

Министерство образования и науки Российской Федерации

Владивостокский государственный университет  
экономики и сервиса

---

**Н.Н. БАЙНАРОВИЧ**

# **ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ**

Учебное пособие

Владивосток  
Издательство ВГУЭС  
2007

ББК 65.05

Б 12

Рецензенты: В.А. Созинов, канд. экон. наук, профессор каф. экономики и менеджмента;  
Т.К. Мирошникова, канд. экон. наук, доцент каф. экономики и менеджмента

**Байнарович Н.Н.**

Б 12      **ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ: Учебное пособие.** – Владивосток: Изд-во ВГУЭС, 2007. – 76 с.

Разработано в соответствии с программой курса, программами государственных экзаменов по специальностям, а также требованиями образовательного стандарта России к учебной дисциплине «Финансовый менеджмент».

Для студентов специальности 08050765 «Менеджмент организации» и 08050265 «Экономика и управление на предприятии» всех форм обучения.

ББК 65.05

Печатается по решению РИСО ВГУЭС

© Издательство Владивостокский государственный университет экономики и сервиса, 2007

## ВВЕДЕНИЕ

Учебно-методическое издание «учебное пособие «Финансовый менеджмент» разработано на основе учебной программы данной дисциплины и учитывает требования Государственного стандарта специальностей 061100 «Менеджмент организаций» и 060800 «Экономика и управление на предприятии».

В учебном пособии освещены теоретические положения финансового менеджмента; концепции финансового менеджмента; значимость его в условиях рыночных отношений; управление активами предприятия; управление дебиторской задолженностью; управление производственными запасами; методы оценки капитала; прогнозирование точки безубыточности производства; формирования рациональной структуры капитала.

Особое внимание уделено рассмотрению комплексного подхода к прогнозированию и бюджетированию.

Кроме того, для успешного принятия решений необходимы знания теоретических основ финансового менеджмента, основных финансовых принципов и методов разработки и реализации управленческих решений, связанных с формированием, распределением и использованием финансовых ресурсов предприятия в долгосрочной и долгосрочной перспективе, позволяющих делать выводы о правильности и приемлемости выбранной финансовой политики.

Данное учебное пособие может быть использовано для подготовки к государственному экзамену по дисциплине «Финансовый менеджмент» студентов специальности «Менеджмент организаций» и «Экономика и управление на предприятии» всех форм обучения.

Кроме того, учебное пособие может использоваться для самостоятельного изучения курса финансового менеджмента, студентам дистанционной формы обучения.

# Тема 1. ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ, ЕГО СОСТАВ, СТРУКТУРА И МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ

## 1.1. Сущность, цель, задачи финансового менеджмента

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

Эффективное управление финансовой деятельностью предприятия обеспечивается реализацией ряда принципов, основными из которых являются нижеследующие:

**1. Интегрированность с системой управления предприятием.** В какой бы сфере деятельности предприятия не принималось управленческое решение, оно прямо или косвенно оказывает влияние на формирование денежных потоков и результаты финансовой деятельности, финансовый менеджмент непосредственно связан с производственным менеджментом, инновационным менеджментом, менеджментом персонала и некоторыми другими видами функционального менеджмента. Это определяет необходимость органической интегрированности финансового менеджмента с общей системой управления предприятием.

**2. Комплексный характер формирования управленческих решений.** Все управленческие решения в области формирования, распределения и использования финансовых ресурсов и организации денежного оборота предприятия теснейшим образом взаимосвязаны и оказывают прямое или косвенное воздействие на результаты, его финансовой деятельности.

В ряде случаев это воздействие может носить противоречивый характер. Так, например, осуществление высокодоходных финансовых инвестиций может вызвать дефицит в финансировании производственной деятельности и как следствие – существенно уменьшить размер операционной прибыли (т.е. снизить потенциал формирования собственных финансовых ресурсов). Поэтому финансовый менеджмент должен рассматриваться как комплексная управляющая система, обеспечивающая разработку взаимозависимых управленческих решений, каждое из которых вносит свой вклад в общую результативность финансовой деятельности предприятия.

**3. Высокий динамизм управления.** Даже наиболее эффективные управленческие решения в области формирования и использования финансовых ресурсов и оптимизации денежного оборота, разработанные и реализованные на предприятии в предшествующем периоде, не всегда могут быть повторно использованы на последующих этапах его финансовой деятельности. Это связано с высокой динамикой факторов внеш-

ней среды и в первую очередь с изменением конъюнктуры финансового рынка. Кроме того, меняются во времени и внутренние условия функционирования предприятия, особенно на этапах перехода к последующим стадиям его жизненного цикла. Поэтому финансовому менеджменту должен быть присущ высокий динамизм, учитывающий изменение факторов внешней среды, ресурсного потенциала, форм организации производственной и финансовой деятельности, финансового состояния и других параметров функционирования предприятия.

**4. Вариантность подходов к разработке отдельных управленческих решений.** Реализация этого принципа предполагает, что подготовка каждого управленческого решения в сфере формирования и использования финансовых ресурсов и организации денежного оборота должна учитывать альтернативные возможности действий. При наличии альтернативных проектов управленческих решений их выбор для реализации должен быть основан на системе критериев, определяющих финансовую идеологию, финансовую стратегию или конкретную финансовую политику предприятия. Система таких критериев устанавливается самим предприятием.

**5. Ориентированность на стратегические цели развития предприятия.** Какими бы эффективными не казались те или иные проекты управленческих решений в области финансовой деятельности в текущем периоде, они должны быть отклонены, если они вступают в противоречие с миссией (главной целью деятельности) предприятия, стратегическими направлениями его развития, подрывают экономическую базу формирования высоких размеров собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников в предстоящем периоде.

Эффективный финансовый менеджмент, организованный с учетом изложенных принципов, позволяет формировать ресурсный потенциал высоких темпов прироста производственной деятельности предприятия, обеспечивать постоянный рост собственного капитала, существенно повышать его конкурентную позицию на товарном и финансовом рынках, обеспечивать стабильное экономическое развитие в стратегической перспективе.

С учетом содержания и принципов финансового менеджмента формируются его цели и задачи.

**Главной целью финансового менеджмента является обеспечение максимизации благосостояния собственников предприятия в текущем и перспективном периоде.** Эта цель получает конкретное выражение в обеспечении максимизации рыночной стоимости предприятия, что реализует конечные финансовые интересы его владельцев. Следует сказать, что главная цель финансового менеджмента так или иначе вступает в противоречие с весьма распространенным у нас мнением о том, что главной целью финансового менеджмента является максимизация прибыли. Дело в том, что максимизация рыночной стоимости предприятия далеко не всегда автоматически достигается при максимизации его прибыли. Так, полученная высокая по сумме и

уровню прибыль может быть полностью израсходована на цели текущего потребления, в результате чего предприятие будет лишено основного источника формирования собственных финансовых ресурсов для своего предстоящего развития (а неразвивающееся предприятие утрачивает в перспективе достигнутую конкурентную позицию на рынке, сокращает потенциал формирования собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников, что в конечном итоге приводит к снижению его рыночной стоимости). Кроме того, высокий уровень прибыли предприятия может достигаться при соответственно высоком уровне финансового риска и угрозе банкротства в последующем периоде, что также может обусловить снижение его рыночной стоимости. Поэтому в рыночных условиях максимизация прибыли может выступать как одна из важных задач финансового менеджмента, но не как главная его цель.

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

**1. Обеспечение формирования достаточного объема финансовых ресурсов в соответствии с задачами развития предприятия в предстоящем периоде.** Эта задача реализуется путем определения общей потребности в финансовых ресурсах предприятия на предстоящий период, максимизации объема привлечения собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников, определения целесообразности формирования собственных финансовых ресурсов за счет внешних источников, управления привлечением заемных финансовых средств, оптимизации структуры источников формирования ресурсного финансового потенциала.

**2. Обеспечение наиболее эффективного использования сформированного объема финансовых ресурсов в разрезе основных направлений деятельности предприятия.** Оптимизация распределения сформированного объема финансовых ресурсов предусматривает установление необходимой пропорциональности в их использовании на цели производственного и социального развития предприятия, выплаты необходимого уровня доходов на инвестированный капитал собственникам предприятия и т.п. В процессе производственного потребления сформированных финансовых ресурсов в разрезе основных направлений деятельности предприятия должны быть учтены стратегические цели его развития и возможный уровень отдачи вкладываемых средств.

**3. Оптимизация денежного оборота.** Эта задача решается путем эффективного управления денежными потоками предприятия в процессе кругооборота его денежных средств, обеспечением синхронизации объемов поступления и расходования денежных средств по отдельным периодам, поддержанием необходимой ликвидности его оборотных активов. Одним из результатов такой оптимизации является минимизация среднего остатка свободных денежных активов, обеспечивающая снижение потерь от их неэффективного использования и инфляции.

**4. Обеспечение максимизации прибыли предприятия при предусматриваемом уровне финансового риска.** Максимизация прибыли достигается за счет эффективного управления активами предприятия, вовлечения в хозяйственный оборот заемных финансовых средств, выбора наиболее эффективных направлений операционной и финансовой деятельности. При этом, для достижения целей экономического развития предприятие должно стремиться максимизировать не бал, а ЧП, что требует осуществление эффективной налог, а, и политики. Решая эти задачи необходимо иметь ввиду, что максимизация уровня прибыли предприятия достигается, как правило, при существенном возрастании уровня финансовых рисков, так как между этими двумя показателями существует прямая связь. Поэтому максимизация прибыли должна обеспечиваться пределах допустимого финансового риска, конкретный уровень которого устанавливается собственниками или менеджерами предприятия с учетом их финансового менталитета (отношения к степени допустимого риска при осуществлении хозяйственной деятельности).

**5. Обеспечение минимизации уровня финансового риска при предусматриваемом уровне прибыли.** Если уровень прибыли предприятия задан или спланирован заранее, важной задачей является снижение уровня финансового риска, обеспечивающего получения этой прибыли. Такая минимизация может быть обеспечена путем диверсификации видов операционной и финансовой деятельности, а также портфеля финансовых инвестиций; профилактикой и избеганием от дельных финансовых рисков, эффективными формами их внутренне го и внешнего страхования.

**6. Обеспечение постоянного финансового равновесия предприятия в процессе его развития.** Такое равновесие характеризуется высоким уровнем финансовой устойчивости и платежеспособность предприятия на всех этапах его развития, и обеспечивается формированием оптимальной структуры капитала и активов, эффективными пропорциями в объемах формирования финансовых ресурсов за счет различных источников, достаточным уровнем самофинансирования инвестиционных потребностей.

Все рассмотренные задачи финансового менеджмента теснейшим образом взаимосвязаны, хотя отдельные из них и носят разное направленность характер (например, обеспечение максимизации суммы прибыли при минимизации уровня финансового риска; обеспечении формирования достаточного объема финансовых ресурсов и постоянного финансового равновесия предприятия в процессе его развития и т.п.). Поэтому в процессе финансового менеджмента отдельные задачи должны быть оптимизированы между собой для наиболее эффективной реализации его главной цели.

## **1.2. Механизм функционирования и основные концепции финансового менеджмента**

Любое предприятие, желающее увеличить прибыль, должно планировать свою деятельность. Ему требуется эффективная обратная связь, в

частности получение количественных данных о результатах работы фирмы, контроль за состоянием имущества, капитала и прибыли.

Следовательно, финансовой деятельностью предприятия необходимо управлять.

В процессе управления финансовой деятельностью предприятия велика роль точной и полной оценки экономической целесообразности осуществления капиталовложений.

Финансовый менеджмент базируется на трех основных концепциях: текущей стоимости, предпринимательского риска, потока денежных средств. Все три концепции взаимосвязаны и дополняют одна другую. Они подробно рассматриваются при изучении курса финансового менеджмента, а пока отметим основное их содержание.

*Концепция текущей стоимости* по экономическому содержанию выражает деловую активность предприятия – приращение капитала. Предприниматель, вкладывающий свой первоначальный капитал в дело, от которого рассчитывает получить новый капитал, через определенный период должен возместить ранее инвестиционный капитал и получать долю его приращения – прибыль.

Ежедневно на предприятия совершаются хозяйственные операции по купле-продаже товаров, услуг или инвестиционных средств. Возникает вопрос: целесообразно ли совершать эти операции? Будут ли они эффективными?

Определить эффективность указанных операций можно путем анализа информации, содержащейся в бухгалтерском учете. Возникает противоречие между сроками и денежными оценками авансированных затрат и экономической эффективности. По данным можно определить, насколько выгодно было для предприятия совершать хозяйственные операции, но повлиять на ходе событий, изыскать упущенную при этом выгоду уже невозможно.

Финансовый менеджмент должен найти инвестора, просчитать инвестиции или осуществлять операции по купле-продаже товара, так, чтобы появилась возможность не только компенсировать рост инфляции, но и получить с вложенного капитала больше, чем просто банковские проценты, увеличить прибыль на вложенный капитал.

В таком ходе событий заинтересованы предприниматели, ссудодатели, предприятия-поставщики, держатели акций предприятия, акционеры и другие инвесторы предприятия.

Вкладывая свой капитал, предприниматели, как правило, подвергаются риску, так как не знают, увеличат ли они свою прибыль или понесут убыток.

*Концепция предпринимательского риска* вытекает из концепции текущей стоимости, так как объективность ее оценки по прогнозам экономических выгод зависит от того, насколько точно составлен прогноз.

Как же оценит степень риска? Специалисты могут дать множество различных советов по любому аспекту вложения денег и риска. При этом важно учитывать свободу выбора. Никто не сможет заставить нас положить деньги в сберегательный банк или вложить их какое-нибудь сомнительное предприятие. Решать, что делать с деньгами, имеет право только предприниматель.

Поскольку объективность оценки текущей стоимости по прогнозным величинам экономических выгод зависит от точности прогноза, на основе статистических измерений колебаний прогноз ожидаемых экономических выгод, как правило, дается не в виде однозначной величины, а в виде примерной оценки текущей стоимости.

Основное содержание третьей базой концепции финансового менеджмента – *концепции потоков денежной наличности* – составляет разработка политики предприятия в области привлечения финансовых ресурсов, организации их достижения, поддержания их в определенном качественном состоянии. Финансовый менеджер должен знать, какое количество денежных средств необходимо для погашения обязательств, выплаты дивидендов, когда будет получен избыток денежной наличности, в какой промежуток времени фирма будет испытывать дефицит наличных.

### **Контрольные вопросы**

1. Дайте определение:
  - а) финансового рынка;
  - б) валютного рынка;
  - в) кредитного рынка;
  - г) рынка ценных бумаг.
2. Назовите функции:
  - а) кредитного рынка;
  - б) валютного рынка;
  - в) рынка ценных бумаг.
3. Какие инструменты финансового рынка относятся:
  - а) К инструментам собственности;
  - б) К инструмента займа.
4. Что понимается по финансовыми решениями?
5. Дайте характеристику:
  - а) Финансовой инфраструктуры;
  - б) Собственности компании.

## Тема 2. УПРАВЛЕНИЕ ОБОРОТНЫМ КАПИТАЛОМ

### 2.1. Оборотные активы и источники их функционирования

Оборотные средства (синонимы: оборотный капитал, мобильные активы, текущие активы, оборотные активы) – это активы предприятия, возобновляемые с определенной регулярностью для обеспечения текущей деятельности, вложения в которые как минимум однократно оборачиваются в течение года или одного производственного цикла. Под оборачиваемостью вложений в данном случае подразумевается трансформация оборотных средств, происходящая на предприятии циклически, один цикл которой может быть представлен следующим образом: а) денежные средства вкладываются в производственные запасы; б) запасы поступают в производство; в) произведенная продукция поступает на склад; г) готовая продукция отгружается покупателю; д) денежные средства за проданную продукцию поступают на счет продавца; е) денежные средства вновь используются для приобретения сырья и материалов, и т.д.

Выделяют следующие укрупненные компоненты оборотных активов, имеющие значение в системе финансового менеджмента:

производственные запасы, дебиторская задолженность, денежные средства и их эквиваленты. Как и в отношении других объектов управления, входящих в сферу интересов финансового менеджера, речь идет не о предметно-вещном составе оборотных активов, а о политике оптимального управления вложениями в эти активы.

Как известно, процесс управления финансами представляет собой поиск ответа на два взаимосвязанных вопроса: откуда взять требуемые финансовые ресурсы и как наиболее выгодно ими распорядиться. Необходимость в постановке подобных вопросов возникает в плане как стратегического, так и текущего управления финансами. Именно последний аспект, т.е. рутинная повседневная финансовая деятельность, прежде всего и находит свое выражение в управлении оборотными средствами. Изменения в составе и структуре оборотных средств чаще всего сопровождаются определенными изменениями в краткосрочных пассивах; две эти категории исключительно тесно взаимосвязаны. Вот почему в финансовом менеджменте принято рассматривать оборотные активы в совокупности с краткосрочными пассивами, сопоставлять их между собой, а один из ключевых аналитических показателей, увязывающих инвестиционный и источникивые аспекты управления оборотными средствами – чистый оборотный капитал.

Краткосрочные пассивы (иногда их называют текущими обязательствами) – это задолженность предприятия перед сторонними лицами, период погашения которой не превосходит одного года.

Чистый оборотный капитал (синонимы: собственные оборотные средства, функционирующий капитал) – показатель, характеризующий соотношение между суммой оборотных средств и суммой краткосрочных пассивов и численно равный разнице между ними. Величина чистого оборотного капитала в большей степени определяется составом активов и величиной оборотных средств.

Любые оборотные средства, за исключением денежных средств и их эквивалентов, представляют собой иммобилизацию собственных оборотных средств; недостаток оборотных активов может привести к сбоям в производственном процессе, к потере ликвидности, а их избыток – к потерям в эффективности производства (средства омертвлены без движения и не приносят дохода). Поэтому политика управления оборотным капиталом должна обеспечить поиск компромисса между риском потери ликвидности и эффективностью работы.

## **2.2. Управление оборотным капиталом предприятия**

Управление оборотными средствами предполагает учет действия случайных факторов. Отчасти этим объясняется деление оборотного капитала на постоянный и переменный.

Постоянный оборотный капитал (синоним: системная часть оборотных активов) – та часть оборотных средств, потребность в которых относительно постоянна в течение всего операционного цикла; это усредненная оценка. Согласно другой трактовке под постоянным оборотным капиталом понимают необходимый минимум оборотных средств для бесперебойного осуществления текущей деятельности.

Переменный оборотный капитал (синоним: варьирующая часть оборотных активов) – это оборотные средства, накапливаемые: а) в целях обеспечения ритмичной работы в пиковые моменты операционного цикла; б) в виде страхового запаса.

Центральным моментом в методиках управления оборотными средствами является поиск их оптимальной величины, состава и структуры. Разрабатывая подобные методики, рекомендуется иметь в виду следующие достаточно очевидные факты:

- в случае отсутствия действенной системы контроля за оборотными средствами они имеют обыкновение увеличиваться (прежде всего, речь идет о производственных запасах и дебиторской задолженности);

- неоправданное увеличение оборотных средств непременно сопровождается дополнительными прямыми и косвенными потерями, например, увеличением потерь от естественной убыли сырья и материа-

лов, появлением залежалых и неходовых товаров, снижением оборачиваемости собственных оборотных средств и др.;

– неоправданное увеличение оборотных средств требует привлечения новых источников финансирования, следствием чего являются, во-первых, дополнительные затраты, поскольку большинство источников носит платный характер, и, во-вторых, снижение резервного заемного потенциала предприятия;

неоправданное снижение величины оборотных средств и/или неоптимальная их структура может привести к нарушению ритмичности производственной деятельности.

### 2.3. Управление запасами

Формирование и поддержание производственных запасов всегда связано с необходимостью нахождения оптимального соотношения между двумя крайними стратегиями: первая подразумевает минимизацию запасов в надежде на ритмичную их поставку, вторая – создание достаточного запаса, имеющего целью застраховаться от различных неожиданностей и наверняка обеспечить ритмичность производственного процесса. Кроме того, выбирая политику в отношении производственных запасов приходится принимать во внимание наличие риска двух видов: а) неблагоприятное изменение цен; б) моральное и физическое устаревание.

Методики оптимального управления запасами базируются на идее минимизации двух видов затрат, непременно имеющих место в отношении производственных запасов: а) затраты по покупке и доставке; б) затраты по хранению. В рыночной экономике заказ крупной партии сырья обычно сопровождается получением скидки от поставщика. Кроме того, чем больше заказываемая партия сырья и материалов, т.е. чем реже приходится обращаться к поставщикам, тем меньше затраты по покупке и доставке. Однако в этом случае увеличиваются затраты по хранению (нужны дополнительные складские помещения, увеличивается естественная убыль и прочий недокументированный расход и др.). И наоборот, если предприятие предпочитает работать «с колес», т.е. ориентируется на минимальный запас сырья, оно минимизирует затраты по хранению, но увеличивает затраты по покупке и доставке. Иными словами, есть свои плюсы и минусы в каждой из описанных стратегий, а оптимальная политика в управлении производственными запасами как раз и заключается в поиске компромисса между двумя этими видами затрат. Один из наиболее известных подходов к формализованному управлению запасами заключается в расчете (в натуральных единицах) оптимальной партии заказа (*EOQ*), позволяющей минимизировать совокупные затраты по заказу, доставке и хранению запасов.

Показатель *ЕОQ* является ключевым в ряде методик, посвященных выработке оптимальной политики управления запасами. Подобные методики различаются допущениями в отношении страхового запаса, вариабельности дневной потребности в сырье и материалах, условий выполнения заказа и др. Среди исходных факторов, определяющих политику в управлении запасами: уровень запасов, при котором делается заказ; минимально допустимый уровень запасов (страховой запас); максимально допустимый уровень запасов; оптимальная партия заказа; средняя дневная потребность в сырье, максимальное и минимальное число дней выполнения заказа.

Для оптимального управления запасами рекомендуется: а) оценить общую потребность в сырье на планируемый период; б) периодически уточнять *ЕОQ* и момент заказа сырья; в) периодически уточнять и сопоставлять затраты по заказу сырья и затраты по хранению; г) регулярно контролировать условия хранения запасов; д) иметь хорошую систему учета.

Формализованные модели управления запасами объясняют, прежде всего, логику возможных подходов к выбору политики в отношении процесса снабжения предприятия сырьем и материалами. Что касается практики, то реально действующие методики вряд ли поддаются жесткой формализации. Один из достаточно распространенных подходов – система поставки «точно в срок» (*just-in-time*), суть которой заключается в составлении оптимального и достаточно жесткого графика поставки сырья и материалов с целью максимально возможной минимизации складских запасов. Считается, что эта система может быть эффективной, если: а) она строится на долгосрочной основе, обещающей предсказуемость и стабильность для контрагентов; б) имеется хорошая система информационного обеспечения у контрагентов; в) поставщики имеют хорошие (т.е. удовлетворяющие стандартам покупателя) системы контроля качества и поставки; г) компания-покупатель имеет отлаженную систему управления запасами.

Оптимальное управление запасами предполагает также периодический факторный анализ их величины и контроль за оборачиваемостью вложений в запасы. Соответствующие аналитические процедуры выполняются путем расчета показателей оборачиваемости и использования жестко детерминированных факторных моделей.

Для предприятий с длительным производственным циклом существенную роль играет оптимальное управление незавершенным производством. Соответствующие методики чаще всего разрабатываются как элемент системы управленческого учета, однако они могут рассматриваться и как составная часть текущего управления финансами. Подобные методики, как правило, имеют специфицированный характер, т.е. они ориентированы на конкретные условия производственной деятельности, и

основываются на учете следующих обстоятельств: размер незавершенного производства зависит от специфики и объемов производства; в условиях стабильного повторяющегося производственного процесса для оценки незавершенного производства можно использовать стандартные модели управления запасами (типа модели ЕОQ) и показатели оборачиваемости; себестоимость незавершенного производства состоит из трех компонентов: (а) прямые затраты сырья и материалов; (б) затраты живого труда; (в) часть накладных расходов.

Методики оптимального управления готовой продукцией также специфицированы и подразумевают учет следующих обстоятельств:

- готовая продукция возрастает по мере завершения производственного цикла;
- при планировании запасов готовой продукции необходимо по возможности учитывать возникновение ажиотажного спроса;
- на величину запасов готовой продукции могут оказывать существенное влияние сезонные колебания;
- неоправданное завышение объемов готовой продукции может привести к появлению залежалых и неходовых товаров.

## **2.4. Управление дебиторской задолженностью**

В отличие от производственных запасов и незавершенного производства, которые достаточно статичны, не могут быть резко изменены, поскольку в значительной степени определяются сутью технологического процесса, дебиторская задолженность представляет собой наиболее вариабельный и динамичный элемент оборотных средств, существенно зависящий от принятой в компании политики в отношении покупателей продукции. Поскольку дебиторская задолженность представляет собой иммобилизацию собственных оборотных средств, т.е. в принципе она невыгодна предприятию, поэтому с очевидностью напрашивается вывод о ее максимально возможном сокращении. Теоретически дебиторская задолженность может быть сведена до минимума, тем не менее этого не происходит по многим причинам, в том числе и по причине конкуренции.

С позиции возмещения стоимости поставленной продукции продажа может быть выполнена одним из трех методов: а) предоплата, б) оплата за наличный расчет, в) оплата с отсрочкой платежа, осуществляемая обычно в виде безналичных расчетов, основными формами которых являются платежное поручение, аккредитив, расчеты по инкассо и расчетный чек. Последняя схема наиболее невыгодна продавцу, поскольку ему приходится кредитовать покупателя, однако именно она является основной в системе расчетов за поставленную продукцию. При оплате с отсрочкой платежа как раз и возникает дебиторская задолженность по

товарным операциям как естественный элемент подобной общепринятой системы расчетов.

Вырабатывая политику кредитования покупателей своей продукции, предприятие должно определиться по следующим ключевым вопросам:

- срок предоставления кредита (чаще всего в компании существует несколько типовых договоров, предусматривающих предельный срок оплаты продукции);

- стандарты кредитоспособности (критерии, по которым поставщик определяет финансовую состоятельность покупателя и вытекающие отсюда возможные варианты оплаты);

- система создания резервов по сомнительным долгам (предполагается, что как бы ни была отлажена система работы с дебиторами, всегда существует риск неполучения платежа, хотя бы по форс-мажорным обстоятельствам; поэтому исходя из принципа осторожности необходимо заранее создавать резерв на потери в связи с несостоятельностью покупателя);

- система сбора платежей (сюда входят процедуры взаимодействия с покупателями в случае нарушения условий оплаты, совокупность критерияльных значений показателей, свидетельствующих о существенности нарушений в оплате, система наказания недобросовестных контрагентов и др.);

- система предоставляемых скидок (в рыночной экономике является обычной практика предоставления скидок в случае оговоренного и достаточно короткого периода оплаты поставленной! продукции).

Эффективная система взаимоотношения с покупателями подразумевает: а) качественный отбор клиентов, которым можно предоставлять кредит; б) определение оптимальных условий кредитования; в) четкую процедуру предъявления претензий; г) контроль затем, как клиенты исполняют условия договоров.

Эффективная система администрирования взаимоотношений с покупателями подразумевает: а) регулярный мониторинг дебиторов по видам продукции, объему задолженности, срокам погашения и др.; б) минимизацию временных интервалов между моментами завершения работ, отгрузки продукции, предъявления платежных документов; в) направление платежных документов по надлежащим адресам; г) аккуратное рассмотрение запросов клиентов об условиях оплаты; д) четкую процедуру оплаты счетов и получения платежей.

В условиях централизованно планируемой экономики денежные средства не играли сколько-нибудь значимой роли в деятельности предприятий, поскольку их величина, как в кассе, так и на расчетном счете регулировалась вышестоящими организациями. При переходе к рыночным отношениям ситуация коренным образом меняется. Значимость

денежных средств и их эквивалентов (последние представляют собой ликвидные финансовые активы, которые с минимальным временным лагом могут быть трансформированы в денежные средства) определяется тремя причинами: рутинность (необходимость денежного обеспечения текущих операций), предосторожность (необходимость погашения непредвиденных платежей), спекулятивность (возможность участия в заранее непредусмотренном выгодном проекте).

Управление дебиторской задолженностью является составной частью общей системы управления оборотными активами коммерческой организации. Применительно к задолженности заказчиков (покупателей) за поставку товаров, оказанные услуги или выполненные работы оно является одновременно элементом маркетинговой политики организации, направленной на максимизацию объема прибыли, установление взаимовыгодных отношений. От управления дебиторской задолженностью в значительной мере зависит как оборачиваемость, так и рентабельность оборотных активов предприятия. В балансе (разд. II «Оборотные активы») остатки дебиторской задолженности обычно превышают общую сумму материально-вещественных активов, денежных средств и краткосрочных финансовых вложений. В то же время управление дебиторской задолженностью – средство увеличения объема продаж, предоставления заказчикам выгодных условий оплаты поставляемых товаров.

Управление дебиторской задолженностью должно способствовать расширению объема реализации продукции, финансовой устойчивости организации. Как и при управлении иными оборотными активами, принятию любых решений по управлению дебиторской задолженностью должен предшествовать анализ ее состава, уровня и динамики в предшествующем периоде.

В условиях острого недостатка оборотных средств, характерного для многих предприятий (коэффициент текущей ликвидности в промышленности немногим больше единицы), завышенные размеры дебиторской задолженности снижают мобильность оборотных активов, приводят к неоправданному росту продолжительности финансового цикла.

Поскольку в общей сумме дебиторской задолженности преобладает задолженность заказчиков за поставленные им товары, то при анализе дебиторской задолженности целесообразно сопоставлять ее динамику с динамикой выручки от проданных товаров. Темпы роста выручки от реализации продукции, работ, услуг (без НДС), по данным формы 2 «Отчет о прибылях и убытках», сопоставляются с темпами роста средних остатков дебиторской задолженности по балансу.

Другой важнейший показатель – удельный вес просроченной дебиторской задолженности. С ростом объема продаж общая сумма просроченной дебиторской задолженности также возрастает, но ее удельный

вес должен снижаться. Однако многое зависит от состава покупателей. Если увеличение объема продаж связано с освоением производства и реализацией новых товаров, рассчитанных на иной круг покупателей по сравнению со сложившимся, то возможны существенные изменения как динамики, так и удельного веса просроченной задолженности.

### **Группировка дебиторской задолженности**

Дебиторская задолженность делится на две группы:

– дебиторская задолженность за товары (работы и услуги), срок оплаты которых не наступил. При приближении срока оплаты необходимо напомнить об этом заказчику;

– дебиторская задолженность за товары (работы и услуги), не оплаченные в срок, предусмотренный контрактом. Она, в свою очередь, подразделяется на следующие группы:

- ожидаемая в согласованные с заказчиком сроки;
- труднореализуемая;
- сомнительная;
- безнадежная.

Способы управления каждой из этих групп совершенно разные. Поскольку речь идет о задолженности заказчиков, то принципиальное значение имеет их деление на постоянные и разовые (прочие). Задержка платежей постоянными заказчиками может носить случайный характер, и в данном случае меры по инкассации задолженности могут ограничиться напоминанием о ней контрагенту. Применительно к остальной задолженности возможна система мер. В отношении задолженности, признаваемой должниками, не имеющими возможности ее погасить вследствие финансовых проблем, необходим поиск взаимоприемлемых решений. Чаще всего применяется отсрочка или рассрочка платежей. Являясь средством привлечения покупателей, отсрочка или рассрочка платежей за поставленную продукцию должна быть экономически эффективной, т.е. потери, вызванные отвлечением собственных средств из оборота, должны перекрываться выгодой от увеличения объема продаж. Если само предприятие для финансового обеспечения своей текущей деятельности, приобретения сырья и материалов пользуется краткосрочными ссудами банка, то понятно, что, пользуясь кредитами банка в среднем 40 дней, нецелесообразно предоставлять покупателям отсрочку платежа в среднем на 60 дней. Средний период предоставления кредита покупателям должен быть меньше среднего периода, на который предприятие получает кредит в банке. Большое значение имеет отраслевая специфика: предприятия легкой и пищевой промышленности могут и не предоставлять покупателям отсрочки платежа, а в машиностроении без них практически не обойтись.

По данным финансовой отчетности дебиторская задолженность делится на следующие группы:

а) краткосрочная, платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты. Она преобладает в общей сумме задолженности, так как предоставление отсрочки платежа на период свыше года встречается крайне редко;

б) долгосрочная, платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты.

Эта группировка имеет значение для многих финансовых расчетов. В частности, краткосрочная задолженность относится к быстрореализуемым активам и, соответственно, принимается в расчет при определении показателя (коэффициента) срочной или промежуточной ликвидности. Долгосрочная дебиторская задолженность относится к медленно реализуемым активам. Правда, любую задолженность можно продать по договору цессии (уступка права требования), и в этом случае ее можно будет приравнять к быстро реализуемым или даже наиболее ликвидным средствам, но в сумме фактически получаемой выручки (обычно не более 50%).

Рассмотрим процесс анализа некоторых показателей, сопоставляя отчетный и предшествующий периоды табл. 1).

Таблица 1

### Показатели оборачиваемости дебиторской задолженности

(тыс. руб.)

№ п/п	Показатели	2004	2005
1	Выручка (нетто) от продажи продукции	35 000	45 000
2	Средняя сумма оборотных активов (по данным разд. II годового отчета «Оборотные активы»)	6 800	8 200
3	Средние остатки дебиторской задолженности	3 600	4 200
4	В том числе	432	588

Дебиторская задолженность существенно колеблется по месяцам, поэтому средняя сумма определяется на основе данных об остатках на начало каждого месяца по формуле средней хронологической:

$$ДЗ = \frac{ДЗ_{\frac{1}{2}} + ДЗ_{\frac{3}{2}} + \dots + ДЗ_{\frac{12}{2}} + ДЗ_{\frac{13}{2}}}{12}$$

где ДЗ – дебиторская задолженность на начало каждого месяца (ДЗ<sub>1</sub> – на 1 января текущего года, ДЗ<sub>13</sub> – на 1 января следующего года).

По приведенным данным рассчитаем показатели оборачиваемости дебиторской задолженности за год.

Число оборотов дебиторской задолженности:

2004 г. –  $35\ 000: 6800 = 5,15$ ;

2005 г. –  $45\ 000: 8200 = 5,49$ .

Средний период погашения дебиторской задолженности (продолжительность одного оборота):

2004 г. –  $360: 5,15 = 59,9$  (дня);

2005 г. –  $360: 5,49 = 65,6$  (дня).

Доля дебиторской задолженности в общей сумме оборотных активов:

2004 г. –  $3600: 6800 = 52,9$  (%);

2005 г. –  $4200: 8200 = 51,62$  (%).

Доля сомнительной задолженности в общей сумме дебиторской задолженности:

2004 г. –  $432: 3600 = 12$  (%);

2005 г. –  $588: 4200 = 14$  (%).

Происшедшим изменениям нельзя дать однозначно положительную оценку, так как при некотором ускорении оборачиваемости дебиторской задолженности и снижении ее удельного веса в общей сумме оборотных активов возросла доля сомнительной задолженности, часть которой почти всегда оказывается безнадежной.

### **Скидки и отсрочка платежа**

С целью стимулирования заказчиков широко применяют скидки с цены реализации («сконто»), например:

а) скидка за предоплату в размере 3%;

б) расчет по примерной схеме «2/15 полная 30», т.е. при расчете в течение 15 дней с момента получения товара предоставляется скидка 2%, при оплате с шестнадцатого по тридцатый день – оплачивается полная стоимость товара, свыше тридцати дней – штраф в размере, указанном в контракте.

В отношении просроченной задолженности необходим поиск взаимоприемлемых решений: отсрочка или рассрочка платежа на определенных условиях, расчеты векселями (банковскими или своими, но авалированные банком), в отдельных случаях – оплата своей продукцией (бартер), если она представляет интерес для поставщика, расчеты акциями заказчика и др.

Предоставление заказчику отсрочки платежа всегда сопряжено с риском. Когда речь идет о постоянных покупателях, то риск невелик. Предоставление товарного кредита новому покупателю может быть обусловлено предоставлением обеспечения: банковской гарантии или поручительства компании с надежной деловой репутацией, залога, на-

дежных векселей к погашению и т.д. Отсрочка платежа должна сочетаться со стимулированием предоплаты системой скидок. Например, при полной предоплате предоставляются скидки 4% от стоимости поставленной продукции, при частичной предоплате в размере 50% стоимости отгруженной партии – скидки 3% и т.д. Система стимулов может сочетаться с системой штрафов, предусматриваемых в договорах за нарушение сроков оплаты. Однако по отношению к постоянным покупателям прибегать к штрафам нецелесообразно.

При решении вопроса о предоставлении заказчику отсрочки или рассрочки платежей за поставленную продукцию учитываются его платежеспособность, деловая репутация, опыт прежних взаимоотношений.

Если у предприятия много заказчиков, то их можно предварительно сгруппировать:

- надежные покупатели, им может быть предоставлена отсрочка платежа в запрашиваемых ими размере и сроках;
- покупатели, которым может быть предоставлен товарный кредит в ограниченном объеме;
- покупатели, которым может быть предоставлен коммерческий кредит только под надлежащее обеспечение;
- покупатели, кредитование которых сопряжено с высоким риском неплатежей и поэтому нецелесообразно.

### **Факторинг**

Эффективным средством сокращения потерь от задержки заказчиком расчетов с поставщиками является факторинг – финансирование факторинговой компанией (как правило – банком) поставщика под уступку денежного требования к заказчику. Фактически банк кредитует поставщика под залог права требования долга: сразу после заключения соглашения (как правило, в течение 2–3 дней) банк переводит на счет поставщика от 70 до 90% от суммы долга, а остальную часть – от 10 до 30% за вычетом процентов за кредит и комиссионного вознаграждения перечисляют после инкассации задолженности. Ставка процента за кредит не отличается от обычной ставки по краткосрочным кредитам (например, 14% годовых), а размер комиссионного вознаграждения составляет от 1 до 3% от суммы долга. Если факторинговое обслуживание банком предприятия-поставщика осуществляется на постоянной основе, то ставка комиссионного вознаграждения обычно устанавливается близко к нижней границе интервала. Что касается процентов за кредит, то они не отличаются от процентов по любым другим долговым обязательствам (займам, кредитам), относятся к внереализационным расходам в установленном порядке и уменьшают облагаемую налогом прибыль. А комиссионное вознаграждение представляет собой плату за услуги банка, которые состоят в анализе и оценке требований постав-

щика к заказчикам (должникам), контроле за осуществлением платежей, переводе полученных средств на счет поставщика, и другие услуги, предусмотренные факторинговым соглашением. В отличие от платежей процентов за кредит комиссионное вознаграждение, как и оплата иных услуг, облагается НДС.

Факторинговая операция выгодна поставщикам, так как ускоряет оборот средств, не требуя при этом существенных затрат. Если, например, общая сумма задолженности заказчиков составляет 900 тыс. руб., банк по факторинговому соглашению предоставляет 80% (т.е. 720 тыс. руб.), а сумму долга удалось взыскать с заказчика через 94 дня, то при комиссионном вознаграждении в размере 2% расходы поставщика составляют:

а) проценты за кредит:

$$\frac{720 \times 14 \times 34}{365 \times 100} = 26 \text{ (тыс. руб.)}$$

б) комиссионное вознаграждение:

$$900 \times 2\% = 18 \text{ (тыс. руб.);}$$

в) итого:  $26 + 18 = 44$  (тыс. руб.).

Если продолжительность финансового цикла предприятия составляет, например, 6 месяцев, то, затратив полученные 720 тыс. руб. на производство и реализацию продукции, предприятие при рентабельности в 10–15% вернет затраченные на факторинг средства.

Дебиторская задолженность, в отличие от таких элементов оборотных активов, как запасы материалов или готовой продукции, относится к ненормируемым оборотным активам. Но отсутствие утверждаемых нормативов не означает, что ее нельзя планировать.

Исходя из объективной оценки своих финансовых возможностей предприятие должно на каждый квартал определять предельную сумму отсрочек платежа, которая может быть предоставлена покупателям. В соответствии с картотекой покупателей (заказчиков), взаимоотношений с ними определяются целесообразность и условия предоставления отсрочки платежа и предусматриваются в договорах положения, побуждающие заказчиков избегать нарушения условий расчетов.

Для целей планирования дебиторской задолженности целесообразна ее группировка по признаку возможности управления ею:

а) формируемая организацией в соответствии с маркетинговой политикой. С учетом финансового состояния организации определяется возможность предоставления заказчику товарного коммерческого кредита. Эта часть дебиторской задолженности поддается четкому планированию на год с разбивкой по кварталам, месяцам, а частично – по конкретным заказчикам;

б) складывающаяся в процессе делового оборота в результате нарушения заказчиками предусмотренных контрактами сроков платежей.

Ее невозможно планировать, но можно прогнозировать исходя из сложившейся динамики.

### **Соотношение дебиторской и кредиторской задолженности**

К задачам финансового менеджмента относится поддержание рационального соотношения между уровнем и динамикой дебиторской и кредиторской задолженности. Рациональным следует считать соблюдение следующих соотношений:

общая сумма дебиторской задолженности должна превышать сумму кредиторской задолженности. Это – одно из условий обеспечения финансовой устойчивости предприятия. Кроме того, дебиторская задолженность – важнейший источник погашения кредиторской задолженности. Инкассация дебиторской задолженности по срокам и суммам должна сочетаться с планируемым погашением кредиторской задолженности;

оборачиваемость дебиторской и кредиторской задолженности должна быть сопоставима. Средняя продолжительность одного оборота в днях должна быть меньше, чем продолжительность оборота дебиторской задолженности, а среднее число оборотов дебиторской задолженности (отношение выручки от реализации – нетто к средним остаткам дебиторской задолженности) должно превышать оборачиваемость кредиторской задолженности (отношение себестоимости реализованной продукции к средней сумме остатков кредиторской задолженности).

На основе этой группировки и с учетом условий договоров с заказчиками на каждый квартал разрабатывается график ожидаемого поступления средств от реализации.

Минимизации просроченной дебиторской задолженности способствует налаживание партнерских отношений с заказчиками, поддержание с ними постоянных связей.

### **Формирование резерва по сомнительным долгам**

К управлению дебиторской задолженностью относится и формирование резерва по сомнительным долгам. Создание резерва должно быть предусмотрено учетной политикой предприятия. Отчисления в резерв по сомнительным долгам относятся к внереализационным расходам и уменьшают облагаемую налогом прибыль. Расходы на формирование резервов по сомнительным долгам регламентируются ст. 269 НК РФ. Сумма резерва определяется по результатам инвентаризации дебиторской задолженности на последний день отчетного периода в следующем порядке:

Резерв создается по каждому сомнительному долгу, не погашаемому в течение 45 дней, если он не обеспечен залогом, поручительством или банковской гарантией.

При этом общая сумма создаваемого резерва не может превышать 10% выручки от реализации последнего отчетного периода.

Резерв используется на покрытие убытков от списания безнадежных, нереальных к взысканию долгов в связи с истечением срока исковой давности (банкротством или ликвидацией организации-должника). Создание резерва смягчает отрицательные последствия списания безнадежных долгов, но не устраняет их. Поэтому предприятиям необходима взвешенная политика финансовых взаимоотношений с заказчиками:

- предоставлять отсрочку или рассрочку платежа только при наличии уверенности в надежности заказчика;
- вести картотеку заказчиков и следить за динамикой их финансового состояния; при отсутствии информации от заказчика требовать предоплаты или поручительства.

### **Контрольные вопросы**

1. В чем состоит значение оборотных средств для компании? Какими факторами определяется их структура?

2. Сформулируйте различия между терминами «оборотные средства» и «собственные оборотные средства». Какие факторы определяют их величину? Какая динамика этих показателей и при каких обстоятельствах может считаться благоприятной?

3. В чем разница между чистым оборотным капиталом и чистыми активами предприятия? Приведите алгоритмы расчета этих показателей. Какие факторы определяют их величину? Для каких целей разработаны эти показатели?

4. Какие виды рисков, связанных с управлением оборотными средствами, вы знаете?

5. Объясните почему торговый кредит, предоставляемый поставщиком, является «спонтанным» источником финансирования?

## **Тема 3. ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ. ЦЕНА И СТРУКТУРА КАПИТАЛА**

### **3.1. Источники финансирования деятельности предприятия**

В условиях рыночной экономики предприятию для долгосрочного финансирования своей деятельности теоретически доступны следующие основные источники: прибыль, рынок ценных бумаг, банковская система, бюджет. С позиции краткосрочного кредитования, естественно, следует упомянуть также о кредиторской задолженности, которая возникает в результате текущих операций и принятой системы расчетов с различными контрагентами и другими сторонними лицами и субъектами.

Финансирование из первого источника осуществляется путем реинвестирования прибыли и представляет собой реализацию идеи самофинансирования. Прибыль без сомнения является основным и наиболее доступным способом поддержания и расширения деятельности коммерческой организации.

Привлечение средств из второго источника осуществляется путем эмиссии долевых (акций) и долговых (облигаций) ценных бумаг. Доступ к этому источнику финансирования имеет определенные ограничения: а) законодательного (законом определены требования к компаниям, имеющим право эмиссии ценных бумаг); б) экономического (эмиссия – весьма дорогостоящий процесс, требующий тщательной подготовки); в) профессионального характера (любая фондовая биржа разрабатывает достаточно жесткие критерии главным образом в отношении финансового состояния, которым должны отвечать компании, претендующие на включение в листинг).

Третий источник теоретически весьма доступен. Однако это достаточно дорогой источник, причем процентные ставки могут ощутимо варьировать. Кроме того, предоставление кредита, особенно долгосрочного, в значительной степени зависит от резервного заемного потенциала компании.

Четвертый источник был основным в централизованно планируемой экономике; в условиях рынка значимость его в отношении коммерческих организаций ничтожна.

Тем не менее, определенные бюджетные ассигнования в виде целевого возмездного и безвозмездного финансирования могут иметь место главным образом в отношении предприятий, государственная поддерж-

ка которых считается целесообразной ввиду их социальной, системообразующей или оборонной значимости.

В условиях рыночной экономики первые два источника рассматриваются как основные способы привлечения капитала. Прибыль – наиболее дешевый и быстро мобилизуемый источник, однако, во-первых, его объемы ограничены и, во-вторых, существуют некоторые обязательные и/или весьма желательные направления использования текущей прибыли. Второй источник, напротив, требует немалых расходов по его созданию и реализации, кроме того, подготовка и проведение эмиссии – довольно продолжительны во времени, поэтому к данному источнику прибегают лишь после тщательной подготовки и в случае мобилизации крупного капитала, необходимого для реализации проектов, имеющих для компании стратегически важное значение.

Реинвестирование прибыли способствует росту цены акций фирмы только в том случае, если невыплаченная прибыль реинвестируется в проекты с доходностью, превышающей рентабельность собственного капитала фирмы.

Все упомянутые источники могут рассматриваться с позиции как краткосрочной, так и долгосрочной перспективы. В частности, операции на рынке с долговыми и долевыми ценными бумагами, как правило, обусловлены двумя основными причинами: а) финансирование (с позиции эмитента) и инвестирование (с позиции держателей); б) извлечение спекулятивной прибыли.

В данном разделе речь идет об использовании различных финансовых инструментов именно в долгосрочном аспекте, т.е. с позиции финансирования и инвестирования.

Любое предприятие формирует свой набор источников, состав, структура, значимость и доступность которых определяются конкретными условиями: организационно-правовой формой, целевой направленностью деятельности, рентабельностью, политикой руководства в отношении привлечения средств и т.п.

Формально эти источники представлены в пассиве бухгалтерского баланса данного предприятия.

С позиции характеристики финансового состояния предприятия возможны различные классификации источников средств; две из них имеют наибольшую значимость для финансового менеджера. Согласно первой классификации финансовые ресурсы хозяйствующего субъекта по источникам их формирования подразделяются на собственные и привлеченные, причем последние подразделяются на заемные средства (долгосрочные и краткосрочные) и текущую кредиторскую задолженность. Обособление текущей кредиторской задолженности в отдельную группу обусловлено тем обстоятельством, что она, во-первых, возникает как естественный элемент текущей деятельности (этот источник еще

называют спонтанным) и, во-вторых, в известной степени является бесплатным источником. Что касается остальных источников, то они имеют отчетливо выраженный платный характер. Вторая классификация подразделяет все-источники на долгосрочные и краткосрочные. Если первая классификация имеет значение, прежде всего с позиции платности источника, то вторая – с позиции характеристики финансовой устойчивости.

С позиции финансирования деятельности предприятия в стратегическом аспекте особое значение имеют долгосрочные источники средств. Принимая решение о целесообразности привлечения средств с помощью долевых и/или долговых ценных бумаг, учитывают следующие факторы: зачем нужны средства; каков текущий уровень финансовой зависимости компании; не пострадают ли интересы акционеров; какова специфика деятельности компании; каково текущее состояние экономики.

### **3.2. Собственный капитал**

Одно из ключевых понятий в теории финансов «капитал». Известны различные трактовки этой категории. В учетно-аналитической практике наиболее распространен взгляд, согласно которому под капиталом понимают долгосрочные источники средств и подразделяют их на собственный капитал и заемный капитал. К первому относятся уставный, резервный и дополнительный капиталы, а также целевое финансирование, нераспределенная прибыль и фонды, сформированные за счет прибыли. В состав заемного капитала входят долгосрочные кредиты и займы, в том числе облигационные займы

Термин «собственный» в данном контексте характеризует долю стоимости имущества, принадлежащую собственникам предприятия. В зависимости от того, какой баланс анализируется, эта доля может существенно варьировать как по абсолютной, так и по относительной величине. В повседневных аналитических оценках и расчетах обычно пользуются текущими балансовыми оценками, однако, если дело доходит до реального возврата долей собственникам, пользуются ликвидационным балансом. Заемный капитал характеризует долю стоимости имущества, принадлежащую сторонним инвесторам, которые, в отличие от собственников, как правило, не имеют права вмешиваться в управление предприятием.

Основной источник финансирования на момент создания коммерческой организации акционерного типа – уставный капитал, состоящий из обыкновенных и привилегированных акций. Покупка акций сопровождается для инвестора приобретением ряда имущественных и иных прав: право голоса, право на участие в распределении прибыли, право

на соответствующую долю в акционерном капитале компании и остатка активов при ее ликвидации; право на ограниченную ответственность, согласно которому акционеры отвечают по внешним обязательствам компании лишь в пределах рыночной стоимости принадлежащих им акций; право продажи или уступки акции ее владельцем какому-либо другому лицу; право на получение информации о деятельности компании, главным образом той, которая представлена в публикуемом годовом отчете.

Обыкновенные акции являются основным компонентом уставного капитала компании. С позиции потенциальных инвесторов они характеризуются следующими особенностями: а) могут генерировать относительно большой доход, однако более рискован по сравнению с другими вариантами инвестирования средств; б) нет гарантированного дохода; в) нет гарантии, что при продаже акций их владелец не понесет убытка; г) при ликвидации компании право на получение части имущества реализуется в последнюю очередь.

Владелец привилегированной акции имеет преимущественное (в сравнении с владельцами обыкновенных акций) право на получение дивидендов, чаще всего в форме фиксированного процента, а также на получение доли в остатке активов при ликвидации общества. Этими обстоятельствами обуславливается тот факт, что привилегированные акции рассматриваются как менее рискованные инвестиции, поэтому требуемая по ним доходность, как правило, меньше доходности обыкновенных акций. Чаще всего привилегированная акция не дает ее владельцу права голоса. Подчеркнем, что термин «привилегированная» характеризует лишь отношения между владельцами обыкновенных и привилегированных акций; требования кредиторов всегда имеют приоритет перед требованиями акционеров любого типа.

Привилегированные акции нередко трактуются как гибридные ценные бумаги, поскольку они одновременно обладают свойствами обыкновенных акций и облигаций. Последнее означает не только постоянство дивидендов, но и возможность постепенного погашения выпуска, для чего обычно в проспекте эмиссии предусматривается создание фонда погашения. Иными словами, в отличие от обыкновенных привилегированных акций нередко имеют, ограниченный срок жизни. Основная причина – колеблемость процентных ставок по заемным средствам.

Преимущества акций как формы привлечения капитала: нет обязательства по регулярной выплате дивидендов; нет обязательства по неперемемному возврату вложенного в акции капитала; не предусматривается обязательное обеспечение имуществом компании; могут быть проданы на рынке с целью получения дохода; снижают степень финансовой зависимости компании.

В мировой практике известны различные способы эмиссии акций:

- продажа непосредственно инвесторам по подписке;
- продажа через инвестиционные институты, которые покупают весь выпуск и затем распространяют акции по фиксированной цене среди физических и юридических лиц;
- тендерная продажа (несколько инвестиционных институтов покупают у заемщика весь выпуск по фиксированной цене и затем устраивают аукцион, по результатам которого устанавливают оптимальную цену акции);
- размещение акций брокером у небольшого числа своих клиентов.

В централизованно планируемой экономике практически единственным видом заемного капитала были долгосрочные кредиты банка; в условиях рынка роль кредитов резко снижается, а определенную значимость приобретают облигационные займы. Ограниченность такого рода финансирования состоит в том, что к нему имеют право и могут прибегнуть лишь достаточно крупные предприятия, прибыльно работающие в течение ряда лет.

Облигации хозяйствующих субъектов классифицируются по ряду признаков, в частности, по сроку действия (краткосрочные – до 3 лет, среднесрочные – до 7 лет, долгосрочные – до 30 лет, бессрочные), по способам выплаты купонного дохода, по способу обеспечения займа, по характеру обращения (обычные и конвертируемые). Купонная ставка по облигациям чаще всего зависит от средней процентной ставки на рынке капитала.

С позиции эмитентов и инвесторов облигационный займ имеет свои плюсы и минусы. Эмитенту выгоден обоснованный выпуск облигаций, поскольку:

- а) объем денежных средств, которыми будет распоряжаться предприятие, резко увеличится, появится возможность для внедрения новых инвестиционных проектов;
- б) выплаты держателям облигаций чаще всего осуществляются по стабильным, не подверженным резким колебаниям ставкам, что приводит к предсказуемости расходов по обслуживанию этого источника;
- в) стоимость источника меньше;
- г) источник дешевле в плане мобилизации средств;
- д) процедура привлечения средств менее трудоемка.

Основной недостаток – выпуск займа приводит к повышению финансовой зависимости компании, т.е. к увеличению финансового риска ее деятельности. Если выплата дивидендов не является обязательной для компании, то расчеты по обязательствам перед держателями облигаций должны выполняться в обязательном порядке, несмотря на финансовые результаты текущей деятельности.

Для держателей облигаций преимущество этой формы инвестирования состоит в стабильности обязательных процентных платежей, которая, в принципе, не зависит ни от прибыльности работы эмитента, ни от краткосрочных колебаний текущих процентных ставок на рынке капитала. Определенная опасность, тем не менее, имеет место. Во-первых, неустойчивость финансовой деятельности эмитента может сопровождаться падением рыночной цены облигаций и, следовательно, потерями капитализированного дохода при вынужденной продаже облигаций на вторичном рынке. Во-вторых, в случае банкротства эмитента существует вероятность того, что требования держателей облигаций будут удовлетворены не в полном объеме и/или несвоевременно.

В странах с развитой рыночной экономикой разработаны новые инструменты долгосрочного финансирования: права на льготную покупку акций, варранты, залоговые операции, ипотека, секьюритизация активов, финансовый лизинг. Все эти инструменты не противоречат российскому законодательству, т. е. могут применяться в отечественной практике.

Компания, желающая привлечь дополнительный капитал за счет новой эмиссии акций, может сделать это двумя способами: размещение акций среди действующих акционеров, свободная эмиссия. Для реализации первого способа разработан финансовый инструмент – право на льготную покупку акций – представляющий собой ценную бумагу с указанием количества акций (или части акции) новой эмиссии, которое обладатель права может приобрести по фиксированной цене – цене подписки. Эта ценная бумага сама по себе не приносит денежных средств эмитенту, но при определенных обстоятельствах стимулирует процесс размещения акций. Права распространяются, прежде всего, среди действующих акционеров.

Финансовые решения в отношении источников средств принимаются не только в рамках стратегического управления, но и в ходе осуществления текущей деятельности. Финансовые потоки в этом случае описывают трансформацию вложений в те или иные оборотные средства, а их структура и динамика в немалой степени определяются особенностями технологического процесса. Важнейшим элементом этой трансформации выступает финансирование текущей деятельности, которое, по сути, сводится к финансированию оборотных средств и осуществляется за счет собственных и привлеченных источников прямым и косвенным способами.

Между активами предприятия и источниками их покрытия существуют логические связи; в централизованно планируемой экономике эти связи были более предопределенными и регулируемые, поэтому иногда можно было идентифицировать активы и соответствовавшие им источники покрытия (например, товары, проданные в кредит, и ссуды

под товары, проданные в кредит). В рыночной экономике закрепление тех или иных источников за некоторыми активами является условной процедурой. В качестве примера можно привести достаточно широко распространенное утверждение о том, что долгосрочные пассивы в полном объеме являются источниками покрытия внеоборотных активов; это утверждение достаточно логично и оправданно, но, как правило, условно. Тем не менее, некоторые оценки в отношении долевого участия собственных и привлеченных источников в финансировании тех или иных видов оборотных средств могут быть сделаны.

Прямое финансирование текущей деятельности осуществляется путем привлечения различного рода банковских кредитов, косвенное финансирование совершается за счет кредиторской задолженности, называемой иногда коммерческим кредитом. Банковское кредитование может осуществляться в различных формах: срочный кредит, контокоррентный кредит, онкольный кредит, учетный кредит, акцептный кредит, факторинг, форфейтинг.

Суть *срочно кредита* заключается в перечислении банком оговоренной суммы на расчетный счет заемщика. По истечении срока кредит погашается. *Контокоррентный кредит* предусматривает ведение банком текущего счета клиента с оплатой поступивших расчетных документов и зачислением выручки. Если средств клиента оказывается недостаточно для погашения обязательств, банк кредитует его в пределах установленной в кредитном договоре суммы, т.е. контокоррент может иметь и дебетовое, и кредитовое сальдо. *Онкольный кредит* является разновидностью контокоррента и выдается, как правило, под залог товарно-материальных ценностей или ценных бумаг; оплата счетов клиента осуществляется в пределах обеспечения кредита. *Учетный (вексельный) кредит* предоставляется банком векселедержателю путем покупки (учета) векселя до наступления срока платежа. *Акцептный кредит* используется в основном во внешней торговле и предоставляется поставщиком импортеру путем акцепта банком выставленных на него экспортером тратт. *Факторинг* представляет собой один из способов кредитования торговых операций, при котором специализированная компания (фактор-фирма) приобретает у фирмы-поставщика все права, возникающие с момента поставки товара покупателю, и сама взыскивает долг. *Форфейтинг* – кредитование экспортера путем покупки векселей, акцептованных импортером.

В теории финансового менеджмента принято выделять различные стратегии финансирования оборотных активов. Предполагается, что системная их часть, т.е. минимально необходимый объем активов, должна покрываться собственным капиталом в полном объеме; что касается варьирующей части оборотных активов, величина которой зависит от текущей конъюнктуры рынка, особенностей производства, взаи-

моотношений с поставщиками и др., то отношение руководства компании к выбору источников ее покрытия как раз и определяет сущность принятой стратегии. Известны четыре модели поведения:

– идеальная (оборотные активы в полном объеме финансируются за счёт привлеченных средств, т.е. величина собственных оборотных средств равна нулю);

– агрессивная (собственным капиталом покрывается лишь системная часть оборотных активов);

– консервативная (оборотные активы в полном объеме покрываются собственным капиталом, т.е. для финансирования текущей деятельности внешние источники не привлекаются);

– компромиссная (собственным капиталом покрывается половина варьирующей части оборотных активов).

На практике строгое следование любой из описанных моделей попросту невозможно; эти модели дают лишь самое общее представление о стратегии управления оборотными активами и источниками их покрытия, помогают понять суть того или иного подхода.

Управление источниками средств не может быть сведено к использованию некоторого набора стандартных методик, поскольку число факторов, влияющих на структуру пассивов, слишком велико, а их формализованная оценка и идентификация взаимосвязей не всегда возможны. Тем не менее, формализованные модели управления финансами, в том числе и в отношении источников средств, имеют определенную значимость, особенно при принятии решений долгосрочного характера, когда важна не точность некоторых оценок, а обоснование стратегии поведения. Одной из подобных моделей, получивших достаточно широкое распространение, является *модель оценки допустимых темпов наращивания производственной деятельности*. Эта модель, использующая балансовые соотношения, а также свойства инерционности и взаимосвязи экономических показателей, смысл которых состоит в том, что в условиях стабильно функционирующего предприятия объем выручки и основные балансовые статьи связаны между собой через коэффициенты пропорциональности, позволяет рассчитать ориентировочный объем требуемых источников финансирования.

### 3.3. Цена и структура капитала

Производственная деятельность хозяйствующего субъекта зависит от многих факторов, причем влияние и сравнительная характеристика не всех из них поддаются формализованной оценке. С позиции возможности такой оценки принято выделять трудовые, материальные и финансовые ресурсы предприятия. Поскольку все виды ресурсов находятся в чьей-то собственности, включение их в процесс производства свя-

зано с затратами, которые нужно понести как для привлечения ресурсов, так и для их поддержания на требуемом уровне. Эти затраты сводятся к некоторым выплатам собственникам ресурсов в виде дивидендов, процентов, заработной платы. Известны различные показатели оценки затрат в зависимости от вида ресурса; в данном разделе будет сделан обзор методов оценки стоимости источников финансовых ресурсов.

Общая сумма средств, которую нужно уплатить за использование определенного объема привлекаемых на рынке капитала финансовых ресурсов, выраженная в процентах к этому объему, называется *стоимостью капитала (cost of capital)*. Поскольку терминология по многим разделам рыночной экономики в России еще не устоялась, в отечественной литературе можно встретиться с другим достаточно распространенным названием рассматриваемого понятия, а именно цена капитала. Оба приведенных названия условны и не лишены недостатков, однако точнее суть этого понятия, по-видимому, отражает термин «*себестоимость капитала*». В отечественной литературе все же чаще используется термин «*стоимость капитала*», именно поэтому ему было отдано предпочтение в данной работе. Отметим, что термин «*стоимость капитала*» является самостоятельным термином, поскольку рассматриваемые отдельно термины «*стоимость*» и «*капитал*» имеют абсолютно иную интерпретацию, в частности с позиции количественной меры.

Финансовые ресурсы привлекаются как в краткосрочном, так и в долгосрочном аспекте. В данном разделе в основном речь идет именно о *капитале*, под которым понимаются долгосрочные источники средств. С позиции финансовой стратегии понятие стоимости источника имеет особую значимость, так как именно в долгосрочном плане всегда ставится задача и одновременно существует возможность выбора того или иного источника или их оптимальной, с позиции затрат, комбинации.

Две причины – оборачиваемость и риск – объясняют появление затрат, связанных с привлечением капитала. Во-первых, инвестор предполагает иметь свою долю в доходе, который получает финансовый реципиент, пуская привлеченный капитал в оборот. Во-вторых, для инвестора предоставление средств на долгосрочной основе – весьма рискованное мероприятие. Например, купив облигации конкретного предприятия и спустя некоторое время вознамерившись по каким-либо причинам досрочно вернуть вложенный капитал, инвестор не сможет сделать это путем предъявления облигаций эмитенту, для погашения (если таковое не предусмотрено условиями эмиссии); единственное, что ему остается сделать, – продать их на вторичном рынке; финансовый результат при этом может быть непредсказуемым. Именно поэтому инвестор требует платы за предоставление финансовых ресурсов.

Стоимость капитала количественно выражается в сложившихся в компании относительных годовых расходах по обслуживанию своей

задолженности перед собственниками и инвесторами, т.е. это *относительный показатель, измеряемый в процентах*.

Любая компания обычно финансируется из нескольких источников одновременно. С позиции стратегии оптимизация структуры источников – это проявление разумной и осознанной финансовой политики; с позиции текущего финансирования возникновение тех или иных источников, изменение структуры текущих пассивов осуществляется не только в плановом порядке, но и нередко спонтанно (в частности, расширение объемов деятельности обычно сопровождается ростом кредиторской задолженности). В отношении затрат все источники можно подразделить на две группы: а) платные источники (таких большинство, например, за привлечение кредитов и займов платятся проценты, акционерам платятся дивиденды, кредиторская задолженность по товарным операциям нередко связана с отказом от скидки, т.е. тоже не является бесплатной, и т.п.) и б) бесплатные источники (сюда относятся некоторые виды текущей кредиторской задолженности, например задолженность по заработной плате).

Очевидно, что затраты, связанные с привлечением и обслуживанием того или иного источника, разнятся. Например, проценты по краткосрочным и долгосрочным кредитам не совпадают, ставка, предлагаемая банком, обусловлена степенью финансовой зависимости заемщика, разные банки предлагают различные процентные вставки; то же самое можно сказать об облигационных займах и акциях. Поскольку стоимость каждого из приведенных источников средств различна, стоимость капитала коммерческой организации в целом находят по формуле средней арифметической взвешенной, а соответствующий показатель называется средневзвешенной стоимостью капитала (*Weighted Average Cost of Capital, WACC*).

Использование формулы средней арифметической взвешенной предполагает определенную сопоставимость слагаемых, в частности это требование, прежде всего, касается методологии исчисления. Как известно, источники, из которых производится выплата расходов, связанных с привлечением капитала, различны: например, дивиденды выплачиваются из чистой прибыли, проценты по некоторым видам заемного капитала можно списывать на себестоимость. Поэтому для обеспечения сопоставимости слагаемых в формуле WACC принято все расчеты делать на *посленалоговой* базе.

Расчет WACC представляет собой достаточно неочевидную в вычислительном плане процедуру, в основе которой лежит ряд допущений и ограничений, в известном смысле имеющих оттенок искусственности. Безусловно, этот показатель можно исчислить с той или иной степенью приближенности, причем пресловутая точность в этом случае не только недостижима, но и вряд ли уместна, поскольку WACC использу-

ется прежде всего для принятия решений стратегического характера. Очевидно, что концепция WACC имеет как теоретическую, так и практическую значимость. В теоретическом плане знание руководством компании текущего значения WACC и ее динамики необходимо для понимания причин сложившегося и/или возможного изменения положения компании на рынке ценных бумаг вследствие принятия некоторых решений стратегического характера, имеющих отношение к изменению существующей структуры капитала. Что касается практики, то считается общепризнанным, что финансовый менеджер должен знать средневзвешенную стоимость капитала, а также стоимость отдельных источников своей компании по следующим причинам:

- стоимость собственного капитала представляет собой отдачу на вложенные инвесторами в деятельность компании ресурсы, поэтому управленческий персонал должен предугадывать возможное изменение цен на акции в зависимости от изменения ожидаемых значений прибыли и дивидендов;

- стоимость заемных средств ассоциируется с уплачиваемыми процентами, поэтому нужно уметь выбирать наилучшую возможность из нескольких вариантов привлечения средств;

- средневзвешенная стоимость капитала может использоваться для экспресс-оценки рыночной стоимости компании (возможен и обратный подход);

- стоимость капитала является одним из ключевых факторов при анализе инвестиционных проектов;

- грамотные прогнозные оценки стоимости источников позволяют в известной степени минимизировать средневзвешенную стоимость капитала и максимизировать рыночную стоимость компании.

Можно выделить пять основных источников капитала, стоимость которых необходимо знать для расчета WACC фирмы: банковские кредиты и займы, облигационные займы, привилегированные акции, обыкновенные акции, нераспределенная прибыль. Каждый из этих источников имеет разную стоимость, однако логика ее формирования одинакова и в наиболее общем виде может быть описана известной паутинообразной моделью равновесия спроса и предложения на финансовые ресурсы данного типа.

Основные проблемы, связанные с расчетом WACC:

- новые и существующие инвестиции могут иметь разную степень риска;

- привлечение дополнительных источников для финансирования новых проектов может привести к изменению финансового риска компании в целом;

– при изменении процентных ставок изменяется и требуемая акционерами норма прибыли на инвестированный капитал, что влияет на значение WACC.

WACC считается наиболее приемлемым ориентиром при расчете маржинальных затрат по привлечению новых источников финансирования при условии, что новые проекты имеют тот же уровень производственного и финансового риска.

Предельная стоимость капитала (*Marginal Cost of Capital, MCC*) – это стоимость капитала, предназначенного для финансирования новой единицы продукции. Логика этого показателя такова. Даже на интуитивном уровне понятно, что финансовые решения стратегического характера должны влиять на средневзвешенную стоимость капитала, причем имеет место сложное взаимодействие как понижающих, так и повышающих факторов.

### **Контрольные вопросы**

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

2. Охарактеризуйте основные источники финансирования деятельности коммерческой организации с позиции их стоимости. Зависит ли их состав от вида организационно-правовой формы хозяйствующего субъекта?

3. Дайте определение следующих понятий:

- а) Средневзвешенная цена капитала, WACC;
- б) Цена источника «привилегированные акции»;
- в) Цена источника не распределенная прибыль.

4. В каком смысле средневзвешенная стоимость капитала является средней ценой.

5. Обладают ли таким параметром как стоимость капитала денежные средства, обеспечиваемые кредиторской задолженностью.

## Тема 4. ПРИНЦИПЫ И ТЕХНОЛОГИЯ ОПЕРАЦИОННОГО АНАЛИЗА

### 4.1. Технология и принципы операционного анализа

Порядок и инструменты анализа, проводимого с целью принятия финансовых решений, предопределяются самой логикой функционирования финансового механизма предприятия. Одним из самых простых и эффективных методов финансового анализа с целью оперативного, а также стратегического планирования является операционный анализ, называемый также анализом «Издержки – Объем – Прибыль» («*Costs – Volume Profit*» – *CVP*) и отслеживающий зависимость финансовых результатов бизнеса от издержек и объемов производства / сбыта.

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

а) Сопоставление предельной выручки с предельными затратами наиболее эффективно при решении задачи максимизации массы прибыли.

б) Сопоставление выручки от реализации с суммарными, а также переменными и постоянными затратами, применяется не только для расчета максимальной массы прибыли, но и для определения наивысших темпов ее прироста.

Операционный анализ служит поиску наиболее выгодных комбинаций между переменными затратами на единицу продукции, постоянными издержками, ценой и объемом продаж. Поэтому этот анализ невозможен без разделения издержек на постоянные и переменные.

**Переменные издержки** меняются в целом прямо пропорционально изменениям объема производства товаров (работ, услуг). Это могут быть прямые издержки на основные виды сырья и материалов в производстве, издержки по приобретению партий товара в коммерции, комиссионные продавцам, некоторые снабженческие расходы и прочие.

Чем меньше переменные издержки, тем выгоднее бизнесу: небольшие переменные расходы на единицу продукции связывают меньше оборотного капитала и обещают более значительную прибыль.

**Постоянные издержки** в краткосрочном периоде в целом не меняются с изменением объема производства. Это могут быть расходы по аренде, амортизационные отчисления, оклады администрации, налог на имущество, проценты за кредит и прочие.

**Смешанные издержки** включают элементы и переменных, и постоянных расходов. Примеры смешанных издержек: оплата электроэнергии, которая расходуется в технологическом процессе и, кроме того, идет на общие нужды: зарплата продавцов, состоящая из постоянного оклада и комиссионных с продаж и т.д. При анализе необходимо раз-

делить смешанные издержки на переменные и постоянные по данным бухгалтерского учета и отчетности.

Сложением переменных и постоянных издержек (в которые включены и расклассифицированные смешанные затраты), получают суммарные (полные) издержки на весь объем продукции.

Ключевыми элементами операционного анализа служат: Операционный рычаг, **порог** рентабельности и запас финансовой прочности.

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

В практических расчетах для определения силы воздействия операционного рычага применяют отношение так называемой маржинального дохода (результата от реализации после возмещения переменных затрат) к прибыли.

Маржинальный доход представляет собой разницу между выручкой от реализации и переменными затратами.

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

Одной из главных задач финансового менеджмента является максимизация маржинального дохода, поскольку именно она является источником покрытия постоянных издержек и формирования прибыли.

$$\text{Сила воздействия операционного рычага} = \frac{\text{Маржинальный доход}}{\text{Прибыль}} \quad (1.1)$$

Идеальные условия для бизнеса – сочетание низких постоянных издержек с высоким маржинальным доходом. Операционный анализ ищет наиболее выгодную комбинацию переменных и постоянных издержек, цены и физического объема реализации. Заметим, что сила воздействия операционного рычага всегда рассчитывается для определенного объема продаж, для данной выручки от реализации. Изменяется выручка от реализации – изменяется и сила воздействия операционного рычага.

Сила воздействия операционного рычага в значительной степени зависит от среднеотраслевого уровня фондоемкости: чем больше стоимость основных производственных фондов, тем больше постоянные затраты, а значит и сила операционного рычага.

Вместе с тем, эффект операционного рычага поддается контролю именно на основе учета зависимости силы воздействия рычага от величины постоянных затрат: чем больше постоянные затраты (при постоянной выручке от реализации), тем сильнее действует операционный рычаг, и наоборот.

Когда же выручка от реализации снижается, сила воздействия операционного рычага возрастает как при повышении, так и при пониже-

нии удельного веса постоянных затрат в общей их сумме. Каждый процент снижения выручки дает тогда все больший и больший процент снижения прибыли, причем грозная сила операционного рычага возрастает быстрее, чем увеличиваются постоянные затраты.

При возрастании выручки от реализации, если порог рентабельности (точка самоокупаемости затрат или точка безубыточности) уже пройден, сила воздействия операционного рычага убывает: каждый процент прироста выручки дает все меньший процент прироста прибыли (при этом доля постоянных затрат в общей их сумме снижается).

При пессимистических прогнозах динамики выручки от реализации нельзя раздувать постоянные затраты, так как потеря прибыли от каждого процента потери выручки может оказаться многократно большей из-за слишком сильного эффекта операционного рычага. Вместе с тем, если вы уверены в долгосрочной перспективе повышения спроса на ваши товары-(услуги), то можно себе позволить отказаться от режима жесткой экономии на постоянных затратах, ибо предприятие с большей их долей будет получать и больший прирост прибыли.

По существу, высокий удельный вес постоянных затрат в общей их сумме свидетельствует об ослаблении гибкости предприятия. В случае необходимости выйти из своего бизнеса и перейти в другую сферу деятельности, круто диверсифицироваться, предприятию будет весьма сложно и в организационном, и особенно в финансовом смысле. Чем больше стоимость материальных основных средств, тем больше предприятие увязает в нынешней своей рыночной нише. Мало того, повышенный удельный вес постоянных затрат усиливает действие операционного рычага, и снижение деловой активности предприятия выливается в умноженные потери прибыли. Остается утешаться тем, что если выручка наращивается все-таки достаточными темпами, то при сильном операционном рычаге предприятие имеет возможность выплачивать солидные дивиденды и обеспечить финансирование развития.

Все это убеждает нас в том, что сила воздействия операционного рычага указывается на степень предпринимательского риска, связанного с данной фирмой: чем больше сила рычага, тем больше предпринимательский риск.

Операционный анализ включает в себя расчет порога рентабельности (точки безубыточности, точки самоокупаемости). Порог рентабельности – это такая выручка от реализации, при которой предприятие уже не имеет убытков, но еще не имеет и прибылей. Маржинального дохода в точности хватает на покрытие постоянных затрат, и прибыль равна нулю. Расчет порога рентабельности необходим для того, чтобы знать, ниже какого уровня не должна опускаться выручка от реализации. Чем выше порог рентабельности, тем труднее его перешагнуть. С низким порогом рентабельности легче пережить падения спроса на продукцию

или услуги, отказаться от неоправданно высокой цены реализации. Снижения порога рентабельности можно добиться наращиванием маржинального дохода (повышая цену и/или объем реализации, снижая переменные издержки), либо сокращением постоянных издержек.

$$\text{Порог рентабельности} = \frac{ПЗ}{КВМ},$$

где  $ПЗ$  – постоянные затраты,

$КВМ$  – коэффициент маржинального дохода.

Для предприятий, выпускающих однородную продукцию, можно рассчитать пороговое количество товара, соответствующее данному порогу рентабельности, т.е. такое количество товара, ниже которого предприятию производить не выгодно.

$$\text{Пороговое количество товара} = \frac{ПР}{ЦР},$$

где  $ПР$  – порог рентабельности,

$ЦР$  – цена рентабельности.

Необходимо **также** отметить, что на небольшом удалении от порога рентабельности сила воздействия операционного рычага будет максимальной, а при возрастании выручки и удалении от порога рентабельности сила рычага будет убывать, и так вплоть до нового скачка постоянных затрат. Но при скачке постоянных затрат, диктуемом дальнейшими интересами наращивания выручки или другими обстоятельствами, предприятию приходится проходить новый порог рентабельности.

Зная порог рентабельности, можно перейти к определению запаса финансовой прочности. Разница между достигнутой фактической выручкой от реализации и порогом рентабельности и составляет запас финансовой прочности.

$$\text{Запас финансовой прочности} = ВР - ПР,$$

где  $ВР$  – выручка от реализации;

$ПР$  – порог рентабельности.

Превышение фактической выручки от реализации над порогом рентабельности, т.е. запас финансовой прочности, показывает, какое снижение выручки способно выдержать предприятие, не неся при этом убытков. По мере удаления выручки от порогового ее значения запас финансовой прочности увеличивается, а сила операционного рычага ослабевает.

Таким образом, результаты операционного анализа дают полезную информацию, необходимую для принятия финансовых решений в области управления затратами, планирование рентабельности, максимизации темпов прироста прибыли.

## 4.2. Планирование рентабельности

Основной целью деятельности любой коммерческой фирмы является получение прибыли. Оценить прибыльность деятельности можно при помощи расчета показателей рентабельности. В основе построения системы показателей рентабельности лежит соотношение результатов и затрат производственной и коммерческой деятельности. Уровень рентабельности свидетельствует об эффективности всей деятельности предприятия, а также эффективности использования его средств.

Современные экономические условия определяют экономическую нецелесообразность функционирования низкорентабельных предприятий, поэтому любая коммерческая организация стремится увеличить свою экономическую рентабельность, а, следовательно, повысить свою финансовую устойчивость и конкурентоспособность.

Существует множество факторов, оказывающих влияние на уровень рентабельности. Это общая экономическая ситуация в стране, конъюнктура рынков сбыта, наличие платежного спроса на продукцию и его динамика, себестоимость и ее структура, политика ценообразования, налоговая политика, эффективность финансового управления на предприятии и др.

Одним из необходимых условий успешной финансовой деятельности предприятия является наличие эффективного финансового менеджмента в области финансового планирования и планирования рентабельности. Наличие необходимой информации об уровне будущих доходов позволяет принимать обдуманные решения при заключении кредитных контрактов, при разработке ценовой политики и т.д.

В экономической практике используется значительное количество показателей рентабельности. Среди них можно отметить:

– Рентабельность всего капитала —  $\text{Прибыль чистая} / \text{Стоимость активов}$ ,

– Рентабельность продукции =  $\text{Прибыль} / \text{Себестоимость}$ ,

– Рентабельность продаж =  $4 \text{ Прибыль} / \text{Выручка}$ ,

– Рентабельность собственного капитала =  $4 \text{ Прибыль} / \text{СК}$ .

Рентабельность предприятия зависит от выбранной ценовой политики, которая в свою очередь определяется рыночными факторами. Так наличие большого платежеспособного спроса позволяет увеличивать рентабельность путем повышения отпускных цен. При ограниченном спросе на продукцию, стимулирующая ценовая политика, совместно с увеличением объемов реализации могут также дать приращение рентабельности.

### Контрольные вопросы

1. Дайте определение следующих понятий:

а) Рычаг или леверидж;

- б) Операционный леверидж;
  - в) Точка безубыточности.
2. Каким термином характеризуется состояние фирмы имеющий сравнительно высокий уровень постоянных затрат.
  3. Какова связь между рыночным риском и левериджом?
  4. Каково влияние на точку безубыточности фирмы следующих отдельных изменений:
    - а) Увеличение продажной цены;
    - б) Повышение объема продаж;
    - в) увеличение заработной платы работника.
  5. Каким образом классифицируются расходы предприятия?

## Тема 5. УПРАВЛЕНИЕ ЗАЕМНОГО КАПИТАЛА

### 5.1. Понятие и структура заемного капитала

Как известно, формирование финансовых ресурсов предприятия осуществляется за счет собственных и заемных средств. К собственным источникам финансовых ресурсов на действующих предприятиях относятся прибыль (от основной и других видов деятельности), амортизационные отчисления, выручка от реализации выбывшего имущества. Наряду с ними источниками финансовых ресурсов выступают устойчивые пассивы, которые приравниваются к собственным источникам, так как постоянно находятся в обороте предприятия, используются для финансирования его хозяйственной деятельности, но ему не принадлежат. К ним относятся: минимальная переходящая задолженность по заработной плате и отчислениям на социальное страхование, пенсионный фонд, медицинское страхование, фонд занятости; минимальная задолженность по резервам на покрытие предстоящих расходов и платежей; задолженность заказчикам по авансам и частичной оплате продукции; задолженность бюджету по некоторым видам налогов и др.

По мере функционирования предприятия (роста производственной программы, износа основных производственных фондов и т. д.) потребность в денежных средствах возрастает, что требует соответствующего финансирования прироста капитала. Поэтому при недостатке собственных средств предприятие может привлекать средства других организаций, которые получили название заемный капитал.

Заемный капитал – денежные средства, переданные предприятию в долг сторонними организациями для осуществления его деятельности и извлечения прибыли.

Заемный капитал может использоваться как для формирования долгосрочных финансовых средств в виде основных фондов (капитала), так и для формирования краткосрочных (текущих) финансовых средств для каждого производственного цикла.

Современный финансовый рынок включает две части:

- рынок ссудных капиталов;
- рынок ценных бумаг.

Такое деление финансового рынка как раз вызвано делением производственного капитала на оборотный, для обслуживания которого в первую очередь, существует рынок ссудных капиталов, и основной капитал, для которого требуется долговременное инвестирование финансовых ресурсов и использование специальных инструментов.

Как правило, заемный капитал может формироваться за счет:

- 1) займов;
- 2) кредитов;

- 3) лизинговых операций;
- 4) средств от размещения акций;
- 5) субсидии, дотации, инвестиции из бюджетных и внебюджетных фондов и т.д.

Соотношение вышеперечисленных элементов в их общем объеме образует *структуру заемного капитала*. Несомненно, что структура заемного капитала может быть различной в зависимости от отраслевой принадлежности предприятия, доступности того или иного источника финансирования и т. д. Следует отметить, что в современных условиях трансформируемой экономики на российских предприятиях, как правило, в структуре заемных средств наибольший удельный вес занимают краткосрочные кредиты банков.

По поводу степени привлечения заемных средств в зарубежной практике существуют различные мнения. Наиболее распространено мнение, что доля собственного капитала должна быть достаточно велика. Поскольку в организацию с высокой долей собственного капитала кредиторы вкладывают средства более охотно, постольку она с большей вероятностью может погасить долги за счет собственных средств. В противоположность данному мнению многим японским компаниям свойственна высокая доля привлеченного капитала, а значение этого показателя в среднем на 58% выше, чем, например, в американских корпорациях. Объясняется это тем, что в этих двух странах инвестиционные потоки имеют совершенно различную природу – в США основной поток инвестиций поступает от населения, в Японии – от банков. Поэтому высокое значение коэффициента концентрации привлеченного капитала свидетельствует о степени доверия к корпорации со стороны банков, а, значит, о ее финансовой надежности; напротив, низкое значение этого коэффициента для японской корпорации свидетельствует о ее неспособности получить кредиты в банке, что является определенным предостережением инвесторам и кредиторам.

## **5.2. Основные источники привлечения заемных средств**

В предыдущем параграфе мы выделили основные источники формирования заемного капитала, знание особенностей привлечения которых может способствовать их более эффективному использованию.

**Заем** – договор, в силу которого одна сторона (заимодавец) передает другой (заемщику) в собственность деньги или вещи, определенные родовыми признаками – числом, весом, мерой, а заемщик обязуется возвратить такую же сумму денег или равное количество вещей того же рода и качества. Договор займа считается заключенным с момента передачи денег или других вещей. Договор займа между гражданами дол-

жен быть заключен в письменной форме, если его сумма превышает не менее чем в десять раз установленный законом минимальный размер оплаты труда, а в случае, когда заимодавец является юридическим лицом, – независимо от суммы. Договор займа может подразумевать выплату процентов за пользование займом, но также может быть и беспроцентным.

**Кредит** – предоставление денег или товаров в долг на определенный срок на условиях возвратности и, как правило, с уплатой процента.

Выделяют следующие принципы кредита, соблюдение которых необходимо при практической организации любой операции на рынке ссудных капиталов:

*возвратность кредита* – принцип выражает необходимость своевременного возврата полученных от кредитора финансовых ресурсов после завершения их использования заемщиком. Он находит свое практическое выражение в погашении конкретной ссуды путем перечисления соответствующей суммы денежных средств на счет предоставившей ее кредитной организации (или иного кредитора), что обеспечивает возобновляемость кредитных ресурсов банка как необходимого условия продолжения его уставной деятельности;

*срочность кредита* – данный принцип отражает необходимость его возврата не в любое приемлемое для заемщика время, а в точно определенный срок, зафиксированный в кредитном договоре или заменяющем его документе. Нарушение указанного условия является для кредитора достаточным основанием для применения к заемщику экономических санкций в форме увеличения взимаемого процента, а при дальнейшей отсрочке – предъявления финансовых требований в судебном порядке (исключением из этого правила являются так называемые онкольные ссуды, срок погашения которых в кредитном договоре изначально не определяется);

*платность кредита* – принцип выражает необходимость не только прямого возврата заемщиком полученных от банка кредитных ресурсов, но и оплаты права на их использование. Экономическая сущность платы за кредит отражается в фактическом распределении дополнительно полученной за счет его использования прибыли между заемщиком и кредитором. Практическое выражение рассматриваемый принцип находит в процессе установления величины банковского процента. Платность кредита стимулирует заемщика к его наиболее продуктивному использованию;

*обеспеченность кредита* – принцип выражает необходимость обеспечения защиты имущественных интересов кредитора при возможном нарушении заемщиком принятых на себя обязательств и находит практическое выражение в таких формах кредитования, как ссуды под залог или под финансовые гарантии;

*целевой характер кредита* – принцип распространяется на большинство видов кредитных операций, выражая необходимость целевого использования средств, полученных от кредитора. Находит практическое выражение в соответствующем разделе кредитного договора, устанавливающего конкретную цель выдаваемой ссуды, а также в процессе банковского контроля за соблюдением этого условия заемщиком. Нарушение данного обязательства может стать основанием для досрочного отзыва кредита или введения штрафного (повышенного) ссудного процента;

*дифференцированный характер кредита* – принцип определяет дифференцированный подход со стороны кредитной организации к различным категориям потенциальных заемщиков. Практическая реализация сто может зависеть как от индивидуальных интересов конкретного банка, так и от проводимой государством централизованной политики поддержки отдельных отраслей или сфер деятельности (например, малого бизнеса). Выделяют следующие виды кредита:

- банковский кредит;
- коммерческий кредит;
- потребительский кредит;
- государственный кредит;
- международный кредит;
- ростовщический кредит.

**Банковский кредит** – наиболее распространенная форма кредитных отношений, сущность которой заключается в том, что банк или иная кредитная организация предоставляет денежные средства заемщику, который впоследствии обязуется возвратить полученную денежную сумму и уплатить проценты за ее пользование. Инструментом кредитных отношений является кредитный договор или кредитное соглашение. Доход по этой форме кредита поступает в виде ссудного процента или банковского процента, ставка которого определяется по соглашению сторон с учетом ее средней нормы на данный период и конкретных условий кредитования. Банковский кредит может классифицироваться по ряду признаков.

**По срокам погашения** выделяют:

– *онкольные ссуды*, подлежащие возврату в фиксированный срок после поступления официального уведомления от кредитора (были распространены в XIX – начале XX вв. в аграрном комплексе США). В настоящее время они практически не используются не только в России, но и в большинстве других стран, так как требуют относительно стабильных условий на рынке ссудных капиталов и в экономике в целом;

– *краткосрочные ссуды* – предоставляются на срок до одного года, как правило, на восполнение временного недостатка собственных оборотных средств у заемщика. Средний срок погашения по этому виду

кредита обычно не превышает шести месяцев. Наиболее активно применяются краткосрочные ссуды на фондовом рынке, в торговле и сфере услуг, в режиме межбанковского кредитования;

– *среднесрочные ссуды* – предоставляются на срок до одного года до трех лет на цели как производственного, так и коммерческого характера. Наибольшее распространение получили в аграрном секторе, а также при кредитовании инновационных процессов со средними объемами требуемых инвестиций;

– *долгосрочные ссуды* – предоставляются на срок от трех до пяти лет и используются, как правило, в инвестиционных целях. Как правило, они обслуживают движение основных средств, отличаясь большими объемами передаваемых кредитных ресурсов. Применяются при кредитовании реконструкции, технического перевооружения, нового строительства на предприятиях всех сфер деятельности. Особое развитие получили в капитальном строительстве, топливно-энергетическом комплексе, сырьевых отраслях экономики. Несмотря на указанный средний срок, их погашения в пределах пяти лет период погашения может достигать 25 и более лет, особенно при получении соответствующих финансовых гарантий со стороны государства.

#### **По способу погашения:**

– *ссуды, погашаемые единовременным взносом (платежом) со стороны заемщика*. Как правило, используется для возврата краткосрочных ссуд. Прост с позиции юридического оформления, так как не требует использования механизма исчисления дифференцированного процента;

– *ссуды, погашаемые в рассрочку в течение всего срока действия кредитного договора*. Условия и порядок возврата определяются договором, в том числе в части антиинфляционной защиты интересов кредитора. Всегда используются при долгосрочных ссудах и, как правило, при среднесрочных.

#### **По способу взимания ссудного процента:**

– *ссуды, процент по которым выплачивается в момент ее общего погашения*. Традиционная для рыночной экономики форма оплаты краткосрочных ссуд, имеющая наиболее функциональный с позиции простоты расчета характер; ссуды, процент по которым выплачивается равномерными взносами заемщика в течение всего срока действия кредитного договора. Данная форма характерна для оплаты средне- и долгосрочных ссуд, имеет достаточно дифференцированный характер в зависимости от договоренности сторон;

– *ссуды, процент по которым удерживается банком в момент непосредственной выдачи их заемщику*. Для развитой рыночной экономики эта форма абсолютно нехарактерна и используется лишь ростовщи-

ческим капиталом. Применима в условиях нестабильности экономической ситуации по сверхкраткосрочным (до пяти рабочих дней) ссудам.

**По наличию обеспечения:**

– *доверительные ссуды*, единственной формой обеспечения возврата которых является непосредственно кредитный договор. Применимы в процессе кредитования постоянных клиентов, пользующихся полным доверием банка, особенно если существует возможность непосредственно контролировать текущее состояние расчетного счета заемщика, а также при кредитовании собственных учреждений. Как правило, используется при краткосрочном кредитовании, в порядке исключения – при средне- и долгосрочном кредитовании, но с обязательным страхованием выданной ссуды за счет заемщика;

– *обеспеченные ссуды*. В роли обеспечения может выступить любое имущество, принадлежащее заемщику на правах собственности, как правило, недвижимость или ценные бумаги. При нарушении заемщиком своих обязательств это имущество переходит в собственность банка, который в процессе его реализации возмещает понесенные убытки. Размер выдаваемой ссуды, как правило, меньше среднерыночной стоимости предложенного обеспечения и определяется соглашением сторон. Основная проблема при оформлении обеспеченных кредитов в условиях российской экономики – процедура оценки стоимости имущества из-за незавершенности процесса формирования ипотечного и фондового рынков;

– *ссуды под финансовые гарантии третьих лиц*. Заключается в юридическом оформлении обязательств со стороны гаранта возместить фактически нанесенный банку ущерб при нарушении непосредственным заемщиком условий кредитного договора. В роли финансового гаранта могут выступать юридические лица, пользующиеся достаточным доверием со стороны кредитора, а также органы государственной власти любого уровня. В условиях развитой рыночной экономики получили широкое распространение, прежде всего в сфере долгосрочного кредитования. В отечественной практике имеют ограниченное применение из-за недостаточного доверия со стороны кредитных организаций не только к юридическим лицам, но и к государственным органам.

**По целевому назначению:**

– *ссуды общего характера*, используемые заемщиком по своему усмотрению для удовлетворения любых потребностей финансовых ресурсов. Используются при краткосрочном кредитовании;

– *целевые ссуды*. Предполагают, использование выделенных банком денежных средств исключительно для решения задач, определенных условиями кредитного договора (например, расчета за приобретаемые товары, выплаты заработной платы персоналу и т.д.). Нарушение указанных обязательств влечет за собой применение к заемщику

установленных договором санкций в форме досрочного отзыва кредита или увеличения процентной ставки.

Предоставление коммерческими банками кредита предприятиям осуществляется на основе кредитного договора, который иначе называют договором банковской ссуды. Правила предоставления кредита, порядок, этапы и условия заключения кредитных договоров коммерческие банки разрабатывают самостоятельно, с учетом рекомендаций и указаний ЦБ РФ.

Для решения вопроса о целесообразности предоставления кредита тому или иному заемщику последний обязан представить в коммерческий банк, определенный набор документов:

- заявку на получение кредита, в которой указываются цель получения кредита, сумма и срок, на который испрашивается кредит;
- копии учредительных документов заемщика, заверенные нотариально (свидетельство о регистрации предприятия, устав, учредительный договор);
- баланс на последнюю отчетную дату, заверенный налоговой инспекцией;
- технико-экономическое обоснование окупаемости проекта;
- копии договоров (контрактов) в подтверждение сделки;
- заверенную нотариусом банковскую карточку с образцами подписей руководителя предприятия, главного бухгалтера и оттиском печати;
- документы, подтверждающие наличие обеспечения кредита (договор залога, договор поручительства, банковская гарантия и т.д.).

В зависимости от финансового состояния заемщика и иных обстоятельств указанный перечень может быть значительно расширен. Получив документы, банк-кредитор оценивает результаты хозяйственно-финансовой деятельности заемщика, его деловую репутацию, кредитоспособность и платежеспособность заемщика. Важным условием выдачи кредита является его обеспечение.

*Обеспечение кредита* – это ценности, служащие для кредитора залогом полного и своевременного возврата должником полученной ссуды и уплаты процентов. Основными видами обеспечения кредита могут быть поручительство, гарантия, залог и страхование ответственности заемщика за непогашение кредита. Поручителем или гарантом может являться любой хозяйствующий субъект (банк, предприятие, ассоциация и др.).

Кредитная сделка осуществляется путем заключения кредитного договора, который содержит вид кредита, сумму и срок кредита, расчеты процентов и комиссионных вознаграждений банка за его расходы, связанные с выдачей кредита, вид обеспечения кредита и форму передачи кредита заемщику.

**Коммерческий кредит** – кредит, предоставляемый в товарной форме продавцами покупателям в виде отсрочки и рассрочки оплаты товаров, работ или услуг. Он предоставляется под обязательства должника (покупателя) погасить в определенный срок, как сумму основного долга, так и начисляемые проценты.

Основной целью данной формы кредита является ускорение процесса реализации товаров, а, следовательно, извлечения заложенной в них прибыли. В зарубежной практике коммерческий кредит получил широкое распространение. В России эта форма кредитования до последнего времени ограничена сферой обращения (т.е. торговлей).

Развитие практики применения коммерческого кредита в других отраслях экономики ограничивалось следующими факторами: высокие темпы инфляции; кризис неплатежей; ненадежность партнерских связей и т.д.

Выделяют следующие способы предоставления коммерческого кредита:

- вексельный способ;
- открытый счет;
- скидка при условии оплаты в определенный срок;
- сезонный кредит;
- консигнация.

**Вексель** – это разновидность долгового обязательства, ее составленного в строго определенной форме, дающего беспорное право требовать уплаты обозначенной в векселе суммы по истечении срока, на который он выписан. Наибольшее распространение получили две формы векселя:

– простой вексель (соло-вексель), выписывается и подписывается должником и содержит его обязательство на выплату установленной суммы непосредственно кредитору в обусловленный сроки в определенном месте;

– переводный (тратта), выписывает и подписывает кредитор. Представляет собой письменный приказ заемщику со стороны кредитора о выплате установленной суммы третьему лицу либо предъявителю векселя.

При вексельном способе после поставки товаров продавец выставляет трату на покупателя, который, получив коммерческие документы, дает согласие на оплату в указанный на ней срок.

### **5.3. Оценка эффективности привлечения заемного капитала**

Согласно концепции управления затратами на прибыль предприятия возможно влиять путем изменения объема и структуры обяза-

тельств предприятия. Данная зависимость называется эффектом финансового рычага. Как правило, эффективность привлечения темного капитала определяется посредством оценки эффекта финансового рычага.

**Эффект финансового рычага** – приращение рентабельности собственных средств, получаемое благодаря использованию кредита несмотря на платность последнего. Эффект финансового рычага возникает из-за расхождения между экономической рентабельностью активов и ценой заемных средств (средней расчетной ставкой процента за использование заемных средств). Методика определения эффективности привлечения заемных средств посредством выявления эффекта финансового рычага включает следующие этапы:

1) определение рентабельности всего капитала (заемного и собственного);

2) нахождение плеча финансового рычага:

$$ЛФР = \frac{ЗС}{СС},$$

где  $ПФР$  – плечо финансового рычага;

$ЗС$  – заемные средства;

$СС$  – собственные средства.

Возрастание плеча финансового рычага, с одной стороны, увеличивает величину эффекта финансового рычага, с другой стороны, при большом плече ( $ПФР > 2$ ) возрастает риск кредитора, что может привести к увеличению им ставки процента по кредитам, что снизит значение дифференциала.

Таким образом, плечо рычага нужно регулировать в зависимости от величины среднего процента по кредитам;

3) определение дифференциала:

$$Д = (1 - СНП) \times (ЭР - СРСП),$$

где  $Д$  – дифференциал;

$СНП$  – ставка налога на прибыль;

$ЭР$  – экономическая рентабельность капитала;

$СРСП$  – средняя расчетная ставка процента по кредитам.

Следует заметить, что риск кредитора выражен именно величиной дифференциала: чем больше дифференциал, тем меньше риск, и наоборот.

Значение дифференциала не должно быть отрицательным. Отрицательное значение дифференциала означает, что предприятие несет убытки от использования заемных средств;

4) определение эффекта финансового рычага:

$$ЭФР = ПФР \times Д,$$

где  $ЭФР$  – эффект финансового рычага.

Если новое заимствование приносит увеличение ЭФР, то оно выгодно;

5) нахождение рентабельности собственных средств и доли эффекта финансового рычага в рентабельности собственных средств:

$$PCC = \mathcal{E}P + \mathcal{E}\Phi P,$$

где  $PCC$  – рентабельность собственных средств.

$$ДЭФР = \frac{\mathcal{E}\Phi P}{PCC},$$

где  $ДЭФР$  – доля эффекта финансового рычага в рентабельности собственных средств.

В зарубежной практике золотой серединой считается величина  $ДЭФР$  равной 0,25–0,35, что позволяет компенсировать изъятия прибыли;

б) расчет отношения экономической рентабельности собственных средств к средней ставке процента. Чем больше эта величина, тем лучше. При приближении этой величины к единице величина дифференциала стремится к нулю, что означает падение эффективности использования заемных средств.

### **Контрольные вопросы**

1. В чем отличие возобновляемого кредитного договора от кредитной линии?

2. Как Вам кажется в пользу какого вида финансирования – на основе финансовой аренды или долгосрочного кредитования – действуют перечисленные факторы:

- а) Повышение ставки налогообложения прибыли;
- б) Повышение остаточной стоимости арендуемого имущества;
- в) Повышение процентной ставки.

3. Какими методами можно влиять на уровень финансового левериджа?

4. Какие компании могут позволить себе относительно высокий уровень финансового левериджа?

5. Охарактеризуйте виды левериджа и их значения для регулирования величины финансовых результатов.

## Тема 6. УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ

### 6.1. Сущность денежного потока предприятия

Денежные средства сами по себе, т.е. не вложенные в дело, не могут принести доход, с другой стороны, предприятие всегда должно иметь определенную сумму свободных средств в силу сформулированных выше причин – этим определяется необходимость определенной, хотя бы самой минимальной, систематизации подходов к управлению этими активами. Среди проблем, ассоциируемых с управлением денежными средствами, как и в случае с производственными запасами, важной является проблема оптимизации объема денежных средств. Естественно, этим дело не ограничивается. В целом, система эффективного управления денежными средствами подразумевает выделение трех крупных блоков процедур, требующих повседневного внимания финансового менеджера: а) анализ движения денежных средств, б) прогнозирование денежных потоков, в) определение оптимального уровня денежных средств.

Смысловая нагрузка первого блока определяется, прежде всего, тем обстоятельством, что с позиции контроля и оценки эффективности функционирования предприятия весьма важно представлять, какие виды деятельности генерируют основной объем денежных поступлений и оттоков.

Анализ движения денежных средств позволяет определить сальдо денежного потока в результате текущей, инвестиционной, финансовой деятельности и прочих операций. Аналитические процедуры выполняются в рамках либо прямого, либо косвенного методов; в первом случае идут от счетов бухгалтерского учета, во втором – от бухгалтерской отчетности. Прямой метод предполагает идентификацию всех проводок, затрагивающих дебет денежных счетов (приток денежных средств) и кредит денежных счетов (отток денежных средств). Последовательный просмотр всех проводок обеспечивает помимо прочего группировку оттоков и притоков денежных средств по важнейшим видам деятельности (текущая, инвестиционная, финансовая, прочая). Косвенный метод основывается на идентификации и учете операций, связанных с движением денежных средств, и последовательной корректировке чистой прибыли, т.е. исходным элементом является отчетная прибыль.

Одна из важнейших характеристик анализа денежных средств – оценка финансового цикла, характеризующего время, в течение которого собственные денежные средства отвлечены из оборота.

Смысловая нагрузка второго блока определяется тем обстоятельством, что многие решения финансового характера, например инвестиции и выплата дивидендов, нередко предполагают единовременные оттоки крупных объемов денежных средств, которые должны быть своевре-

менно накоплены. Прогнозирование денежных потоков является непременным атрибутом бизнес-планирования и вообще взаимоотношений с потенциальным и/или стратегическим инвестором.

Стандартная последовательность процедур методики прогнозирования денежных потоков выглядит следующим образом: прогнозирование денежных поступлений по подпериодам; прогнозирование оттоков денежных средств по подпериодам; расчет чистого денежного потока (излишек/недостаток) по подпериодам; определение совокупной потребности в долгосрочном (краткосрочном) финансировании в разрезе подпериодов. Процедуры данного блока целесообразно выполнять в режиме машинной имитации, варьируя оценками ряда основных факторов: объем реализации, доля выручки за наличный расчет, величина дебиторской и кредиторской задолженности, величина денежных расходов и др.

Смысловая нагрузка третьего блока определяется отмеченной выше необходимостью нахождения компромисса между, с одной стороны, желанием обезопасить себя от ситуаций хронической нехватки денежных средств и, с другой стороны, желанием вложить свободные денежные средства в какое-то дело с целью получения дополнительного дохода. В мировой практике разработан ряд методов оптимизации остатка денежных средств, в основе которых заложены те же идеи, что и в методах оптимизации производственных запасов. Наибольшую известность получили модели Баумоля, Миллера-Орра, Стоуна и имитационное моделирование по методу Монте-Карло. Суть данных моделей состоит в том, чтобы дать рекомендации о коридоре варьирования остатка денежных средств, выход за пределы которого предполагает либо конвертацию денежных средств в ликвидные ценные бумаги, либо обратную процедуру.

Золотое правило управления кредиторской задолженностью состоит в максимально возможном увеличении срока погашения задолженности без ущерба нарушить сложившиеся деловые отношения (допустимое оттягивание срока погашения задолженности).

## **6.2. Планирование и анализ денежных потоков**

Одним из современных аспектов деятельности аудитора является разработка рекомендаций по оптимизации стратегии управления финансовыми ресурсами.

Такие рекомендации являются вполне логичным завершением работы аудитора, изучившего практику ведения бухгалтерского и финансового учета и составления финансовой отчетности ввиду того, что из проанализированных данных очевидны не только аспекты ведения учетной работы, но и основные проблемные моменты финансово – хозяйственной деятельности организации, в частности в управлении денежными средствами.

Реализация большинства управленческих решений по проведению хозяйственных операций связана с использованием денежных средств, обеспечивающих поддержание необходимого объема оборотного капитала и направляемых на финансирование внеоборотных активов организации и долгосрочные финансовые вложения в деятельность других хозяйствующих субъектов.

Управление денежными средствами подразумевает целенаправленное воздействие со стороны субъекта управления на денежные потоки организации и включает следующие основные аспекты: учет движения денежных средств, прогнозирование и анализ денежных потоков.

Целью анализа денежных потоков является подготовка информации об объемах, временных параметрах, источниках поступления и направлениях расходования денежных средств, которая необходима для обоснованного принятия решений по управлению ими с учетом влияния объективных и субъективных, внутренних и внешних факторов.

В соответствии с ПБУ 4/99 «Бухгалтерская отчетность организации», утвержденным Приказом Минфина России от 06.07.1999 № 43н, по видам деятельности выделяют три вида денежных потоков: по текущей, инвестиционной и финансовой деятельности.

Денежные потоки по текущей деятельности формируются в результате деятельности организации, преследующей извлечение прибыли в качестве основной цели (для коммерческих организаций) либо не имеющей извлечение прибыли в качестве такой цели в соответствии с предметом и целями деятельности (для некоммерческой организации).

Денежные потоки по инвестиционной деятельности складываются в результате деятельности организации, связанной с капитальными вложениями в различные виды основных средств и нематериальных активов, а также их продажей и осуществлением долгосрочных финансовых вложений в другие организации, выпуском облигаций и других ценных бумаг долгосрочного характера.

Денежные потоки по финансовой деятельности генерируются в результате деятельности организации, связанной с осуществлением краткосрочных финансовых вложений, выпуском и выбытием ранее приобретенных ценных бумаг краткосрочного характера.

Анализ денежных потоков от текущей, инвестиционной и финансовой деятельности, оценка структуры денежных потоков по видам рассматриваются в работах ряда отечественных аналитиков, таких, как А.Д. Шеремет, В.В. Ковалев и др. Наиболее развернуто концепция анализа денежных потоков представлена экономистами Л.В. Донцовой и Н.А. Никифоровой, Л.Т. Гиляровской и Н.С. Пласковой. В работах этих авторов формируются основные проблемы анализа денежных потоков и освещаются пути их решения.

Одна из проблем анализа движения денежных средств – определение размера притока денежных средств, достаточного для финансового благополучия организации.

Анализ достаточности объема денежных средств целесообразно проводить прямым методом.

Необходимым условием финансовой стабильности по этому методу признается такое соотношение притоков и оттоков средств в рамках текущей деятельности, которое обеспечивает увеличение финансовых ресурсов, достаточное для осуществления инвестиций.

Методика анализа движения денежных средств прямым методом достаточно проста.

Необходимо дополнить форму бухгалтерской финансовой отчетности № 4 «Отчет о движении денежных средств» расчетами относительных показателей структуры «притока» и «оттока» по видам деятельности в соответствии со схемой, представленной на рисунке (рис. 1).

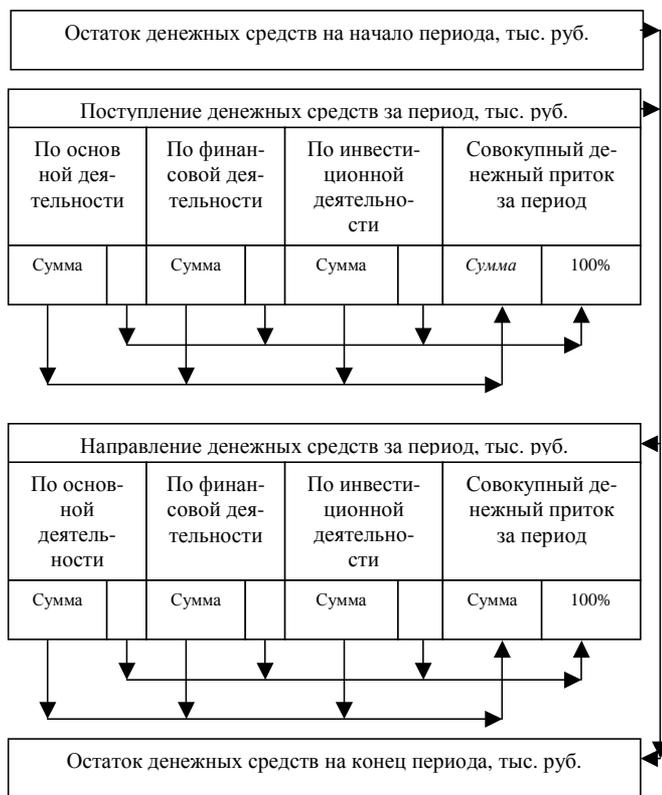


Рис. 1. Алгоритм анализа движения денежных средств прямым методом

Прямой метод анализа движения денежных средств по видам деятельности позволяет оценить:

- в каком объеме, из каких источников были получены поступившие денежные средства и каковы направления их использования;
- достаточно ли собственных средств организации для инвестиционной деятельности или необходимо привлечение дополнительных средств в рамках финансовой деятельности;
- в состоянии ли организация расплатиться по своим текущим обязательствам.

Однако этот метод не раскрывает взаимосвязи между полученным финансовым результатом и движением денежных средств на счетах организации. Работник финансовой службы, предоставляющий руководству организации информацию о наличии и движении денежных средств, должен уметь разъяснять руководителю причину расхождения размера прибыли и изменения денежных средств. С этой целью ему лучше воспользоваться косвенным методом анализа движения денежных средств.

При косвенном методе финансовый результат преобразуется с помощью ряда корректировок в величину изменения денежного потока за анализируемый период.

При этом необходимо осуществить корректировки, связанные:

- с несовпадением времени отражения доходов и расходов в бухгалтерском учете с притоками и оттоками денежных средств по этим операциям;
- хозяйственными операциями, не оказывающими непосредственного влияния на расчет показателя чистой прибыли, но вызывающими движение денежных средств;
- операциями, оказывающими непосредственное влияние на расчет показателя прибыли, но не вызывающими движения денежных средств.

В результате осуществления перечисленных корректировок финансового результата его величина преобразуется в значение изменения остатка денежных средств за анализируемый период:

$$P_{кор} = \text{ДЕЛЬТА ДС},$$

где  $P_{кор}$  – скорректированная величина чистой прибыли за период,  
 $\text{ДЕЛЬТА ДС}$  – изменение остатков денежных средств за период.

Для получения скорректированной величины чистой прибыли за период необходимо к величине прибыли прибавить сумму корректировок:

$$P_{кор} = P + \text{SUM KOP},$$

где  $P$  – сумма чистой прибыли организации за период,  
 $\text{SUM KOP}$  – сумма корректировок.

Указанные корректировки целесообразно проводить по видам деятельности организации (текущей, инвестиционной и финансовой):

$$SUM KOP = SUM KOP_{m.o.} + SUM KOP_{u.o.} + SUM KOP_{ф.д.},$$

где  $SUM KOP_{m.o.}$  – сумма корректировок по текущей деятельности,

$SUM KOP_{u.o.}$  – сумма корректировок по инвестиционной деятельности,

$SUM KOP_{ф.д.}$  – сумма корректировок по финансовой деятельности.

Перечень необходимых корректировок по видам деятельности приведен ниже.

Вид деятельности	Корректировки
Текущая	Сумма амортизации основных средств и нематериальных активов. Прирост (снижение) суммы запасов материальных оборотных активов, дебиторской и кредиторской задолженности
Инвестиционная	Превышение (снижение) суммы поступления основных средств и нематериальных активов над суммой их выбытия. Превышение (снижение) суммы реализации долгосрочных финансовых инструментов инвестиционного портфеля над суммой их приобретения. Сумма дивидендов (процентов), полученных по долгосрочным финансовым вложениям. Сумма процентов, выплаченных в связи с инвестиционной деятельностью. Сумма прироста незавершенного капитального строительства
Финансовая	Превышение (снижение) суммы дополнительно привлеченных долгосрочных и краткосрочных займов (кредитов) над суммой их погашения. Сумма средств, поступивших в порядке целевого финансирования. Превышение (снижение) суммы дивидендов (процентов), полученных в связи с осуществлением финансовой деятельности, над уплаченными

Таким образом, изменение уровня денежных средств за период происходит в результате генерирования чистого денежного потока организации, т.е. разности между положительным и отрицательным денежными потоками по трем видам деятельности – текущей, инвестиционной и финансовой:

$$ДС_{к.п.} = ДС_{н.п.} + ДЕЛЬТА ДС,$$

где  $ДС_{к.п.}$  – объем денежных средств организации на конец периода,

$ДС_{н.п.}$  – объем денежных средств организации на начало периода,

$ДЕЛЬТА ДС$  – изменение объема денежных средств организации за период.

Существуют две неразрывно связанные друг с другом причины изменения объема денежных средств организации за период: изменение чистых денежных потоков в рамках всех трех видов деятельности организации (текущей, инвестиционной, финансовой) и изменение финансовых результатов по всем трем видам деятельности организации.

Изменение чистых денежных потоков в рамках трех видов деятельности организации определяется по формуле:

$$\text{ДЕЛЬТА ДС} = \text{ЧДП} = \text{ЧДП}_{\text{т.д.}} + \text{ЧДП}_{\text{и.д.}} + \text{ЧДП}_{\text{ф.д.}},$$

где ЧДП – сумма совокупного чистого денежного потока организации за период,

$\text{ЧДП}_{\text{т.д.}}$  – сумма чистого денежного потока организации по текущей деятельности,

$\text{ЧДП}_{\text{и.д.}}$  – сумма чистого денежного потока организации по инвестиционной деятельности,

$\text{ЧДП}_{\text{ф.д.}}$  – сумма чистого денежного потока организации по финансовой деятельности.

Изменение финансовых результатов по всем видам деятельности организации определяется по формуле:

$$\text{ДЕЛЬТА ДС} = P_{\text{кор}} = P + \text{ДЕЛЬТА КОР} = P + \text{ДЕЛЬТА КОР}_{\text{т.д.}} + \text{ДЕЛЬТА КОР}_{\text{и.д.}} + \text{ДЕЛЬТА КОР}_{\text{ф.д.}}$$

Из расчетов, выполненных с использованием представленной методики, становится ясно, какие хозяйственные операции и генерируемые ими финансовые результаты по какому виду деятельности – текущей, инвестиционной или финансовой – оказали наибольшее влияние на величину чистого денежного потока организации за период. Таким образом, косвенный метод позволяет выяснить, достаточно ли полученной прибыли для обслуживания текущей деятельности, а также установить причины расхождения величины полученной прибыли и наличия денежных средств.

Помимо косвенного метода анализа денежных потоков в работах отечественных аналитиков предлагается использование факторного анализа денежных потоков, построенного на основе коэффициентного метода. В рамках данного метода предлагается изучать динамику различных коэффициентов посредством исследования их отклонений от плановых или базисных значений. Предполагается, что это позволит выявить положительные и отрицательные тенденции, отражающие качество управления денежными средствами организации, а также разработать необходимые мероприятия для оптимизации управления ими.

В этой связи предлагаются следующие коэффициенты: достаточности чистого денежного потока; эффективности денежных потоков; реинвестирования денежных потоков; рентабельности положительного денежного потока, среднего остатка денежных средств и чистого денежного потока в анализируемом периоде.

Коэффициент рентабельности чистого потока денежных средств может исчисляться по деятельности организации в целом:

$$P_{on} = \frac{P}{ЧДП}.$$

Коэффициенты рентабельности положительных денежных потоков по текущей ( $P_{ndnm}$ ), инвестиционной ( $P_{ndni}$ ) и финансовой ( $P_{ndnf}$ ) деятельности исчисляются по приведенным ниже формулам:

$$P_{ndnm} = \frac{P_n}{ПДП_{m.д.}},$$

где  $P_n$  – валовая прибыль (прибыль от обычной деятельности) организации за период, тыс. руб.,

$ПДП_{m.д.}$  – положительный денежный поток по текущей деятельности организации за анализируемый период, тыс. руб.;

$$P_{ndni} = \frac{P_u}{ПДП_{u.д.}},$$

где  $P_u$  – прибыль от инвестиционной деятельности организации за период, тыс. руб.;

$ПДП_{u.д.}$  – положительный денежный поток по инвестиционной деятельности организации за анализируемый период, тыс. руб.;

$$P_{ndnf} = \frac{P_\phi}{ПДП_{\phi.д.}},$$

где  $P_\phi$  – прибыль от финансовой деятельности организации за период, тыс. руб.,

$ПДП_{\phi.д.}$  – положительный денежный поток по финансовой деятельности организации за анализируемый период, тыс. руб.

Максимальное среди указанных коэффициентов рентабельности положительных денежных потоков значение соответствует тому виду деятельности, который для организации наиболее эффективен, т.е. генерирует большую сумму прибыли по отношению к величине положительного денежного потока.

### Контрольные вопросы

1. Что включает в себя управление денежными потоками.
2. Назовите методы расчета потока денежных средств
3. Объясните экономический смысл моделей управления денежными средствами.
4. Какие хозяйственные операции относятся к инвестиционной деятельности.
5. Назовите основные задачи управления денежными средствами.

# Тема 7. БЮДЖЕТИРОВАНИЕ (ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ И ПРОГНОЗИРОВАНИЯ)

## 7.1. Финансовое планирование

Планирование входит в число общих функций управления, имманентно присущих любой функционирующей социально-экономической системе. Необходимость составления планов определяется многими причинами; выделим три из них, являющиеся, по нашему мнению, основными: неопределенность будущего; координирующая роль плана; оптимизация экономических последствий.

Известное выражение – «все в мире относительно» – исключительно актуально для экономики. Причина этого – в множественности и динамичности факторов, оказывающих постоянное и не всегда прогнозируемое влияние на любую социально-экономическую систему. Для того чтобы уменьшить ожидаемое негативное влияние одних факторов и, наоборот, увеличить ожидаемое позитивное влияние других факторов, применяется планирование, в рамках которого эти факторы идентифицируются, а их влияние оценивается и, по возможности, регулируется.

Очевидно, что факторов неопределенно много, а действие их нередко хаотично и разнонаправлено, поэтому главная цель составления любого плана – не задание точных цифр и ориентиров, поскольку сделать это невозможно в принципе, а идентификация по каждому из важнейших направлений определенного «коридора», в границах которого может варьировать тот или иной показатель.

**Смысл** координирующей (в известном смысле системообразующей) роли плана состоит в том, что наличие хорошо структурированных, детализированных и взаимосвязанных целевых установок дисциплинирует как перспективную, так и текущую деятельность, приводит ее в определенную систему, позволяет хозяйствующему субъекту работать ритмично, без существенных сбоев.

Последняя причина составления планов заключается в том, что любое рассогласование деятельности социально-экономической системы требует финансовых затрат (прямых или косвенных) на его преодоление. Вероятность наступления подобного рассогласования гораздо ниже, если работа осуществляется по плану; кроме того; и негативные финансовые последствия менее значительны.

В любой компании разрабатывается множество планов, однако основными из них являются стратегический, производственный и финансовый. *Стратегический* план подразумевает формулирование цели, задач, масштабов и сферы деятельности компании. *Производственные* планы составляются на основе стратегического плана и предусматривают определение производственной, маркетинговой, научно-исследо-

вательской и инвестиционной политики. В зависимости от сложности организационно-управленческой структуры компании и горизонта планирования таких планов может быть несколько. Финансовый план представляет собой документ, характеризующий способ достижения финансовых целей компании и увязывающий ее доходы и расходы. В основе финансового планирования лежат *стратегический и производственные планы*.

Производственные планы (синонимы: текущие, регулярные, оперативные) готовятся линейными руководителями и представляют собой программу действий как компании в целом, так и отдельных ее подразделений. Эти планы носят в основном технологический характер, поскольку предназначены для систематизации действий по достижению целей, сформулированных в стратегическом плане. Чаще всего производственный план для компании в целом выражается в виде так называемого *генерального бюджета*.

Термины «план» и «бюджет» иногда воспринимаются как синонимы, хотя чаще всего между ними проводят определенное различие. План понимается в широком смысле и включает в себя весь некоторым образом упорядоченный спектр действий, направленных на достижение заданных целей, причем эти действия могут описываться не только с помощью формализованных, количественных оценок, но и путем перечисления ряда неформализованных процедур. Бюджет – это более узкое понятие, подразумевающее количественное представление плана действий, причем, как правило, в стоимостном выражении. Таким образом, роль бюджета состоит не только в осуществлении функции текущего планирования, но и в осуществлении других функций, обеспечивающих ритмичность производственного процесса: оценка, координация, коммуникация, мотивация и др.

Генеральный бюджет представляет собой систему взаимосвязанных операционных и финансовых бюджетов. Процесс построения бюджетов в долго- и краткосрочной перспективе называется бюджетированием. Бюджетирование основывается на целях стратегического характера, кроме этого используются целевые установки по ресурсному обеспечению производственной деятельности (объем продаж, целевые остатки сырья, тарифы, накладные расходы и др.).

В операционных бюджетах с помощью системы натуральных и стоимостных показателей отражаются программы сбыта, снабжения, собственно производства, логистики (т.е. организации складского хозяйства и транспортных потоков), научно-исследовательских и конструкторских разработок (НИОКР), управления персоналом и др. Выделяют следующие виды операционных бюджетов: бюджет продаж, бюджет производства, бюджет прямых затрат сырья и материалов, бюджет прямых затрат труда, бюджет переменных накладных расходов, бюджет

запасов сырья и готовой продукции, бюджет управленческих и коммерческих расходов, бюджет себестоимости реализованной продукции.

К финансовым бюджетам относятся бюджет доходов и расходов (прогнозный отчет о прибылях и убытках), бюджет формирования и распределения финансовых ресурсов (прогнозный баланс) и бюджет денежных средств (прогнозный отчет о движении денежных Средств).

Безусловно, не все бюджеты входят в компетенцию финансового менеджера, однако он должен понимать содержание каждого из них и их взаимосвязку. Кроме того, в ходе составления операционных бюджетов с необходимостью выполняются прогнозные расчеты финансового характера, результаты которых служат основой для построения прогнозной финансовой отчетности, являющейся основным результатом текущего финансового планирования.

## **7.2. Сущность, принципы и состав функциональных бюджетов**

Принцип эффективного управления предприятием в современных условиях заключается в достижении цели управления ценой максимальной экономии ресурсов. Этот принцип сформулирован в Концепции управления государственным имуществом и приватизации в Российской Федерации, одобренной Правительством РФ (Постановление № 1024). Концепция определила цели, задачи и принципы государственной политики с применением методов, обеспечивающих максимальное приближение к поставленной цели с наименьшими затратами. Одним из таких методов является бюджетирование.

Под бюджетированием авторы статьи понимают систему сквозного комплексного планирования, учета, анализа и контроля, охватывающую все стороны деятельности предприятия и реализующуюся посредством составления финансовых смет (бюджетов) и управленческой отчетности.

Следует отметить, что термины «бюджет» и «план» не являются тождественными, хотя основу плана предприятия составляет сводный бюджет. Но если бюджет это, прежде всего, набор обоснованных цифр, то план, помимо бюджетных цифровых показателей, включает в себя перечень конкретных мероприятий по достижению данных показателей. Таким образом, бюджет представляет собой количественное выражение централизованно устанавливаемых показателей плана предприятия на определенный период по:

- использованию материальных и финансовых ресурсов;
- привлечению источников финансирования;
- доходам и расходам;
- движению денежных средств;
- капитальным и финансовым вложениям.

Определяющими характеристиками бюджета предприятия являются *формализация* (количественное выражение), *централизация* и *сквозной характер*.

На различных предприятиях количество и состав бюджетов различно, единого стандарта нет. Предприятия самостоятельно вырабатывают схему бюджетирования, приемлемую для них. При этом описание схемы (включая документооборот) является технологическим ядром финансовой политики, утверждаемой руководством (директором, генеральным директором) предприятия по аналогии с учетной политикой (наряду с налоговой, кредитной, инвестиционной, ценовой), являющейся одним из направлений финансовой политики. На рис. 2 приведена возможная схема бюджетов.

Бюджет движения денежных средств (ДДС) – один из наиболее важных бюджетов на предприятии. При его исполнении (или неисполнении) определяются реальная платежеспособность предприятия, выполнение его финансовых обязательств.

Рассмотрим основные принципы и функции бюджетирования, использование которых позволяет сформировать многофункциональную и эффективную систему, отвечающую современным требованиям управления предприятием.

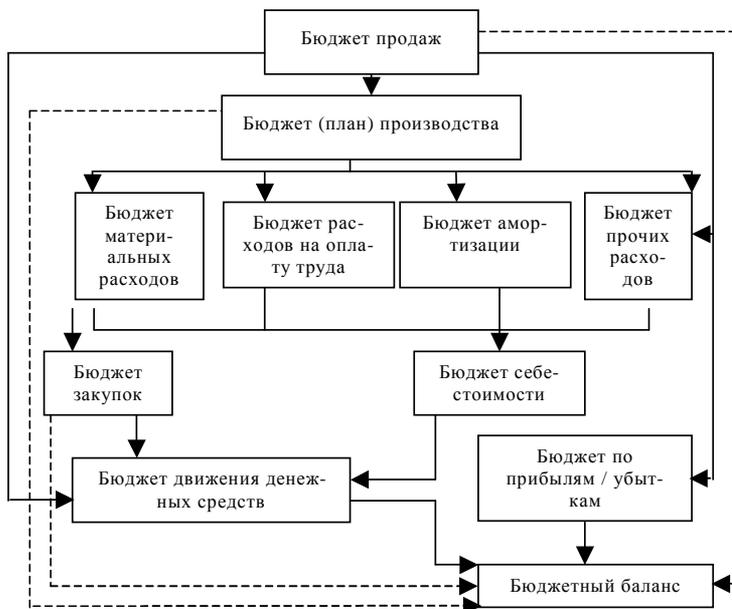


Рис. 2. Примерная система бюджетов

К важнейшим принципам бюджетирования относятся: соответствие основным целям и задачам деятельности предприятия, целостность, системность, доступность, сопоставимость, корректность, согласованность, оперативность, функциональность.

*Принцип соответствия* основным целям и задачам организации означает, что система бюджетов должна быть построена таким образом, чтобы выполнять функции, необходимые для решения поставленных задач. По отношению к главным целям деятельности предприятия цели бюджетирования являются производными и полностью согласовываются с ними.

*Принцип целостности* предполагает рассмотрение деятельности предприятия как единого целого – во всех аспектах и сферах деятельности и по всем структурным подразделениям. Соблюдение данного принципа означает, что прогноз, анализ и контроль деятельности отдельных центров финансового учета (ЦФУ), бизнес-процессов, финансовых потоков осуществляется в рамках функционирования единого финансово-хозяйственного механизма и для достижения желаемого результата.

*Принцип системности* предполагает рассмотрение финансово-хозяйственной деятельности организации как системы взаимодействия внутренних и внешних факторов. Прогнозирование, анализ и контроль факторов необходимы для эффективного функционирования системы в целом и выполнения ею своих задач.

*Принцип доступности* означает, что информация, полученная в ходе составления и анализа бюджетов, должна быть доступной по уровню, качеству и объему для тех пользователей, которым она предназначена.

*Принцип сопоставимости* предполагает, что полученная в процессе бюджетирования информация сопоставима по своим качественным и количественным характеристикам и сформирована по тем же правилам, что и информация прошлых, настоящих и будущих периодов; кроме того, бюджеты должны быть пригодными для сравнения с фактическими данными, полученными в процессе подготовки финансовой отчетности, бухгалтерского и управленческого учета.

*Принцип корректности* предполагает, что в процессе подготовки бюджетов используются корректные данные, полученные на основе качественной информации, соответствующие реальным условиям функционирования предприятия, внешним и внутренним факторам и способствующие достижению поставленных целей и задач, а также выработке эффективных управленческих решений.

В соответствии с *принципом согласованности* данные бюджетов должны быть согласованы на всех уровнях управления, выработаны при участии всех заинтересованных лиц и поддержаны этими лицами.

*Принцип оперативности* означает своевременное получение, анализ и корректировку данных, использованных для бюджетирования и необходимых для финансового управления организацией.

*Принцип функциональности* предполагает формирование и функционирование системы бюджетирования в той мере, в какой это будет способствовать выработке эффективных управленческих решений. Затраты на создание системы бюджетирования не должны превышать экономического эффекта от ее внедрения. Объем и качество полученной информации должны в полной мере соответствовать поставленным целям и задачам. Количество и состав бюджетов не должно быть ни слишком большим, ни слишком малым.

При разработке бюджетов структурных подразделений и служб предприятий необходимо руководствоваться *принципом декомпозиционности*, который заключается в том, что каждый бюджет более низкого уровня является детализацией бюджета более высокого уровня, то есть бюджеты цехов «вложены» в бюджет производства, бюджеты производства конкретизируют сводный (комплексный) бюджет.

Ежемесячно для каждого структурного подразделения целесообразно разрабатывать сводный бюджет структурного подразделения по следующей форме:

Наименование подразделения	Бюджеты				Итого сводный бюджет (строки подразделений)
	Материальные расходы	Расходы на оплату труда	Амортизация	Прочие расходы	

На рис. 3 представлены основные элементы системы бюджетирования. Элементы объединены в группы по объектам, методам, принципам.

Составление бюджетов является частью общего процесса управления предприятием и предполагает прохождение нескольких этапов.

*Этап 1.* Постановка целей и формулирование задач.

В соответствии с основными целями и задачами деятельности предприятия определяются цели и задачи конкретного вида бюджета. Предстоящий бюджет должен ответить на вопросы о степени достижимости целей и объеме ресурсов, необходимых для решения поставленных задач. При этом бюджет должен обозначить конкретные задачи и установить лимиты ресурсов для каждого из центров финансового управления (ЦФУ) и/или центров ответственности (ЦО).

*Этап 2.* Прогнозирование основных внешних и внутренних факторов деятельности предприятия.

При подготовке бюджета на следующий год необходимо определить основные факторы, которые могут повлиять на финансово-хозяйственную деятельность предприятия, выявить тенденции и направления их изменения и основные количественные параметры.



Рис. 3. Основные элементы системы бюджетирования

Необходимо иметь в виду, что данные за прошлые периоды не могут служить достаточной базой для прогноза, если нет оснований предполагать сохранение в будущем тех же тенденций или условий деятельности. Наиболее предпочтительно при прогнозировании использовать как ретроспективную информацию, так и максимально возможное количество прогнозов из различных источников – внешних и внутренних. Весьма желательно рассмотреть несколько вариантов развития событий и определить наиболее вероятный из них.

*Этап 3.* Установление основных допущений.

Прогнозирование априори предполагает наличие неопределенности и риска, поэтому необходимо определить, какие допущения используются при составлении прогнозов и расчете соответствующего бюджета. Если допущения окажутся ошибочными, бюджеты следует пересмотреть и откорректировать.

*Этап 4.* Прогноз основных показателей деятельности предприятия и расчет обеспеченности всеми видами ресурсов.

Основные задачи данного этапа – составление детализированного прогноза продаж, производственной программы, прогноза расходов по всем основным статьям и расчет обеспеченности производственной и инвестиционной деятельности предприятия всеми видами требуемых ресурсов. Должны быть получены ответы на следующие вопросы:

– Какие объемы продаж (выручки) прогнозируются на следующие периоды и как изменятся позиции предприятия на рынке?

– Какая производственная программа необходима для обеспечения данного объема продаж и соответствуют ли производственные мощности данной программе?

– Какие расходы, по каким статьям и в каком объеме необходимо будет осуществить предприятию для достижения поставленных целей?

– Достаточно ли всех видов ресурсов – трудовых, финансовых, производственных – для обеспечения производственной и инвестиционной деятельности предприятия (есть ли излишек соответствующих ресурсов)?

*Этап 5.* Переговоры между заинтересованными лицами по данным бюджетов.

На этом этапе бюджет должен быть согласован со всеми, кто может повлиять и (или) будет нести ответственность за его выполнение. Данные бюджетов должны быть выполнимыми, но достаточно жесткими. Бюджет должен получить одобрение заинтересованных лиц, а в случае несогласия им необходимо привести обоснованные аргументы и внести предложения по корректировке бюджетов.

*Этап 6.* Координация бюджетов.

Все бюджеты должны быть скоординированы между собой и согласованы с основными показателями деятельности организации на следующий период.

*Этап 7.* Окончательное утверждение бюджетов.

После прохождения всех предыдущих этапов бюджет становится программой деятельности предприятия и утверждается его руководителем. С этого момента бюджет – основной плановый документ функционирования и развития предприятия. Вся деятельность предприятия и его структурных подразделений осуществляется и контролируется в рамках утвержденного бюджета.

*Этап 8.* Бюджетный контроль.

Основные задачи данного этапа – выявление отклонений от плановых показателей, причин и виновников этих отклонений. В ходе бюджетного контроля должны быть получены ответы на следующие вопросы:

– Что произошло за прошедший период?

– Какие обстоятельства или лица виновны в расхождении бюджетных и фактических показателей?

– Как эти отклонения могут повлиять на достижение поставленных целей?

– Какие меры можно предпринять для выполнения бюджета?

– Какие корректировки необходимо внести в бюджеты?

– Как произошедшие изменения могут повлиять на решение поставленных задач?

На всех этапах бюджетирования важно соблюдать согласованность бюджетов с потребностями управления организацией и достижения поставленных целей.

При этом можно использовать двухуровневую систему контроля.

*Нижний уровень* – контроль за исполнением бюджетов структурных подразделений предприятия, непосредственно осуществляемый их экономическими службами, при этом контролируется как сводный бюджет подразделения, так и составляющие его функциональные бюджеты.

*Верхний уровень* – контроль за исполнением бюджетов структурных подразделений (включая контроль составляющих их бюджетов по статьям затрат), осуществляемый непосредственно финансовой (или финансово-экономической) службой предприятия и его бухгалтерией.

Основными элементами системы контроля являются:

- объекты контроля – бюджеты структурных подразделений;
- предметы контроля – отдельные характеристики состояния бюджетов (соблюдение лимитов фонда оплаты труда, расходов сырья и материалов и т.д.);
- субъекты контроля – структурные подразделения предприятия, осуществляющие контроль за соблюдением бюджетов;
- технология контроля бюджетов – осуществление процедур, необходимых для выявления отклонений фактических состояний бюджетов от плановых.

Контроль за соблюдением расходной части комплексного бюджета является важной задачей, от решения которой во многом зависит эффективность финансово-хозяйственной деятельности предприятия.

Для обеспечения качественного решения этой задачи необходимо установить четкий порядок управленческих процедур, который позволит обеспечить:

- оперативное проведение анализа фактических отклонений от плановых значений (сумм) сводного бюджета (в том числе анализ по отклонениям функциональных бюджетов);
- разработку мероприятий по ликвидации непроизводительных затрат и удорожающих факторов, выявленных в ходе анализа;
- оформление и представление руководству предприятия аналитических материалов по исполнению сводного и функционального бюджетов для оперативной коррекции этих бюджетов и, соответственно, бюджетов структурных подразделений.

В формировании бюджета задействовано большое количество сотрудников. Стандартную процедуру можно описать следующим образом: центры затрат и центры доходов формируют свои бюджеты, финансисты планируют притоки и оттоки денежных средств, а также виды платежа, экономические службы производят консолидацию бюджетов, их анализ и подготовку бюджетных документов. При этом много времени уходит на корректировку бюджетов и их согласование. В результате многократных перемещений документа «сверху вниз» и «снизу вверх» формируется окончательный вариант бюджета, который утверждается руководителем предприятия.

Бюджетирование выполняет следующие функции: прогнозирования, координации, регулирования, нормирования, учета, контроля, разграничения полномочий и ответственности между уровнями руководства, информационную и аналитическую.

*Функция прогнозирования* предполагает разработку обоснованных планов для всех ЦФУ и предприятия в целом по операционной, инвестиционной и финансовой деятельности на основе методов финансового планирования. При этом следует учитывать как прошлый опыт, так и изменения, возникшие во внешней и внутренней среде, в целях и задачах финансово-хозяйственной деятельности. Посредством различных методов планирования с максимальным учетом возможных факторов воздействия разрабатывается оптимальный план достижения поставленных целей, и определяют задачи и показатели для каждого ЦФУ предприятия.

*Функция координации* реализуется через соотнесение бюджета каждого ЦФУ с общим бюджетом предприятия и согласование их между собой. В данной функции реализуется принцип целостности и системности в бюджетировании. Все показатели деятельности каждого отдельно взятого объекта бюджетирования приводятся в полное соответствие с имеющимися ресурсами предприятия и планируемыми к выполнению программами действия.

*Функция регулирования* реализуется через воздействие бюджетирования на денежные потоки от различных видов деятельности (операционной, финансовой и инвестиционной) каждого отдельного ЦФУ и приведение их в соответствие с целями, задачами и потребностями предприятия.

*Функция нормирования* связана с разработкой обоснованных норм и нормативов и, как следствие, с корректирующим воздействием на денежный поток, затраты и доходы ЦФУ. Особое значение данная функция бюджетирования приобретает в управлении издержками. Посредством этой функции осуществляется полный и оперативный контроль над их уровнем по центрам затрат и местам возникновения издержек.

*Функция учета* предполагает учет всех изменений в составе активов и пассивов предприятия – как возникших в процессе финансово-хозяйственной деятельности, так и прогнозируемых. Данная функция бюджетирования связана с обеспечением управленческого персонала необходимой и оперативной информацией. Стоит отметить значительное отличие учета при бюджетировании от традиционного бухгалтерского учета в организации. Бюджетирование предполагает учет как возможных, так и фактических изменений, произошедших вследствие операционной, финансовой и инвестиционной деятельности организации. Бухгалтерский же учет, как известно, подытоживает прошлые изменения на основе документально зафиксированной информации.

Данные бухгалтерского учета отличаются точностью, а данные бюджетирования – *оперативностью*. Бюджетирование в большей мере соответствует целям и задачам финансового управления, когда руково-

дителю (менеджеру) приходится принимать решения в условиях неопределенности и значительных временных ограничений.

Одна из наиболее важных функций бюджетирования – *контроль фактического результата в сравнении с планируемым уровнем*. посредством функции контроля производится выявление отклонений фактических и прогнозных данных по предприятию в целом, по каждому ЦФУ в отдельности и бизнес-процессам, определяются последствия данных отклонений и их влияние на достижение поставленных целей, что позволяет корректировать стратегические и текущие задачи. Конкретные проявления действия функции контроля на практике – расчет отклонений фактических данных от бюджетных и их анализ, определение факторов и ответственных лиц, виновных в данных отклонениях.

*Информационная функция* бюджетирования состоит в обеспечении управленческого персонала предприятия наиболее полной, достоверной и оперативной информацией, позволяющей руководству своевременно принять обоснованное решение.

*Аналитическая функция* бюджетирования реализуется через комплексный и системный анализ всех параметров деятельности предприятия. Такой анализ обеспечивает получение многоуровневой информации об объектах финансового управления и их взаимодействии с внешней и внутренней средой. Глубина детализации, период анализа, широта охвата зависят исключительно от потребностей управления организацией. При анализе бюджетных данных используется огромное количество различных методов: факторный анализ, метод сценариев, трендовый анализ, анализ отклонений и т.д. Полученные данные позволяют выработать эффективные решения и способы достижения заданных целей с учетом происходящих изменений – внутренних и внешних.

Для достижения заданного результата необходимо четко разграничить ответственность каждого звена и полномочия конкретных лиц. Практическая реализация данной функции осуществляется посредством доведения до каждого ЦФУ бюджетов, в которых в стоимостных и натуральных показателях определены основные задачи деятельности подразделения. Это дает возможность конкретизировать цель, предоставляет свободу действий в ее достижении (в пределах установленных лимитов), определяет параметры ответственности для данного уровня. Таким образом, для каждого подразделения создается программа действий в соответствии с планируемыми показателями бюджета и определяются критерии ответственности, оцениваемые по отклонениям фактических показателей от плановых.

Функции бюджетирования и управления предприятием неразрывно связаны. Функции бюджетирования являются поддерживающими и обеспечивающими по отношению к функциям управления, особенно в том случае, если управление основывается на так называемом потоковом методе (*flow method*). Управление финансовыми потоками в настоящее время признано одной из ключевых прикладных технологий.

Бюджетирование предприятия – это, по существу, потоковый процесс. Простые и ясные схемы функционирования предприятия позволяют точно определить роль и функции его внутренних бюджетных центров. На ЦФУ отражаются внутрифирменные финансовые связи и методы консолидирования финансовой отчетности. Особо необходимо отметить, что бюджеты ЦФУ могут выполнять одну или несколько функций. В целом же эффективная система бюджетирования предприятия выполняет все вышеперечисленные функции.

Применение современных управленческих технологий невозможно без организации бюджетирования, выполняющего большое количество функций и позволяющего решать поставленные задачи и достигать намеченных целей. Бюджетирование является тем методом финансового управления, который дает возможность эффективно и оперативно контролировать как внешние, так и внутренние процессы и своевременно принимать жизненно важные решения.

### **7.3. Финансовое прогнозирование**

Как известно, любой бюджет состоит из двух частей – *доходы* и *расходы*. Поскольку в расходной части бюджета немаловажную роль играют налоговые платежи, одной из важнейших составных частей процесса подготовки финансового плана является налоговое планирование. Финансовый менеджер, безусловно, должен иметь общие представления об основах налогового права, системе налогов, последовательности их взимания, взаимосвязи отдельных видов налогов, налоговых базах, методах оптимизации налоговой политики.

Важную роль в планировании играют различные прогнозы и ориентиры в отношении объема реализации, себестоимости продукции в целом и по важнейшим статьям, потребности в источниках финансирования, величины денежных потоков и т.п. Прогнозирование как один из методов управления не должно сводиться лишь к расчету ориентиров для критериев, имеющих количественное измерение; оно понимается в более широком аспекте, в частности и как метод выявления оптимальных вариантов действий. В этом смысле прогнозирование тесно связано с перспективным анализом, поскольку окончательный вариант действий выбирается после рассмотрения и сравнительного анализа различных вариантов, в том числе и альтернативного характера.

С позиции степени формализации счетных процедур методы анализа и прогнозирования финансовых показателей подразделяются на две большие группы: а) неформализованные методы анализа и прогнозирования – методы, основанные на описании аналитических процедур на логическом уровне, а не на строгих аналитических зависимостях; б) формализованные методы анализа и прогнозирования – методы, в основе которых лежат достаточно строгие формализованные алгоритмы. В

последнем случае широко используются различные модели, в частности дескриптивные, нормативные и предикативные.

В анализе и прогнозировании существенную роль играет детерминированный факторный анализ, который может выполняться с помощью двух типов моделей: жестко детерминированных и стохастических.

Для прогнозирования потребности во внешних источниках финансирования можно использовать балансовые модели. При этом с помощью формализованных алгоритмов может быть выявлен приемлемый темп роста объемов производства.

Из множества подходов к прогнозированию наибольшее распространение на практике получили три, в основе которых: методы экспертных оценок; методы обработки пространственных, временных и пространственно-временных совокупностей; методы ситуационного анализа и прогнозирования.

Методы экспертного прогнозирования существенно варьируют по сложности. Они могут применяться в самом простейшем виде, например, для установления некоторых прогнозов и планов на интуитивном уровне. Известны и гораздо более сложные варианты, предусматривающие многоступенчатый опрос экспертов по специальным схемам и обработку полученных результатов с помощью научного инструментария экономической статистики. Эти методы применяются не только для прогнозирования значений показателей, но и в аналитической работе, например, для разработки весовых коэффициентов, пороговых значений контролируемых показателей и т.п.

Методы обработки временных, пространственных и пространственно-временных совокупностей занимают ведущее место с позиции формализованного прогнозирования и существенно варьируют по сложности используемых алгоритмов. Эти методы описаны в курсах экономической статистики. В финансовом менеджменте достаточно широко используется регрессионный анализ.

В основе методов ситуационного анализа и прогнозирования лежат модели, предназначенные для изучения функциональных, или жестко детерминированных, связей, когда каждому значению факторного признака соответствует вполне определенное неслучайное значение результативного признака. Эти методы, призванные отвечать на вопрос «что будет, если...», реализуются в рамках имитационного моделирования, когда аналитик варьирует значениями ряда факторов и находит прогнозное значение результативных факторов (прямая задача) или по заданным значениям результативных показателей пытается найти приемлемые ориентиры для факторных признаков, поддающихся контролю и управлению (обратная задача). Наибольшее распространение среди методов ситуационного анализа и прогнозирования получили: метод построения дерева решений и метод прогнозирования на основе процентного изменения продаж.

Метод построения дерева решений представляет собой некоторую алгоритмизацию действий по принятию целевого решения в условиях риска. Метод основывается на вероятностном подходе, предполагающем прогнозирование возможных исходов в случае принятия тех или иных промежуточных решений и присвоение им вероятностей.

Метод прогнозирования на основе процентного изменения продаж основан на предположении, что: а) значения большинства статей баланса и отчета о прибылях и убытках изменяются прямо пропорционально объему реализации и б) сложившиеся на Предприятии уровни пропорционально меняющихся балансовых статей и соотношения между ними оптимальны.

Формализованные модели финансового планирования подвергаются критике по двум основным моментам: а) в ходе моделирования могут быть разработаны несколько вариантов планов, причем формализованными критериями невозможно определить, какой из, них лучше; б) любая финансовая модель лишь упрощенно выражает взаимосвязи между экономическими показателями, поскольку невозможно однозначно идентифицировать факторы, определяющие значение моделируемого признака.

Особо подчеркнем, что помимо владения формализованными методами и моделями анализа, прогнозирования и управления финансовыми активами, обязательствами, операциями финансовый менеджер должен активно использовать субъективные оценки, качественные критерии, не бояться делать выбор в условиях многовариантных расчетов, когда успех операции вовсе не гарантирован. Перефразируя известное высказывание У. Черчилля, можно сказать, что талант финансового менеджера (аналитика) состоит в том числе и в умении предсказать, что произойдет на следующий день, на следующей неделе, на следующий год, а затем объяснить, почему этого, все-таки не произошло.

### **Контрольные вопросы**

1. В чем заключается основная цель составления прогнозных форм финансовой отчетности? Чем они отличаются от плана, который тоже является прогнозом.
2. Почему при подготовке плана столь важно иметь обоснованный прогноз продаж.
3. Охарактеризуйте основные причины, определяющие необходимость проведения плановой работы.
4. Какие функции выполняет бюджетирование?
5. Назовите функциональные бюджеты.

## СПИСОК РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

- Арутюнов, Ю.А. Финансовый менеджмент / Ю.А. Арутюнов. – М.: КНОРУС, 2007. – 312 с.
- Баканов, М.И. Экономический анализ / М.И. Баканов, А.Д. Шеремет. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 656 с.
- Баринов, В.А. Организационное проектирование / В.А. Баринов. – М.: ИНФРА-М, 2005. – 339 с.
- Бланк, И.А. Финансовый менеджмент / И.А. Бланк. – СПб.: Ника-Центр, 2005. – 656 с.
- Бочаров, В.В. Современный финансовый менеджмент / В.В. Бочаров. – СПб.: Питер, 2006. – 464 с.
- Брусланова, Н. Оценка инвестиционных проектов методом реальных опционов / Н. Брусланова // Финансовый директор. – 2006. – № 7–8 – С. 24–33.
- Виханский, О.С. Менеджмент / О.С. Виханский, А.И. Наумов. – М.: Экономист, 2005. – 670 с.
- Гершун, А. Технологии сбалансированного управления / А. Гершун, М. Горский. – М.: Олимп-Бизнес, 2005. – 416 с.
- Гиляровская, Л.Т. Анализ и оценка финансовой устойчивости коммерческих организаций / Л.Т. Гиляровская. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2006. – 159 с.
- Гусев, А. Понимание обеспечит точность расчета / А. Гусев // Экономика и жизнь. – 2006. – С. 31.
- Зимин, Н.Е. Анализ и диагностика финансового состояния предприятий / Н.Е. Зимин. – М.: ЭКМОС, 2002. – 238 с.
- Кабушкин, Н.И. Основы менеджмента / Н.И. Кабушкин. – М.: Новое знание, 2005. – 336 с.
- Ковалева, А.М. Финансовый менеджмент / А.М. Ковалева. – М.: ИНФРА-М, 2005. – 284 с.
- Ковалев, В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалев. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 768 с.
- Крылов, Э.И. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности предприятия / Э.И. Крылов, В.М. Власова, М.Г. Егорова. – М.: Финансы и кредит, 2003. – 191 с.
- Кузнецов, Б.Т. Финансовый менеджмент / Б.Т. Кузнецов. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2005. – 415 с.
- Кузнецов, Н.Г. Менеджмент организации: современные технологии / Н.Г. Кузнецов, И.Ю. Солдатова. – Ростов-н/Д: Феникс, 2002. – 480 с.
- Лисицына, Е.В. Финансовый менеджмент для бакалавров экономики / Е.В. Лисицына. – М.: ФБК-ПРЕСС, 2005. – 272 с.

Любушин, Н.П. Анализ финансово-экономической деятельности предприятия / Н.П. Любушин, В.Б. Лещева, В.Г. Дьякова. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2002. – 470 с.

Миронов, М.Г. Финансовый менеджмент / М.Г. Миронов. – М.: ГроссМедиа, 2004. – 144 с.

Павлова, Л.Н. Финансовый менеджмент: учебник для вузов / Л.Н. Павлова. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2003. – 413 с.

Поляк, Г.Б. Финансовый менеджмент / Г.Б. Поляк. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – 527 с.

Ромашова, И.Б. Финансовый менеджмент: Основные темы. Деловые игры / И.Б. Ромашова. – М.: КНОРУС, 2006. – 336 с.

Савицкая, Г.В. Анализ хозяйственной деятельности предприятия / Г.В. Савицкая. – М.: ИНФРА-М, 2002. – 334 с.

Самсонов, Н.Ф. Финансовый менеджмент / Н.Ф. Самсонов. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – 415 с.

Стоянова, Е.С. Финансовый менеджмент / Е.С. Стоянова. – М.: Перспектива, 2005. – 656 с.

Финансовый менеджмент: учебное пособие. – М.: КНОРУС, 2006. – 336 с.

Финансы предприятий: учебное пособие. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2003. – 447 с.

Шеремет, А.Д. Методика финансового анализа предприятия / А.Д. Шеремет. – М.: Инфра-М, 2003. – 207 с.

# ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение .....	1
Тема 1. Финансовый менеджмент, его состав, структура и механизм функционирования .....	4
Тема 2. Управление оборотным капиталом .....	10
Тема 3. Источники финансирования деятельности предприятия. Цена и структура капитала .....	24
Тема 4. Принципы и технология операционного анализа.....	36
Тема 5. Управление заемного капитала.....	42
Тема 6. Управление денежными потоками .....	52
Тема 7. Бюджетирование (финансовое планирование и прогнозирования) .....	60
Список рекомендуемой литературы .....	74

---

Учебное издание

Байнарович Наталья Николаевна

## ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Учебное пособие

В авторской редакции  
Компьютерная верстка М.А. Портновой

Лицензия на издательскую деятельность ИД № 03816 от 22.01.2001

Подписано в печать .10.07. Формат 60×84/16.  
Бумага писчая. Печать офсетная. Усл. печ. л..  
Уч.-изд. л. Тираж экз. Заказ

---

Издательство Владивостокский государственный университет  
экономики и сервиса

690600, Владивосток, ул. Гоголя, 41  
Отпечатано в типографии ВГУЭС  
690600, Владивосток, ул. Державина, 57