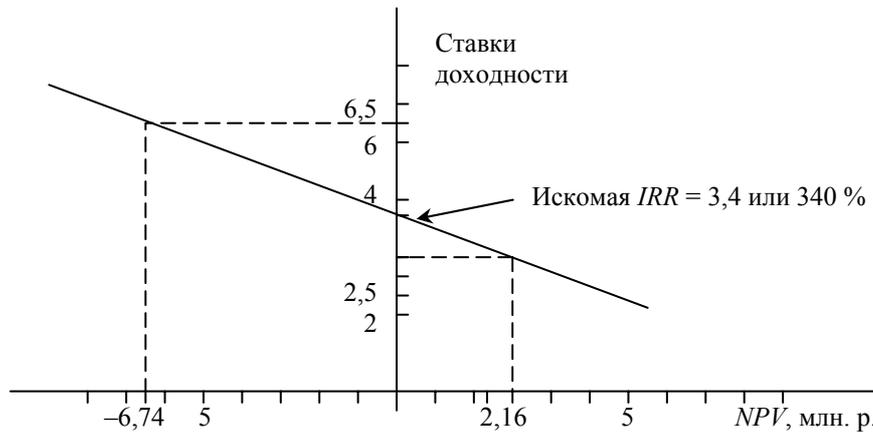


Рис. 9 Оценка эффективности проекта

Задаем ставку дисконтирования 6,5 и вычисляем $NPV = -6,74$ млн. р.

Строим график. Отмечаем точки на графике и соединяем их (рис. 9).

Из графика видно, что $NPV = 0$ при *IRR* на уровне 3,4. Это значительно больше, что подтверждает правильность выбора данного проекта.

В случае, например, экономических проектов этим правилом пренебрегают из практической целесообразности.

СПИСОК РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

- 1 Финансовый менеджмент / Под ред. Г. Б. Поляка. М.: Финансы, 1997. 518 с.
- 2 Финансовый менеджмент / Под ред. Е. С. Стояновой. М.: Перспектива, 1997. 574 с.
- 3 Балабанов И. Т. Основы финансового менеджмента. М.: Финансы и статистика, 1999. 510 с.
- 4 Балабанов И. Т. Риск – Менеджмент. М.: Финансы и статистика, 1996. 188 с.
- 5 Бланк И. А. Стратегия и тактика управления финансами. Киев: АДЕФ Украина, 1996. 534 с.
- 6 Ванн Хорн Дж. К. Основы управления финансами. М.: Финансы и статистика, 1996. 799 с.
- 7 Ващенко Т. П. Математика финансового менеджмента. М.: Перспектива, 1996. 80 с.
- 8 Ковалев В. В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. М.: Финансы и статистика, 1996. 432 с.
- 9 Финансы предприятий. М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1995. 250 с.