

МАГИСТРАТУРА

**ФИНАНСОВАЯ ПОЛИТИКА И
ФИНАНСОВАЯ СТРАТЕГИЯ КОРПОРАЦИИ**

**УЧЕБНО-МЕТОДИЧЕСКОЕ ПОСОБИЕ
для студентов направления подготовки
38.04.08 «Финансы и кредит»
магистерская программа
«Корпоративные и государственные финансы»**

Ставрополь 2021

УДК
ББК
К

- Ф** Финансовая политика и финансовая стратегия корпорации: учебно-методическое пособие /Е.П. Томилина, Б.А. Доронин, И.И. Глотова, Л.В. Агаркова, Ю.Е. Клишина, Р.И. Сафиуллаева, О.Н. Углицких. – 3-е изд. – Ставрополь : АГРУС Ставропольского гос. аграрного ун-та , 2021. 176 с.

В учебно-методическом пособии изложены методические рекомендации для обучающихся направления 38.04.08 «Финансы и кредит» магистерская программа «Корпоративные и государственные финансы» по изучению дисциплины «Финансовая политика и финансовая стратегия корпорации»; раскрыто содержание тем; дано описание учебно-методического обеспечения дисциплины, изложен теоретический курс дисциплины в разрезе тем, приведен глоссарий основных терминов.

УДК
ББК
© Коллектив авторов, 2021

ОГЛАВЛЕНИЕ

1.Содержание дисциплины	4
2. Учебно-методическое обеспечение учебной дисциплины	8
2.1 Методические рекомендации по организации самостоятельной работы обучающихся	8
2.2. Вопросы к зачету	22
3. Теоретическая часть курса	26
Тема 1. Финансовая политика как форма реализации финансовой стратегии корпорации	26
Тема 2. Рыночная стоимость бизнеса как интегральная оценка успеха компании на рынке»	42
Тема 3. Содержание и основы формирования финансовой политики компании	65
Тема 4. Политика финансового обеспечения и финансирования предпринимательской деятельности	78
Тема 5. Политика управления доходами и расходами корпорации	104
Тема 6. Финансовая политика управления активами компании	119
Тема 7 «Финансовое прогнозирование в стратегии финансового управления»	134
Глоссарий	160
Список литературы	171

1. СОДЕРЖАНИЕ ДИСЦИПЛИНЫ

В современном меняющемся мире одним из действенных способов для организации остаться в бизнесе и укрепить свои конкурентные позиции является стратегический подход к формированию своего будущего. Этот подход касается всех позиций компании – положения в отрасли, производственной подсистемы, управления персоналом, технической политики, внутреннего потенциала и т.д. Одной из наиболее значимых позиций являются финансы. Финансовая стратегия призвана обеспечить финансовую возможность реализации корпоративной базовой стратегии, намеченных планов, она находит свое воплощение и детализируется в корпоративной финансовой политике.

Владение знаниями в этой области предоставит возможность финансистам грамотно подходить к вопросам корпоративного управления, обоснованно принимать финансовые решения, оценивать целесообразность и реальность планируемых мероприятий и программ. На это и нацелен учебный курс «Финансовая политика и финансовая стратегия корпорации».

Содержание тем дисциплины

Тема 1. «Финансовая политика как форма реализации финансовой стратегии корпорации»

Сущность и виды финансовой стратегии. Принципы разработки финансовой стратегии. Этапы разработки финансовой стратегии. Оценка стратегической финансовой позиции предприятия. Разработка стратегических финансовых целей компании. Постановка контрольных нормативов финансовой деятельности. Выбор финансовой стратегии. Сущность, цели, выбор финансовой политики. Методы управления реализацией стратегии в зависимости от характера изменений условий внешней финансовой среды. Контроль за реализацией стратегии.

Роль функциональных стратегий в разработке корпоративной стратегии. Содержание финансовой страте-

гии компании, соотношение между ее составляющими. Элементы финансовой стратегии.

Тема 2. «Рыночная стоимость бизнеса как интегральная оценка успеха компании на рынке»

Финансовые цели компаний в различных теориях (управленческих, агентских отношений, стоимостно-ориентированных концепций).

Концепция управления компанией, ориентированная на стоимость: сущность, факторы создания стоимости. Обоснование рыночной стоимости бизнеса как долгосрочной финансовой цели.

Показатели рыночной стоимости бизнеса.

Взаимосвязь инвестиционных и финансовых решений. Многообразие финансовых целей компании.

Основные финансовые рычаги наращивания стоимости.

Тема 3. «Содержание и основы формирования финансовой политики компании»

Принципы формирования финансовой политики. Классификация видов финансовой политики. Этапы формирования финансовой политики компании и их содержание. Факторы, влияющие на выбор и формирование финансовой стратегии компании.

Документы, отражающие финансовую стратегию и финансовую политику компании.

Типы финансовой политики (консервативная, агрессивная, умеренная), критерии отличия. Порядок определения и использования ключевых показателей, определяющих цели финансовой политики компании.

Тема 4. «Политика финансового обеспечения и финансирования предпринимательской деятельности».

Определение средневзвешенной стоимости и структуры капитала: текущая, оптимальная, целевая, предельная. Методы обоснования оптимальной структуры капитала, возможности практического применения. По-

нятие целевой структуры капитала и финансовой гибкости. Особенности консервативной, умеренной и агрессивной политики финансового обеспечения и финансирования деятельности компании, обоснование их выбора.

Политика управления собственными источниками финансирования. Политика управления привлечением заемных источников.

Взаимосвязь решений по структуре капитала и по распределению прибыли. Дивидендная политика как часть решений по финансированию бизнеса. Факторы, определяющие дивидендную политику в рамках корпоративной финансовой политики. Выкуп акций как вариант дивидендной политики.

Тема 5. «Политика управления доходами и расходами корпорации»

Политика управления расходами. Методы планирования текущих затрат в компании. Условия и допущения операционного анализа. Методы управления текущими затратами, в том числе методы операционного анализа.

Политика управления доходами компании. Методы управления доходами.

Управление операционной и чистой прибылью с использованием операционного, финансового и совокупного рычагов.

Инструменты стимулирования продаж в целях активизации притока денежных средств

Управление ценами, политика ценообразования, ценовая политика компании, их взаимосвязь.

Тема 6. «Финансовая политика управления активами компании»

Особенности финансирования внеоборотных операционных активов.

Анализ величины сомнительных долгов и создание необходимых резервов. Формы рефинансирования дебиторской задолженности.

Политика управления денежными активами компании: содержание, этапы.

Текущие финансовые потребности и особенности финансирования оборотных операционных активов.

Тема 7. «Финансовое прогнозирование в стратегии финансового управления»

Финансовое прогнозирование на предприятии: цели, задачи, методы. Виды финансовых прогнозов, их форматы. Роль финансового прогнозирования в реализации финансовой стратегии компании. Модели прогнозирования денежных потоков.

Факторы, влияющие на потребность во внешнем финансировании. Моделирование растущего бизнеса.

Содержание концепции сбалансированной системы показателей (Balanced Scorecard - BSC) и ключевых показателей результативности (Key performance indicators - KPI).

Формирование финансовых ограничений для принятия инвестиционных и операционных решений, проведение финансового анализа.

2. УЧЕБНО-МЕТОДИЧЕСКОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ УЧЕБНОЙ ДИСЦИПЛИНЫ

2.1. Методические рекомендации по организации самостоятельной работы обучающихся

Тема 1. «Финансовая политика как форма реализации финансовой стратегии корпорации»

Цель изучения темы - усвоение сущности финансовой политики корпорации, ее необходимости для построения эффективной системы управления финансами корпорации, роли финансовой политики корпорации в решении стратегических задач; принципов, этапов формирования, особенностей оценки и управления финансовой стратегией.

Задачи - рассмотреть существующие подходы к рассмотрению и решению проблем финансовых отношений и связей; сущность, цели, виды, технологию выбора и разработки финансовой политики. На основании работы с учебной и монографической литературой, Интернет-ресурсами изучить основных научных достижений в области разработки финансовой политики и функционирования финансового механизма компании.

Обучающийся должен знать

1. *До изучения темы* особенности организации финансов различных сфер деятельности; базовых формул и методик расчета и планирования финансово-экономических показателей с учетом отраслевой специфики;

2. После изучения темы

1) *Оценку стратегической финансовой позиции корпорации.*

2) *Алгоритм разработки стратегических финансовых целей компании.*

3) *Постановку контрольных нормативов финансовой деятельности.*

4) Методы управления реализацией стратегии в зависимости от характера изменений условий внешней финансовой среды.

5) Порядок осуществления контроля за реализацией стратегии.

Обучающийся должен владеть навыками выбора финансовой стратегии и финансовой политики, адекватной условиям хозяйственной деятельности компании, осуществлять финансовый контроль за реализацией финансовой стратегии.

Задания для самостоятельной внеаудиторной работы обучающихся теме 1.

1) Ознакомиться с теоретическим материалом по теме занятия с использованием конспектов лекций, рекомендуемой учебной литературой.

2) Ответить на вопросы для самоконтроля

2.1. Раскройте сущность процесса разработки финансовой стратегии.

2.2. Назовите основные принципы разработки финансовой стратегии.

2.3. Раскройте взаимосвязь между финансовой стратегией и финансовой политикой.

2.4. Как определяется вид финансовой стратегии? Финансовой политики?

2.5. С помощью каких показателей и параметров можно оценить эффективность разработанной финансовой стратегии?

2.6. Как определяется стратегическая финансовая позиция компании?

2.7. Что такое финансовая философия и стратегические финансовые цели компании?

2.8. Назовите стратегические цели финансовой политики.

2.9. Что представляет собой процесс разработки основных направлений финансовой политики?

2.10. Дайте характеристику методов управления реализацией финансовой стратегии в зависимости от

характера изменений условий внешней финансовой среды.

3) На основании работы с учебной и монографической литературой, Интернет-ресурсами подготовить презентацию для участия в дискуссии доклад по одной из тем:

3.1. Роль функциональных стратегий в разработке корпоративной стратегии.

3.2. Финансовая стратегия компании – генеральное направление финансового развития.

3.3. Содержание финансовой стратегии компании, соотношение между ее составляющими.

3.4. Характеристика финансовых стратегий.

3.5. Механизм выбора финансовой стратегии в зависимости от оценки стратегической финансовой позиции предприятия.

3.6. Финансовая философия и стратегические финансовые цели компании.

3.7. Методы управления реализацией финансовой стратегии в зависимости от характера изменений условий внешней финансовой среды.

Тема 2. «Рыночная стоимость бизнеса как интегральная оценка успеха компании на рынке»

Цель изучения темы - приобретение практических навыков применения концепции управления компанией, ориентированной на стоимость.

Задачи - рассмотреть существующие сущность, факторы создания стоимости компании. На основании работы с учебной и монографической литературой, Интернет-ресурсами изучить порядок определения рыночной стоимости бизнеса как долгосрочной финансовой цели.

Обучающийся должен знать

1. *До изучения темы* теории структуры капитала, методические основы ценообразования различных источников финансирования деятельности компании.

2. *После изучения темы*

- 1) Обоснование рыночной стоимости бизнеса как долгосрочной финансовой цели.
- 2) Показатели рыночной стоимости бизнеса.
- 3) Взаимосвязь инвестиционных и финансовых решений.

Обучающийся должен владеть использовать методы операционного анализа в управлении финансами компании.

Задания для самостоятельной внеаудиторной работы обучающихся по теме 2.

1) Ознакомиться с теоретическим материалом по теме занятия с использованием конспектов лекций, рекомендуемой учебной литературой.

2) Ответить на вопросы для самоконтроля

2.1. Финансовые цели компаний в различных теориях: управленческих, агентских отношений, стоимостно-ориентированных концепций.

2.2. Концепция управления компанией, ориентированная на стоимость: сущность, факторы создания стоимости.

2.3. Обоснование рыночной стоимости бизнеса как долгосрочной финансовой цели.

2.4. Показатели рыночной стоимости бизнеса.

2.5. Взаимосвязь инвестиционных и финансовых решений.

3) На основании работы с учебной и монографической литературой, Интернет-ресурсами подготовить реферат по одной из тем:

3.1 Обоснование рыночной стоимости бизнеса как долгосрочной финансовой цели.

3.2 Финансовые стратегии и источники финансирования деятельности компании на стадии жизненного цикла «Рождение».

3.3 Финансовые стратегии и источники финансирования деятельности компании на стадии жизненного цикла «Детство».

3.4 Финансовые стратегии и источники финансирования деятельности компании на стадии жизненного цикла «Юность».

3.5 Финансовые стратегии и источники финансирования деятельности компании на стадии жизненного цикла «Зрелость».

3.6 Финансовые стратегии и источники финансирования деятельности компании на стадии жизненного цикла «Старение».

Тема 3 «Содержание и основы формирования финансовой политики компании»

Цель изучения темы - изучение методического инструментария разработки и реализации корпоративной финансовой политики.

Задачи - рассмотреть порядок формирования финансовой политики компании; научиться разрабатывать конкретные эффективные направления финансовой политики корпорации

Обучающийся должен знать

1. До изучения темы основы финансового менеджмента, методы операционного анализа в управлении финансами компании.

2. После изучения темы

1) Документы, отражающие финансовую стратегию и финансовую политику компании.

2) Принципы формирования финансовой политики. Классификация видов финансовой политики.

3) Типы финансовой политики (консервативная, агрессивная, умеренная), критерии отличия.

Обучающийся должен навыком выбора финансовой стратегии и финансовой политики, адекватной условиям хозяйственной деятельности компании

Задания для самостоятельной внеаудиторной работы обучающихся по теме 3.

1) Ознакомиться с теоретическим материалом по теме занятия с использованием конспектов лекций, рекомендуемой учебной литературой.

2) Ответить на вопросы для самоконтроля

2.1. Какова сущность, задачи и принципы формирования финансовой политики компании?

2.2. Назовите этапы формирования финансовой политики корпорации и раскройте их содержание.

2.3. Охарактеризуйте факторы, влияющие на выбор и формирование финансовой стратегии компании.

2.4. Назовите документы, отражающие финансовую стратегию и финансовую политику компании.

2.5. Охарактеризуйте консервативную финансовую политику.

2.6. Охарактеризуйте агрессивную финансовую политику.

2.7. Охарактеризуйте умеренную финансовую политику.

3) На основании работы с учебной и монографической литературой, теоретическим лекционным материалом подготовиться к устному опросу по следующим вопросам:

3.1 Факторы, влияющие на выбор и формирование финансовой стратегии компании.

3.2 Формы документов, отражающие финансовую стратегию и финансовую политику компании.

3.3 Ключевые показатели результативности финансовой стратегии компании в концепциях стратегического управления.

3.4 Порядок использования ключевых показателей результативности по данным бухгалтерской (финансовой) отчетности в стандартах РСБУ, МСФО, ГААП.

3.5 Принципы формирования финансовой политики.

3.6 Классификация видов финансовой политики критериям: объект управления; временной горизонт; среда организации; стадия жизненного цикла.

3.7 Типы финансовой политики (консервативная, агрессивная, умеренная), критерии отличия.

3.8 Этапы формирования финансовой политики компании и их содержание.

Тема 4 «Политика финансового обеспечения и финансирования предпринимательской деятельности»

Цель изучения темы - изучение элементов политики финансового обеспечения и финансирования предпринимательской деятельности.

Задачи - рассмотреть принципы формирования оборотных активов организации, основы управления собственным оборотным капиталом, определение потребности в оборотных активах, вопросы финансового обеспечения текущей деятельности.

Обучающийся должен знать

1. До изучения темы типы финансовой политики, адекватной условиям хозяйственной деятельности компании

2. После изучения темы

1. Политика управления собственными источниками финансирования.

2. Политика управления привлечением заемных источников.

3. Взаимосвязь решений по структуре капитала и по распределению прибыли.

4. Дивидендная политика как часть решений по финансированию бизнеса.

Обучающийся должен уметь обосновывать выбор финансовых инструментов в реализации стратегии и финансовой политики компании; формировать оптимальную структуру источников финансового обеспечения и финансирования предпринимательской деятельности.

Задания для самостоятельной внеаудиторной работы обучающихся по теме 4.

1) Ознакомиться с теоретическим материалом по теме занятия с использованием конспектов лекций, рекомендуемой учебной литературой.

2) Ответить на вопросы для самоконтроля

2.1. Опишите кругооборот оборотных средств.

2.2. Что такое норма, норматив оборотных средств? Как они рассчитываются?

2.3. Какие виды управления текущими активами и пассивами Вы знаете?

2.4. Назовите этапы управления оборотными средствами.

2.5. Опишите основные черты эффективного менеджмента.

2.6. Опишите методы эффективного управления запасами.

2.7. В чем заключается метод ABC?

2.8. Приведите меры повышения эффективности управления НЗП.

3) На основании работы с учебной и монографической литературой, Интернет-ресурсами подготовить презентацию для участия в дискуссии по одной из тем:

3.1. Методы обоснования оптимальной структуры капитала, возможности практического применения.

3.2. Понятие целевой структуры капитала и финансовой гибкости.

3.3. Использование решений по выплате дивидендов в компании для сигнализации финансовым рынкам.

3.4. Возможности менеджера для увеличения совокупных доходов акционеров за счет держателей облигаций компании.

3.5. Использование компанией решений по структуре капитала для сигнализации финансовым рынкам.

3.6. Отложенные налоговые обязательства в структуре капитала компании.

3.7. Факторы, определяющие дивидендную политику в рамках корпоративной финансовой политики.

4) Повторить теоретический материал по 1-4 темам с использованием конспектов лекций, для подготовке к контрольной работе.

Тема 5. «Политика управления доходами и расходами корпорации»

Цель изучения темы - изучение состава доходов и расходов компании, изучение основного источника доходов – выручки от продаж, вопросов управления затратами и финансовыми результатами.

Задачи - изучить политику управления расходами, методы планирования текущих затрат в компании, принципы политики управления доходами компании, политику ценообразования

Обучающийся должен знать

1. До изучения темы формировать оптимальную структуру источников финансового обеспечения и финансирования предпринимательской деятельности.

2. После изучения темы

1) Управление продажами.
2) Состав и направления расходов страховой компании.

3) Расчет и формирование страховых резервов.

Обучающийся должен уметь обосновывать выбор финансовых инструментов в реализации стратегии и финансовой политики компании; обосновывать модель ценовой политики корпорации.

Задания для самостоятельной внеаудиторной работы обучающихся по теме 5.

1) Ознакомиться с теоретическим материалом по теме занятия с использованием конспектов лекций, рекомендуемой учебной литературой.

2) Ответить на вопросы для самоконтроля

2.1. Охарактеризуйте политику управления расходами.

2.2. Назовите методы планирования текущих затрат в компании.

2.3. В чем особенности политики управления доходами компании.

2.4. Назовите методы управления доходами.

2.5. Характеризуйте порядок управления ценами и этапы разработки ценовой политики компании.

2.6. В чем проявляется взаимосвязь управления ценами и политики ценообразования.

3) На основании работы с учебной и монографической литературой, Интернет-ресурсами подготовить доклад по одной из тем:

3.1. Тендер как способ оптимизации затрат в компании: а) выступающей в роли заказчика; б) выступающей в роли участника.

3.2. Технология и документальное оформление предоставления компанией скидок (премий) покупателям в целях стимулирования продаж.

3.3. Налоговые последствия для компаний (по налогу на прибыль и НДС) при использовании скидок в целях стимулирования продаж.

3.4. Налоговые последствия для компаний (по налогу на прибыль и НДС) при использовании премий покупателям в целях стимулирования продаж.

3.5. Акция «SALE 60-90%» глазами финансиста.

Тема 6. «Финансовая политика управления активами компании»

Цель изучения темы - изучение содержания политики управления внеоборотными активами, политики управления оборотными операционными активами.

Задачи - рассмотреть особенности финансирования внеоборотных и оборотных активов. На основании работы с учебной и монографической литературой, Интернет-ресурсами изучить содержание, принципы, основные направления амортизационной политики и политики формирования оборотных операционных активов.

Обучающийся должен знать

1. До изучения темы источники, формы и методы финансового обеспечения и финансирования деятель-

ности компании; подходы к максимизации финансовых результатов деятельности компании с учетом фактора неопределенности;

2. После изучения темы

1. Содержание политики и основные этапы управления внеоборотными активами.

2. Порядок разработки амортизационной политика компании.

3. Политики управления материальными запасами, дебиторской задолженностью.

4. Типы кредитной политики.

Обучающийся должен уметь обосновывать выбор финансовых инструментов в реализации стратегии и финансовой политики компании; использовать методы операционного анализа в управлении финансами компании.

Задания для самостоятельной внеаудиторной работы обучающихся по теме 6.

1) Ознакомиться с теоретическим материалом по теме занятия с использованием конспектов лекций, рекомендуемой учебной литературой.

2) Ответить на вопросы для самоконтроля

2.1. Приведите классификацию внеоборотных активов.

2.2. Каковы этапы политики управления внеоборотными активами?

2.3. Приведите показатели оценки состояния основных фондов.

2.4. Назовите и раскройте сущность методов оценки основных средств.

2.5. Назовите и раскройте сущность методов амортизационных начислений.

2.6. Назовите виды лизинга.

2.7. Назовите преимущества и недостатки лизинга.

2.8. Как определить эффективность приобретения основных средств за счет собственного капитала, банковского кредита и лизинга?

2.9. Дайте краткую характеристику основным способам краткосрочного кредитования.

2.10. Раскройте механизм расчета цены платного торгового кредита.

2.11. Приведите классификации банковских кредитов.

2.12. Как определить номинальную сумму кредита и эффективную годовую ставку кредитования при получении банковской ссуды под простой процент в сочетании с компенсационным остатком?

2.13. Как определить номинальную сумму кредита и эффективную годовую ставку кредитования при получении банковской ссуды под дисконтный процент в сочетании с компенсационным остатком?

2.14. Как определить эффективную годовую ставку кредитования при получении банковской ссуды под добавленный процент?

2.15. Каким образом можно осуществлять контроль состояния дебиторской задолженности?

2.16. Что такое стандарты кредитоспособности? Как определить кредитоспособность дебитора?

2.17. Назовите инструменты политики сбора платежей.

2.18. Опишите методику проведения приростного анализа эффективности смены кредитной политики.

3) На основании работы с учебной и монографической литературой, теоретическим лекционным материалом подготовиться к устному опросу по следующим вопросам:

3.1. Методы планирования текущих затрат в компании.

3.2. Использование метода операционного анализа.

3.3. Методы управления доходами и расходами.

3.4. Управление прибылью с использованием операционного, финансового и совокупного рычагов.

3.5. Политика ценообразования, ценовая политика компании, их взаимосвязь.

3.6. Оценка рыночных условий и выбор модели ценовой политики.

3.7. Инструменты стимулирования продаж в целях активизации притока денежных средств.

Тема 7 «Финансовое прогнозирование в стратегии финансового управления»

Цель изучения темы - изучение роли финансового прогнозирования в реализации финансовой стратегия компании; моделей прогнозирования денежных потоков и моделирования растущего бизнеса.

Задачи - рассмотреть миссию и сущность оперативного и стратегического планирования. На основании работы с учебной и монографической литературой, Интернет-ресурсами изучить содержание концепции сбалансированной системы показателей.

Обучающийся должен знать

1. До изучения темы современные методы и технологии финансового планирования.

2. После изучения темы

1) Виды финансовых прогнозов, их форматы.
2) Роль финансового прогнозирования в реализации финансовой стратегия компании.

3) Модели прогнозирования денежных потоков.

4) Факторы, влияющие на потребность во внешнем финансировании. Моделирование растущего бизнеса.

5) Содержание концепции сбалансированной системы показателей

Обучающийся должен владеть навыками разработки финансовых прогнозов компании и системы контроля их исполнения

Задания для самостоятельной внеаудиторной работы обучающихся по теме 7.

1) Ознакомиться с теоретическим материалом по теме занятия с использованием конспектов лекций, рекомендуемой учебной литературой.

2) Ответить на вопросы для самоконтроля

2.1. Как взаимосвязаны стратегическое, оперативное и финансовое планирование?

2.2. В чем состоит существенное отличие между реактивным, инактивным, преактивным и интерактивным планированием?

2.3. В чем заключается такой метод финансового планирования, как метод баланса денежных расходов и поступлений?

2.4. Раскройте сущность метода процента от продаж.

2.5. Раскройте содержание и сущность этапов метода прогноза объемов реализации.

2.6. Что такое точка безубыточности, и как она определяется?

2.7. В чем заключается эффект операционного рычага?

2.8. Как рассчитать период обращения денежных средств?

2.9. Опишите современный процесс бюджетирования: сущность и этапы.

2.10. Назовите виды бюджетов, составляемых на предприятии.

3) На основании работы с учебной и монографической литературой, Интернет-ресурсами подготовить презентацию для участия в дискуссии доклад по одной из тем:

3.1. Анализ внутренней и внешней среды - неотъемлемый элемент оперативного планирования (SWOT-, PEST-, SPACE-, STEP-анализов, профиля среды).

3.2. Факторы, влияющие на потребность во внешнем финансировании.

3.3. Ключевые финансовые показатели (KPI), используемые в финансовой стратегии «Формирование финансовых ресурсов».

3.4. Ключевые финансовые показатели (KPI), используемые в финансовой стратегии «Повышение эффективности управления финансовыми ресурсами и денежными потоками».

3.5. Ключевые финансовые показатели (KPI), используемые в финансовой стратегии «Обеспечение финансовой безопасности».

2.2 Вопросы к зачету

1. Финансовая политика компании: понятие, цели, задачи и принципы формирования.

2. Основные направления реализации финансовой политики компании.

3. Типы финансовой политики компании и их характеристика.

4. Концепции стратегического управления и финансовые цели компании.

5. Управление стоимостью в стратегическом финансовом менеджменте.

6. Финансовые стратегии: сущность, виды, особенности.

7. Место и роль финансовой стратегии в корпоративной стратегии компании

8. Принципы и этапы формирования финансовой стратегии компании

9. Содержание и основные направления разработки финансовой стратегии компании

10. Финансовые решения на разных этапах жизненного цикла компании

11. Основные стратегические финансовые цели компании

12. Концепция управления стоимостью (VBM) и ее элементы

13. Основные стоимостные показатели компании

14. Целевые стратегические финансовые показатели компании

15. Характеристика базовых концепций и моделей современной теории корпоративных финансов.

16. Риск и доходность как факторы формирования финансовой стратегии компании.

17. Порядок расчета свободного денежного потока (FCF) и его использование для определения стоимости компании

18. Показатели оценки эффективности дивидендной политики компании

19. Методика расчета и экономический смысл показателя экономической добавленной стоимости (EVA)

20. Сущность стоимостных подходов в управлении финансами.

21. Основные подходы к выбору источника финансирования деятельности компании.

22. Управление собственными источниками финансирования деятельности компании.

23. Управление заемными источниками финансирования деятельности компании.

24. Сущность и виды дивидендной политики компании, возможности ее выбора.

25. Дивидендная политика и рыночная стоимость компании.

26. Цена и стоимость капитала. Факторы, влияющие на среднюю стоимость капитала.

27. Определение цены собственного капитала.

28. Определение цены заемного капитала.

29. Оптимизация структуры капитала по различным критериям.

30. Воздействие структуры капитала на рыночную стоимость компании.

31. Целевая структура капитала и ее определение.

32. Значение и приемы планирования затрат в современных условиях.

33. Использование инструментов операционного анализа в управлении прибылью компании.

34. Операционный леввередж: сущность, порядок определения и использования в операционном анализе.

35. Совокупный риск компании: источники, способ определения, пути снижения.

36. Оценка рыночных условий и выбор модели ценовой политики компании.

37. Роль ассортиментной политики компании в построении ее ценовой стратегии.

38. Особенности управления оборотными и внеоборотными активами компании.

39. Оборачиваемость активов и ее воздействие на финансовые результаты.

40. Циклы оборота средств организации, пути оптимизации длительности производственного, операционного и финансового циклов.

41. Эффективное управление запасами как фактор роста прибыли.

42. Порядок определения размера скидок на реализуемую продукцию, оценка их эффективности.

43. Кредитная политика компании, ее влияние на величину оборотных активов.

44. Основные формы рефинансирования дебиторской задолженности.

45. Виды денежных активов и показатели эффективности их использования.

46. Методы оптимизации остатка денежных активов.

47. Планирование потребности и выбор источников финансирования оборотных активов.

48. Оборотный капитал: сущность, порядок формирования, направления использования.

49. Управление кредиторской задолженностью как источником финансирования активов компании.

50. Принципиальные подходы к финансовому обеспечению и финансированию оборотных активов.

51. Внеоборотные активы: виды, особенности финансового обеспечения и финансирования.

52. Нематериальные активы в обеспечении конкурентных преимуществ, порядок их финансирования.

53. Финансовая политика управления операционными затратами.

54. Финансовая политика управления доходами и расходами в компании.

55. Методы финансового прогнозирования данных

финансовой отчетности.

56. Методы финансового прогнозирования движения денежных средств.

57. Моделирование устойчивого роста компании: определяющие факторы, методы расчета.

58. Выкуп и дробление акций. Информационное содержание дивидендов.

59. Влияние структуры капитала на стоимость и риски корпорации.

60. Дивидендная политика и стоимость корпорации.

61. Концепция рычагов, их взаимосвязь с риском компании

62. Основные подходы к выбору источника финансирования деятельности компании

63. Формы финансирования деятельности компании и их характеристика

64. Показатели, анализируемые при принятии решения об использовании заемного капитала

65. Политика финансового обеспечения и финансирования: сущность, принципы.

66. Взвешивание: целевое, первоначальное, предельное при определении стоимости капитала.

67. Теории структуры капитала и их использование при формировании финансовой стратегии и финансовой политики компании.

68. Содержание стоимостно-ориентированных концепций управления, использование в управлении корпоративными финансами. Основные стоимостные показатели.

69. Концепция сбалансированной системы показателей (BSC) и ключевых показателей результативности (KPI): содержание, использование в управлении корпоративными финансами.

70. Концепции устойчивого роста компании и его финансового обеспечения: содержание, использование в управлении корпоративными финансами.

ТЕОРЕТИЧЕСКАЯ ЧАСТЬ КУРСА

ТЕМА 1. ФИНАНСОВАЯ ПОЛИТИКА КАК ФОРМА РЕАЛИЗАЦИИ ФИНАНСОВОЙ СТРАТЕГИИ КОРПОРАЦИИ

1.1 Сущность, принципы разработки и виды финансовой стратегии

Финансовая стратегия компании – это генеральное направление финансового развития, касающееся всех важнейших аспектов финансовой деятельности и финансовых отношений, реализуемое путем разработки долгосрочных финансовых целей, определения наиболее эффективных способов их достижения, адаптивной корректировки направлений образования и использования финансовых ресурсов в условиях изменения внутренней и внешней среды.

Рассматриваемая стратегия является одной из функциональных стратегий, которая наряду с производственной, маркетинговой, экологической, инновационной обеспечивает реализацию общей стратегии развития компании. Она предоставляет возможность менеджменту сформировать необходимые денежные ресурсы для реализации базовой стратегии и оптимально их распределить для достижения стратегических целей.

Разработка финансовой стратегии – процесс формализованный, так как иначе будут нарушены основы сбалансированности, синхронности и поступательной реализации стратегических намерений. Эта формализация, в частности, выражается в формировании принципов разработки финансовой стратегии.

1. *Представление компании в качестве открытой производственно-хозяйственной и социально-экономической системы, способной к саморазвитию.* Данный принцип позволяет предприятию, функционирующему в рыночной экономике, адаптироваться к изменениям внешней среды, иначе оно не могло бы не

только эффективно саморазвиваться и стремиться к самосовершенствованию, но и просто выжить.

2. *Определение стратегии развития корпорации в качестве исходного пункта разработки финансовой стратегии.* Как уже отмечалось, финансовая стратегия является производной от стратегии развития предприятия. Она предоставляет финансовое обеспечение планируемых мероприятий по совершенствованию деятельности компании. Но эти две стратегические категории обоюдно подчинены друг другу, так как в случае отсутствия в организации необходимых средств и невозможности их привлечь в необходимом объеме или по приемлемой цене с рынка капитала, она будет вынуждена корректировать и базовую стратегию. В современных стратегиях зачастую выделяют три вида базовых стратегий: ускоренного, ограниченного роста и сокращения.

3. *Заложение базовых аспектов стратегического менеджмента в основу формирования финансовой стратегии.* Основой финансовой стратегии выступает подход, ориентированный на разработку стратегических направлений финансовой деятельности, гарантирующий компании достижение желаемого состояния без учета прошлых тенденций и настоящего уровня ее развития.

Приоритет отдается только будущим изменениям. В процессе финансового менеджмента происходит разработка стратегических финансовых целей и их реализация с необходимой корректировкой в случае внешних или внутренних изменений.

4. *Выделение приоритетных зон финансового стратегического развития.* Выделение в финансовой системе корпорации отдельных зон, которые в стратегической перспективе необходимо дифференцированно развивать, совершенствовать, позволяет эффективно распределить силы и дефицитные ресурсы компании. В качестве таких зон можно выделить стратегии:

– формирования структуры и цены капитала – основное направление – поиск и создание оптимальной структуры

капитала компании в соответствии с ценовым спектром привлечения ресурсов;

– сбалансированного размещения средств в активы компании. Параметры стратегического набора этой зоны должны быть направлены на определение целесообразного и эффективного пути размещения ресурсов компании в развитие производственной, маркетинговой и финансовой деятельности и на реализацию намеченного пути. Эта зона должна рассматриваться в двух разрезах – текущем и стратегическом;

– финансового равновесия компании. Цели этой зоны направлены на поддержание приемлемого уровня финансовых коэффициентов, обеспечивающих финансовую устойчивость компании;

– инвестиционных вложений. В основе этой зоны лежит поиск оптимального размещения инвестиционных ресурсов компании, предполагающий долгосрочные вложения с целью развития бизнеса;

– задолженности предприятия. Задачи и стратегические решения в этой зоне направлены на анализ и повышение эффективности использования дебиторской и кредиторской задолженности компании.

Возможно и иное выделение приоритетных зон стратегического развития в зависимости от целей исследования.

5. *Адаптивность финансовой стратегии* предполагает возможность маневренности капитала при наступлении как благоприятных, так и опасных изменений во внешней среде. При этом компании необходимо найти компромиссное решение между ликвидностью и доходностью вложений, так как высокая маневренность капитала влечет понижение прибыльности.

6. *Наличие многовариантности стратегического финансового поведения* предполагает поиск большого числа возможных вариантов финансовой стратегии, финансовой политики, стратегических финансовых целей, финансовых решений. В дальнейшем производится критериальный отбор наиболее подходящих вариантов,

взаимоувязка их в единую стратегию, которая принимается к реализации. Наличие значительного количества вариантов обеспечивает нахождение оптимального пути стратегического поведения.

7. Согласование финансовой стратегии и целей технологического развития продукции.

В основах финансовой стратегии должны быть заложены принципы постоянного совершенствования продукции, изготавливаемой на предприятии, что обретает жизненную важность в условиях конкурентной борьбы на рынке.

8. Использование параметра риска в процессе оценки эффективности принятия финансовых решений. В процессе выбора приемлемого варианта решения среди альтернатив менеджеры должны обязательно сопоставить доход с риском, который организация примет на себя в результате реализации этого решения, так как высокий риск может непоправимо отразиться на финансовой безопасности компании. В результате этого возникнет ситуация, когда от некоторых очень прибыльных альтернатив придется отказаться для сохранения финансовой устойчивости.

9. Наличие необходимого трудового потенциала (финансовых менеджеров) и организационной культуры для реализации разработанной финансовой стратегии. Если финансовые менеджеры не владеют необходимыми теоретическими и практическими знаниями, методическим инструментарием, механизмами управления отдельными стратегическими финансовыми зонами и в компании отсутствует соответствующий уровень организационной культуры, то реализация стратегии, насколько бы она не была высокопрофессионально разработана, ставится под угрозу.

На основе представленных принципов в теории стратегического менеджмента выделяют три вида финансовой стратегии согласно трем базовым корпоративным стратегиям: агрессивная, умеренная и консервативная (табл. 1.1).

Таблица 1.1 - Характеристика финансовых стратегий

Виды корпоративных стратегий развития	Виды финансовых стратегий	Характеристика финансовых стратегий	Приоритетные зоны финансового стратегического развития
Ускоренный рост	Агрессивная	Призвана поддерживать высокие темпы роста производственной деятельности. Возникает потребность в значительном объеме средств для обеспечения увеличения основных и оборотных средств	Зона формирования структуры и цены капитала, зона формирования дебиторской задолженности, зона инвестиционных вложений
Ограниченный рост	Умеренная	Ориентирована на уравновешивание двух приоритетов - ограниченного роста производственной деятельности и требуемой финансовой устойчивости компании. Возникает необходимость во взвешенном подходе к распределению средств компании на текущие и стратегические нужды	Зона сбалансированного размещения средств в активы, зона формирования кредиторской задолженности
Сокращение	Оборонительная	Направлена на поддержание финансовой безопасности компании при выходе ее из кризисного состояния, обуславливающего сокращение объемов производства и продаж. Целью становится приобретение устойчивого положения в процессе формирования и использования денежных фондов	Зона финансового равновесия, зона формирования кредиторской и дебиторской задолженности

1.2 Этапы разработки финансовой стратегии

Разработка финансовой стратегии – это сложный процесс, который состоит из нескольких этапов:

1. Оценка внутренней и внешней среды. Оценка стратегической финансовой позиции корпорации.

2. Разработка стратегических целей компании.
3. Определение контрольных нормативов финансовой деятельности.
4. Выбор финансовой стратегии.
5. Выбор финансовой политики.
6. Анализ и оценка эффективности принятой финансовой стратегии.
7. Обеспечение реализации финансовой стратегии.
8. Проведение контроля за реализацией стратегии.

Оценка внутренней и внешней среды. Оценка стратегической финансовой позиции корпорации. Разработка финансовой стратегии начинается с анализа внутренней и внешней среды компании, которые проводятся с помощью SWOT-, PEST-, SNW-, SPASE-анализов, профиля среды, метода 5x5, экспертного, сценарного анализов, а также анализа финансовой отчетности. Эти методы касаются внутренней и внешней среды не всего предприятия, а финансовой сферы его деятельности.

Так, в качестве внутренней среды выступает внутренняя финансовая среда компании, а в качестве внешней – внешняя финансовая среда прямого (микросреда) и косвенного (макросреда) влияния.

Представим для примера применение модели PEST-анализа в оценке влияния на компанию финансовой макросреды (табл. 1.2).

Следует остановиться на заключительном этапе проведения SWOT-анализа, так как здесь есть некоторые особенности. Необходимо отметить, что внутренняя среда здесь оценивается по основным элементам, составляющим зоны финансового стратегического развития. Особенность же SWOT-анализа заключается в составлении итоговой матрицы взаимосвязей между факторами внутренней и внешней финансовой среды (табл. 1.3).

В зависимости от того, в каком квадранте сосредоточены основные стратегически важные комбинации, производится выбор наиболее приемлемой финансовой стратегии.

**Таблица 1.2 - Модель PEST-анализа влияния на
компанию финансовой макросреды**

<i>Политика (P)</i>	<i>Экономика (E)</i>
Государственная финансовая политика	Темпы экономического развития в стране
Формы и методы государственного регулирования финансового рынка, финансовой деятельности компании, денежного обращения в стране	Соотношение параметров накопления и потребления используемого национального дохода
Политика привлечения и защиты иностранных инвестиций	Темпы инфляции
Стандарты финансовой отчетности корпораций	Система налогообложения
Политика государственной поддержки отдельных отраслей и сфер деятельности	Скорость денежного обращения
Сценарий № 1: политика	Сценарий № 1: экономика
Сценарий № 2: политика	Сценарий № 2: экономика
<i>Социум (S)</i>	<i>Технология (T)</i>
Образовательный и культурный уровень трудоспособного населения	Инновации в сфере технических средств управления
Уровень подготовки специалистов в области финансовой деятельности	Финансовые технологии, методология и инструменты
Отношение населения к проводимым рыночным реформам	Программное обеспечение финансовой деятельности в производственных и финансовых организациях
.....
Сценарий № 1: социум	Сценарий № 1: технология
Сценарий № 2: социум	Сценарий № 2: технология

Комплексная оценка стратегической финансовой позиции предприятия соединяет воедино результаты всех названных методов анализа внутренней и внешней среды и предоставляет возможность увидеть истинное финансовое состояние компании, определить перспективы финансового развития, поставить стратегические финансовые цели и произвести выбор оптимальной финансовой стратегии.

Комплексная оценка стратегической финансовой позиции предприятия позволяет:

- выявить особенности, нетрадиционные черты финансовой деятельности;
- провести анализ итоговых результатов деятельности;

- выявить сильные и слабые стороны управления финансовой деятельностью;
- установить возможности и угрозы перспективного развития;
- объективно оценить финансовое положение компании в настоящий момент;
- собрать информационный материал для разработки стратегических финансовых целей.

Таблица 1.3 - Матрица взаимосвязей между факторами внутренней и внешней финансовой среды компании

		Позиция внутренней финансовой среды		
		Сильная	Нейтральная	Слабая
Влияние внешней финансовой среды	Возможности	Квадрант «Сила и возможности»	Квадрант «Стабильность и возможности»	Квадрант «Слабость и возможности»
	Угрозы	Квадрант «Сила и угрозы»	Квадрант «Стабильность и угрозы»	Квадрант «Слабость и угрозы»

Здесь происходит переход ко второму этапу разработки финансовой стратегии – **разработке стратегических финансовых целей компании.**

Стратегические цели финансовой деятельности – это желаемая конечная стратегическая финансовая позиция компании, позволяющая направлять финансовую деятельность в долгосрочной перспективе и оценивать ее результаты.

Стратегические цели финансовой деятельности можно классифицировать по многим признакам (табл. 1.4).

Первоначально при разработке стратегических финансовых целей в компании происходит формирование **финансовая философия** – основополагающие принципы осуществления финансовой деятельности, ценностей и убеждений, в соответствии с которыми организуется процесс финансового развития.

**Таблица 1.4 - Классификации стратегических целей
финансовой деятельности компании**

Критерии	Виды целей
Содержание	Экономические и неэкономические
Измеримость	Количественные, качественные
Повторяемость	Постоянные, разовые
Период установления	Стратегические, тактические, оперативные
Иерархия	Цели организации, структурных подразделений, отдельных функциональных направлений
По приоритетным зонам финансового стратегического развития	Цели роста потенциала формирования структуры капитала и минимизации его цены, цели достижения сбалансированного размещения средств в активы и достижения финансового равновесия, цели повышения эффективности инвестиционных вложений, цели оптимизации задолженности компании
Конкретизация	Неоперациональные, операциональные
Среда	Внутренние, внешние
Приоритетность	Главная стратегическая цель, основные и вспомогательные стратегические цели
Направленность действия	Цели, поддерживающие тенденции развития, направленные на преодоление внешних угроз и слабых внутренних позиций
Уровень	Общие, специфические
Стадия жизненного цикла	Проектирование и создание объекта, рост, зрелость, завершение

В дальнейшем необходимо определить объективные ограничения для разрабатываемых целей: объем имеющихся финансовых ресурсов и средств, которые может привлечь компания; размер фирмы и т.п. Далее происходит постановка главной финансовой цели, такой как рост рыночной стоимости предприятия, рост курса акций и т.д. Формируется набор стратегических целей, выполнение которых позволит достичь эту цель. Все разработанные цели должны взаимосвязаться в «дерево целей» с соблюдением принципов развертываемости, сопоставимости и относительной важности. Также следует проверить их синхронность по времени и взаимную согласованность.

«Дерево целей» может быть составлено в разрезе приоритетных зон финансового стратегического развития.

Определение контрольных нормативов финансовой деятельности. На данном этапе все цели, входящие в «дерево», должны быть выражены в количественных параметрах – объеме, сумме, темпах изменения, структурных пропорциях, сроках реализации и т.д. Иначе их можно будет назвать недостижимыми. Следует

дополнительно проверить взаимосогласованность и непротиворечивость после такого уточнения. Этот этап позволяет в дальнейшем легко определить уровень достижения поставленных целей и установить в зависимости от этого размер премиального вознаграждения сотрудников, выполняющих соответствующие работы.

Выбор финансовой стратегии основывается: на виде корпоративной стратегии; на оценке стратегической финансовой позиции предприятия; на других факторах (стадиях жизненного цикла компании, уровне организационной культуры финансового менеджмента и т.п.).

Модель стратегической финансовой позиции предприятия учитывается при выборе финансовой стратегии, так как не каждая может поддерживать выбранную корпоративную стратегию развития и, следовательно, финансовую. Например, финансовая позиция компании в квадранте «Стабильность и угрозы» вступает в противоречие с выбранной стратегией ускоренного роста и агрессивной финансовой стратегией. Может наблюдаться и обратное, когда внутренние возможности компании могут быть не в полной мере реализованы, если, например, она находится в квадранте «Стабильность и возможности» и выбраны стратегии сокращения и оборонительная финансовая (табл. 1.5).

Таблица 1.5 - Механизм выбора финансовой стратегии в зависимости от оценки стратегической финансовой позиции корпорации

Квадрант	Приемлемая стратегия	
	Финансовая	Корпоративная
«Сила и возможности»	Агрессивная	Ускоренный рост
«Стабильность и возможности»	Агрессивная или умеренная в зависимости от степени возможностей	Ускоренный или ограниченный рост
«Слабость и возможности»	Оборонительная	Сокращение
«Сила и угрозы»	Агрессивная или умеренная в зависимости от степени угроз	Ускоренный или ограниченный рост
«Стабильность и угрозы»	Умеренная	Ограниченный рост
«Слабость и угрозы»	Оборонительная	Сокращение

1.3 Определение и механизм разработки финансовой политики

Пятый этап процесса разработки финансовой стратегии – **выбор финансовой политики**.

Финансовая политика – это форма реализации финансовой философии и финансовой стратегии компании в разрезе приоритетных зон финансового стратегического развития.

Главной ее целью является построение эффективной системы управления финансами.

Разработка этой политики должна быть подчинена как стратегическим, так и тактическим целям.

Стратегическими являются:

- максимизация прибыли;
- оптимизация структуры и минимизация цены источников финансирования;
- максимизация доходов от размещения средств в активы;
- повышение инвестиционной привлекательности компании;
- повышение эффективности управления кредиторской и дебиторской задолженностью;
- обеспечение финансовой безопасности;
- оптимизация инвестиционных вложений.

Финансовая политика – это, отчасти, путь реализации финансовой стратегии, выбранный из альтернативных способов действий с целью достижения главной финансовой цели. Далее реализуются всевозможные альтернативные действия по достижению стратегических целей, исходя из модели стратегической финансовой позиции компании и избранного вида финансовой политики. Чем больше будет таких альтернатив, в том числе и нестандартных, тем выше вероятность нахождения оптимального способа реализации намеченных направлений.

После формирования расширенного набора альтернатив они оцениваются с помощью теорий игр, управ-

ления запасами, линейного программирования, имитационного моделирования, платежной матрицы, экспертных оценок, построения «дерева решений», анализа чувствительности или анализа сценариев. В качестве критериев могут выступать уровень прибыльности активов, уровень снижения себестоимости производственной продукции, темп увеличения финансовых ресурсов компании, темп увеличения отдачи инвестиционных вложений и т.д. Далее альтернативы ранжируются и выбираются оптимальные варианты.

Основные результаты стратегического финансового выбора компании – цели, контрольные нормативы финансовой деятельности, финансовая политика. Направления реализации финансовой политики фиксируются в программе финансового развития в разрезе приоритетных зон и составляющих их областей стратегического развития компании. В ней устанавливаются сроки реализации намеченных мероприятий и лица, ответственные за их выполнение

1.4 Оценка финансовой стратегии и управление ее реализацией

Шестой этап разработки финансовой стратегии – **анализ и оценка эффективности принятой**

финансовой стратегии. Оценка ее эффективности проводится с помощью нескольких критериев (табл. 1.6).

В Западной Европе и США для оценки эффективности стратегии активно применяется метод бенчмаркинга, заключающийся в сопоставлении контрольных нормативов разработанной финансовой стратегии и аналогичных параметров фирм, успешно осуществляющих финансовую деятельность в данной сфере экономики (отрасли, подотрасли и т.д.). В случае обладания необходимой информацией этот метод применим и в российских условиях.

При приемлемости уровня эффективности сформированной финансовой стратегии фирма начинает ее применять на практике.

Таблица 1.6 - Критерии оценки эффективности финансовой стратегии

Критерий	Характеристика оценки
Согласованность с прогнозируемыми изменениями внешней среды компании	Оценивается, насколько сформированная стратегия отвечает прогнозируемым изменениям различных областей экономики, насколько прогнозируемые возможности и угрозы внешней среды учтены в предлагаемой стратегии, а также уровень ее гибкости
Согласованность с возможностями компании	Определяется, насколько выбранная финансовая стратегия и намеченные планы реальны в зависимости от внутреннего потенциала компании (финансового, инвестиционного, трудового, инновационного и т.д.)
Согласованность с корпоративной стратегией развития предприятия	Выясняется, насколько избранная финансовая стратегия обеспечивает реализацию общей стратегии развития компании. Присутствует ли в них согласованность по характеру, срокам, отдельным объектам
Реализуемость	Оценивается, может ли предприятие мобилизовать необходимый объем финансовых ресурсов внутри компании и с рынка капиталов, будет ли компания обладать необходимыми техническими и трудовыми ресурсами для реализации намеченной стратегии, присутствует ли на финансовом рынке необходимые финансовые инструменты для реализации планов
Уравновешенность отдельных объектов	Определяется, насколько согласуются отдельные целевые установки между собой и с контрольными нормативами разработанной финансовой стратегии, насколько избранная финансовая политика соответствует содержанию стратегии и целевых ориентиров
Эффективность реализации	Определяется путем сопоставления финансовых показателей за прошлый период и контрольных нормативов финансовой деятельности, которые планируется достигнуть в результате реализации стратегии. Также оценивается прирост рыночной стоимости акций компании, изменение имиджа фирмы, рост мотивации сотрудников к труду и т.п.
Допустимость уровня риска	Выясняется, насколько приемлема и допустима опасность, вызванная реализацией финансовой стратегии, связанная с нарушением баланса финансового развития и финансовой устойчивости компании

Обеспечение реализации финансовой стратегии. Цель этого процесса – создание необходимых условий для осуществления финансовой поддержки общей стратегии развития компании и реализации финансовых стратегических целей.

В процессе реализации финансовой стратегии в современных рыночных условиях очень часто возникают изменения как во внешней, так и во внутренней среде организации. Финансовый менеджмент должен ориентировать ее на своевременную ответную реакцию на подобные изменения и обеспечить реализацию выбранной финансовой стратегии в новых условиях.

Мониторинг условий окружающей среды, в которой реализуется принятая финансовая стратегия, предоставляет возможность компании вовремя предложить и реализовать систему важных наступательных или оборонительных управленческих решений, обуславливающих достижение ее финансовых целей. Одним из главных способов отслеживания изменений во внешней среде является диагностика состояния финансового рынка, который четко отражает изменение факторов, оказывающих стратегически важное влияние на успех реализуемой финансовой стратегии. В качестве таких факторов могут выступать изменение курсов иностранных валют, ставки рефинансирования Центрального банка, доходность государственных ценных бумаг, новые финансовые технологии и инструменты.

В теории стратегического менеджмента выделяют четыре метода управления реализацией финансовой стратегии в зависимости от характера изменений условий внешней финансовой среды:

1. В относительно стабильных условиях, когда окружающая компанию обстановка устойчива и характер всех изменений есть продолжение предшествующих темпов развития, применяются *методы долгосрочного финансового планирования* и основной из них – *метод экстраполяции*.

2. В условиях предсказуемости изменений внешней среды, которые характеризуются некоторыми несущественными отклонениями от заранее установленного плана, тренда, появление новых проблем предсказуемо, и их решения заранее моделируются компанией. В данных ситуациях в качестве методов управления реализацией финансовой стратегии зачастую применяют *методы стратегического финансового планирования*.

Эти две группы методов носят название методов управления стратегическими возможностями компании, которые заранее спрогнозированы фирмой и ответные реакции на них заложены в финансовой стратегии и финансовой политике.

Далее идет система методов управления реализацией стратегии в условиях реального времени, которая наиболее приемлема в современных нестабильных рыночных условиях.

3. В ситуации непредсказуемых изменений внешней среды, определяемых на ранних стадиях их возникновения, возможно появление непредвиденных событий, которые можно быстро определить по «слабым сигналам», оповещающим об отклонениях. В этом случае применяются такие методы управления реализацией финансовой стратегии, как *метод управления стратегическими позициями* и *метод управления по «слабым сигналам»*. Первый предполагает сохранение и реализацию направлений стратегий, касающихся тех приоритетных зон стратегического финансового развития, в которых не наблюдается изменений или создаются наилучшие возможности развития.

В тех приоритетных зонах, в которых возможности развития снижаются или возникают даже опасные ситуации, желательно сохранять стратегические финансовые позиции на достигнутом уровне.

Метод управления по «слабым сигналам» отличается применением предупредительных мероприятий по сохранению существующей финансовой позиции при выявлении проблемы на ранних стадиях ее возникновения.

Если она перерастает в более значимую, то осуществляются конкретные действия по усилению финансовой безопасности компании и сохранению достигнутой стратегической финансовой позиции. Для использования данного метода компания должна обладать эффективной системой отслеживания изменений во внешней среде и приема и интерпретации «слабых сигналов».

4. Непредсказуемые изменения в окружающей среде характеризуются возникновением непредвиденных явлений, которые предприятие не сумело уловить на ранних стадиях развития.

Данное явление, проблема требует быстрого решения, чрезвычайных мер. В данном случае целесообразно применять *метод управления задачами*, который заключается:

- в формировании стратегических задач, призванных решать возникающие проблемы по мере их появления;
- в ранжировании по значимости всех поставленных задач наряду с связанными с реализацией финансовой стратегии;
- в передаче наиболее значимых задач для исследования и выработки быстрого управленческого решения в специальные «управленческие созвездия», концентрирующие наиболее квалифицированных специалистов;
- в заключительном контроле топ-менеджментом принимаемых решений относительно реализации финансовой стратегии и ответных реакций на неожиданные возмущения внешней среды.

При изменении внутренней среды (намеренном или незапланированном) зачастую трансформации подлежат все ключевые области финансового менеджмента: финансовый инструментарий, традиции осуществления финансовой деятельности, методика проведения финансовых операций, информационная база, трудовой потенциал финансовой системы, организационные структура управления и культура. Характер трансформации определяется уровнем и степенью конкретного

изменения внутренней среды организации, вызвавшего эти преобразования.

Восьмой, заключительный, этап процесса разработки финансовой стратегии – **проведение контроля за ее реализацией**. По мере воплощения финансовой стратегии ее необходимо контролировать, иначе будет сложно отследить верность хода финансовых изменений и уровень достижения поставленных стратегических целей.

При формировании комплексного финансового контроля следует помнить, что проверке подвергается не степень реализации отдельных стратегических мероприятий, составляющих программу стратегического финансового развития, а уровень реализации стратегических целей этого развития, количественные стандарты которых выражены посредством контрольных нормативов финансовой деятельности.

Если в итоге финансовой деятельности все основные стратегические цели по каждой приоритетной зоне стратегического финансового развития достигнуты, то финансовую стратегию компании можно считать успешно реализованной.

ТЕМА 2. РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА КАК ИНТЕГРАЛЬНАЯ ОЦЕНКА УСПЕХА КОМПАНИИ НА РЫНКЕ

2.1 Основные понятия и определения оценки бизнеса

Оценка бизнеса и компании - одна из важнейших задач корпоративного управления. Она позволяет определить конкурентоспособность и успешность компании на рынке, служит индикатором развития компании.

Оценка стоимости бизнеса, имущества всегда проводится с какой-либо конкретной целью (определение цены продажи, получение ипотечного кредита, страхование имущества и т.д.). Эта цель называется назначением оценки, обуславливает выбор определения искомой стоимости. Одно и то же имущество будет иметь

разную стоимость при использовании различных определений стоимости. Так, например, оценка стоимости для целей страхования от огня отличается от оценки стоимости для целей ипотечного кредитования. В первом случае величина стоимости определяется затратами на восстановление элементов сооружений, подверженных соответствующим рискам, а во втором - наиболее вероятной ценой, по которой объект сможет быть продан на рынке в случае прекращения выплат по ипотечному кредиту.

Оценка различается в зависимости от вида собственности и от вида оцениваемых действий. Так как оцениваются предполагаемые действия по реализации прав на собственность, а объем прав у разных собственников разный, поэтому отличается и перечень возможных действий. Для покупателя и продавца одной и той же доли в капитале компании ценности бизнеса разные, потому что это разные бизнесы: покупка и дальнейшее использование собственности по сравнению с продажей собственности. Ценность бизнеса для разных владельцев одного и того же предприятия разная в зависимости от величины этой доли, прав контроля и т. д.

Любой актив имеет определенную стоимость, будь то финансовый или материальный актив. Для того чтобы управление активами было успешным необходимо не только понимать суть стоимости актива, но и иметь знание о факторах, которые оказывают влияние на эту стоимость.

При совершении сделки о покупке или продаже актива, продавец и покупатель согласовывают цену, по которой данный актив будет отчужден в зависимости от ряда рыночных факторов. Эта цена представляет собой рыночную стоимость данного актива, и чаще всего является объектом оценки профессиональных экспертов-оценщиков. Эксперты – оценщики занимаются оценочной деятельностью, которая согласно ФЗ «Об оценочной деятельности в РФ» от 29 июля 1998 г. №135-ФЗ (ст.3) представляет собой «деятельность субъектов оценочной

деятельности, направленную на установление в отношении объектов оценки рыночной или иной стоимости».

Для начала нужно отметить, что характерной чертой оценки стоимости бизнеса является то, что это процесс, а, следовательно, для получения эффективного результата необходимо осуществить ряд операций, которые зависят от целей оценки, характеристики объекта и методов оценки стоимости. Подробнее об этом речь пойдет в следующих пунктах.

Так же оценка стоимости является упорядоченным процессом, который включает в себя следующие этапы: постановка цели оценки, выбор вида стоимости, который будет оцениваться, сбор и обработка необходимой информации, выбор метода оценки и обоснование данного выбора, расчет величины стоимости объекта и проверка полученных результатов.

Еще одной чертой этого процесса является связь оценки стоимости с рыночной ситуацией в целом, которую необходимо учитывать при расчете стоимости. То есть при оценке стоимости объекта требуется учитывать не только его внутренние характеристики, но так же и ряд рыночных факторов, таких как: рыночная конъюнктура, уровень конкуренции в отрасли, возможные риски, связанные с получением дохода от реализации объекта, среднерыночный уровень доходности, цены главных конкурентов и т.д. Самыми важными факторами из вышеперечисленных являются время и риск.

Рыночная стоимость может меняться в очень короткие промежутки времени из-за большого количества факторов. Поэтому при ее расчете важна продолжительность прогнозного периода. Более того рыночная стоимость всегда рассчитывается на конкретный момент времени, так как через неделю или месяц этот показатель может уже измениться (Rapport, 1998).

При расчете рыночной стоимости возникает риск, связанный с вероятностью того, что доход, который будет получен от вложения инвестиций в какой-либо бизнес, будет меньше или больше прогнозного. Следует от-

метить, что риски бывают разными и, что не существует ценных бумаг в рыночной экономике, которые бы не имели риска.

Группировка определений ценности начинается с разделения на две части.

1. Ценность действующей компании. Оценка основана на предположении, что компания продолжает действовать и приносить доходы.

2. Ценность ликвидации компании (liquidation value). Эта оценка исходит из предположения, что компания будет расформирована или ликвидирована.

Ценность действующего предприятия может определяться как:

- текущая рыночная ценность;
- внутренняя (экономическая) ценность: справедливая рыночная ценность (Fair market value);
- инвестиционная ценность (Investment value).

Текущая рыночная ценность – суммарная величина оценок участников рынка капитала, ценности владения акцией и стоимости отказа от покупок других акций. Цены акций обычно повышаются до величины их альтернативной стоимости.

Компании закрытые, частные, не имеющие котировки акций, не имеют такой информации. Поэтому для закрытых компаний оценка бизнеса представляет собой специфическую и сложную задачу.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что рыночная стоимость зависит от множества факторов и является «наиболее вероятной ценой, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей доступной информацией, на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства»

Внутренняя ценность бизнеса – это ценность, которой бы он обладал на рынке в случае полного информирования последнего обо всех аспектах и перспективах деятельности при отсутствии каких-либо барьеров

для совершения операций с собственным капиталом бизнеса. Другими словами, внутренняя ценность отражает оценку очень хорошо информированным оценщиком (инвестором, менеджером).

Справедливая рыночная ценность (Fair market value) – цена гипотетической сделки по приобретению бизнеса или его доли, когда обе стороны заинтересованы в сделке, действуют не по принуждению, обладают достаточной информацией об условиях сделки и считают их справедливыми.

Справедливая рыночная ценность основывается на следующих предположениях.

Покупатели и продавцы являются гипотетическими, типичными для рынка и действуют в своих собственных интересах.

Покупатель «финансовый», а не «стратегический», вносит только капитал и менеджмент, чья компетенция эквивалентна текущему менеджменту.

Покупатель не является акционером, кредитором, зависимым или контролирующим лицом.

Гипотетический покупатель благоразумен, но действует без учета получения выгоды от синергетического эффекта.

Продавец также является гипотетическим и обладает знанием существенных фактов, влияющих на ценность бизнеса.

Бизнес продолжит свою деятельность и не будет ликвидирован.

Гипотетическая продажа осуществляется за денежные средства.

Возможности сторон совпадают с их желаниями.

Инвестиционная ценность (Investment value) – это ценность бизнеса для конкретного собственника или инвестора, и предполагает его знания, возможности, ожидания, намерения и планы по поводу данного бизнеса.

Ликвидационная ценность (Liquidation value) означает чистую сумму, которую собственник может по-

лучить при ликвидации компании и отдельной распродаже ее активов.

Упорядоченная ликвидация означает, что распродажа активов производится в течение разумного периода времени с тем, чтобы получить максимальную цену за каждый актив.

Принудительная ликвидация означает, что активы распродаются настолько быстро, насколько это возможно, часто одновременно и на одном аукционе.

Итак, стоимость бизнеса как показатель эффективности корпоративного менеджмента имеет следующие преимущества:

- абстрагирование от специфики бизнеса, его предметной ориентации;
- возможность сравнения как развития отдельной компании на этапах ее деятельности, так и сравнения компаний между собой;
- возможность анализа источников роста стоимости бизнеса с выделением ключевых направлений успеха.

Реальная стоимость бизнеса учитывает способность компании приносить прибыль, а цель современного менеджмента заключается в постоянном увеличении стоимости бизнеса.

Для повышения стоимости бизнеса, в частности, необходимо:

- 1) сформулировать его долговременные цели, уметь подготавливать и реализовывать стратегию их достижения;
- 2) совершенствовать систему бухгалтерского учета и управления финансами;
- 3) оптимизировать корпоративную структуру (структуру владения и контроля) и налогообложение;
- 4) усовершенствовать процедуры корпоративного управления и защиты прав инвесторов (у компании должна быть эффективная система принятия решений, а инвесторы, как крупные, так и мелкие, должны иметь возможность проверять работу менеджмента и влиять на нее);

5) создать благоприятный имидж компании и узнаваемую торговую марку;

6) обеспечивать ликвидность ценных бумаг компании и расширение доступа к финансированию и инвестициям;

7) внедрять технологические новшества.

Можно указать следующие обстоятельства, инициирующие оценку компании:

– реструктуризацию, включая реорганизацию, разукрупнение или ликвидацию;

– полную или частичную смену собственника (покупка или продажа компании);

– приватизацию государственных предприятий;

– сдачу предприятия в аренду для обоснования размера арендной платы;

– выявление собственником компании способа максимально эффективного ее использования;

– приобретение земельного участка на предмет его использования конкретным запланированным способом;

– решение об инвестировании (оценка эффективности инвестиционных проектов, в том числе проекта финансового оздоровления компании или участия в совместных инвестиционных проектах);

– создание совместного предприятия (оценка вклада компании);

– проверку кредитоспособности;

– выход учредителя или принятие нового;

– страхование;

– урегулирование вопросов наследования;

– раздел имущества, внесение недвижимости в качестве доли в уставный капитал новой компании;

– уточнение стоимости имущества компании как базы для налогообложения.

Оценка стоимости компании (бизнеса) или ее элементов основывается на ряде экономических принципов.

1. **Соответствие спроса и предложения.** Цены стабильны тогда, когда между спросом и предложением на рынке устанавливается соответствие. Наличие дефицита, т.е. превышения спроса над предложением, повышает цену.

2. **Конкуренция.** Конкуренция уравнивает доходность инвестиций. Когда прибыли на рынке превышают уровень, необходимый для оплаты факторов производства, на данном рынке обостряется конкуренция, что в свою очередь ведет к снижению уровня доходов.

3. **Зависимость от внешней среды.** Стоимость объекта зависит от внешнего окружения и в свою очередь влияет на стоимость других связанных с ним объектов.

4. **Изменение стоимости.** Стоимость объектов оценки, как правило, не остается неизменной в течение времени. Оценка должна содержать указание на дату ее проведения.

5. **Замещение.** Максимальная стоимость объекта оценки определяется наименьшей ценой, по которой может быть приобретен другой объект с эквивалентной полезностью.

6. **Сбалансированность.** Максимальный доход от компании можно получить при оптимальных величинах факторов производства (земли, рабочей силы, капитала и управления) и их взаимосвязи.

7. **Вклад.** Добавление любых элементов к объекту оценки оправданно лишь тогда, когда получаемый прирост его стоимости превышает затраты на приобретение этих элементов.

8. **Наиболее эффективное использование.** Должно обеспечиваться такое использование объекта собственности, которое из всех разумно возможных, физически осуществимых, финансово приемлемых и законодательно разрешенных вариантов будет обеспечивать объекту максимальную текущую стоимость на дату оценки.

9. **Соответствие.** Компания должна отвечать потребностям и ожиданиям рынка. Компания, которая не соответствует требованиям рынка по оснащенности производства, технологии, доходности и так далее оцениваются ниже среднего уровня.

10. **Ожидание.** В процессе оценки устанавливается текущая стоимость доходов или других выгод, которые могут быть получены в будущем от владения собственностью. Методы оценки стоимости. При оценке стоимости компании и ее элементов используют следующие подходы: затратный, сравнения продаж (аналоговый), доходный.

Упрощенно можно считать, что оценка бизнеса - это оценка рыночной стоимости собственного капитала компании или какой-либо ее части. Оценка стоимости акций компании может рассматриваться как частный случай оценки бизнеса. Сразу оговоримся: оценка бизнеса и оценка рыночной стоимости имущества - это далеко не тождественные понятия, так как оценка бизнеса предполагает определение стоимости компании для собственника (который, предположим, решил продать свою компанию).

По мнению специалистов The Boston Consulting Group, есть три основных фактора, при наличии которых стоимость компании однозначно увеличивается.

1. Прибыль должна расти, а компания обязана зарабатывать в год больше, чем в среднем стоит ее размещенный на фондовом рынке капитал. Инвесторам нет смысла вкладывать деньги в акции конкретной компании, если прибыль от них не больше, чем от денег, вложенных в индекс рынка, так как риск при вложениях в рынок гораздо меньше.

2. Необходимо, чтобы компания смогла выбрать наиболее выгодные и перспективные области бизнеса и направить туда свои средства, закрыв менее выгодные направления развития.

3. Компания должна получать и наращивать инвестиции, а для этого необходимо выполнить первое и второе условия.

2.2 Подходы и методы оценки стоимости компании

В теории и практике оценки бизнеса традиционно существует классификация подходов к оценке бизнеса по используемым исходным данным, при этом оценка компании как бизнеса и как имущественного комплекса производится практически одинаковыми методами, однако содержание методов существенно различается.

Различают следующие виды подходов к оценке бизнеса.

Доходный подход - общий способ определения стоимости компании и (или) ее собственного капитала, в рамках которого используется один или более метод, основанный на пересчете ожидаемых доходов.

Рыночный подход - общий способ определения стоимости компании и (или) ее собственного капитала, в рамках которого используется один или более метод, основанный на сравнении данной компании с аналогичными уже проданными капиталовложениями.

Подход на основе активов - общий способ определения стоимости компании и (или) ее собственного капитала, в рамках которого используется один или более метод, основанный непосредственно на исчислении стоимости активов за вычетом обязательств.

Затратный подход - поэлементная оценка компании. Общую стоимость объекта получают суммированием стоимостей всех его элементов. Применение затратного метода дает пессимистическую оценку объекта, однако в условиях, когда фондовый рынок еще не сформирован, а рыночная информация отсутствует, этот подход часто оказывается единственно возможным.

2.2.1 Доходный подход

Доходный подход основывается на расчете будущих поступлений от эксплуатации объекта оценки и опреде-

лении их текущей стоимости. При реализации данного метода эксплуатация объекта оценки рассматривается как проект, эффективность которого определяется с помощью методов оценки эффективности инвестиционных проектов. Для расчета стоимости объекта используется показатель чистого дисконтированного дохода.

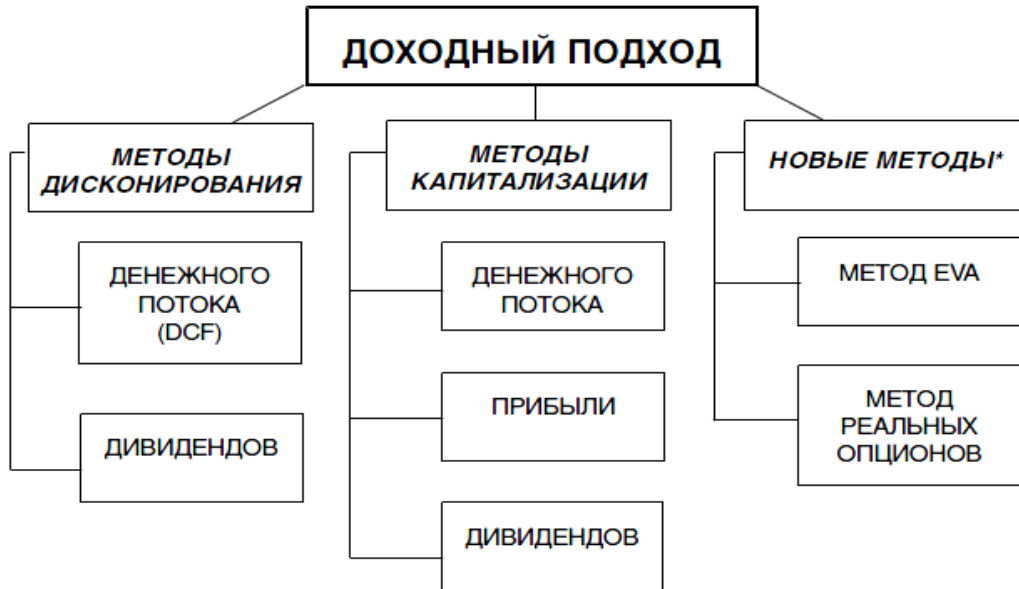


Рисунок 2.1 – **Методы оценки бизнеса при доходном подходе**

В зависимости от целей заказчика оценка обычно производится в отношении:

- материальных активов, в том числе: недвижимости, т.е. участка территории с находящимися на нем природными ресурсами (почвой, водой и др.), а также зданиями и сооружениями; машин и оборудования; товарно-материальных запасов и готовой продукции;
- финансовых активов;
- нематериальных активов, в том числе: интеллектуальной собственности (изобретения, полезные модели, промышленные образцы, товарные знаки, наименование мест происхождения товара, секреты производства, или ноу-хау, программы ЭВМ и базы данных, топология интегральных микросхем, авторские и смежные права, включая лицензии на определенные виды деятельности и др.); имущественных прав (права пользования землей, водными и другими ресурсами, недрами, имуществом и

др.); отложенных затрат (организационные расходы, НИОКР и др.); деловой репутации компании;

- компании в целом.

Метод дисконтирования денежных потоков (DCF) является ключевым методом оценки бизнеса. Это наиболее популярный метод, так как в наибольшей степени реализует основную предпосылку оценки бизнеса, обладает наибольшей теоретической силой и гибкостью. Использование двух основных финансовых концепций – временной ценности денег и связи риска с доходностью – позволяет определить ожидания инвестора как дисконтированный денежный поток, генерируемый данным активом в будущем:

$$V = \sum \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

где CF – значение денежного потока (cash flow) в прогнозном периоде;

r – ставка дисконтирования;

t – интервал периода прогнозирования

Суть метода дисконтирования денежных потоков удобно рассматривать при помощи временной модели.



Рисунок 2.2 - **Временная модель метода дисконтированного денежного потока**

На рисунке 2.3 показана модель оценки бизнеса методом дисконтирования денежных потоков.

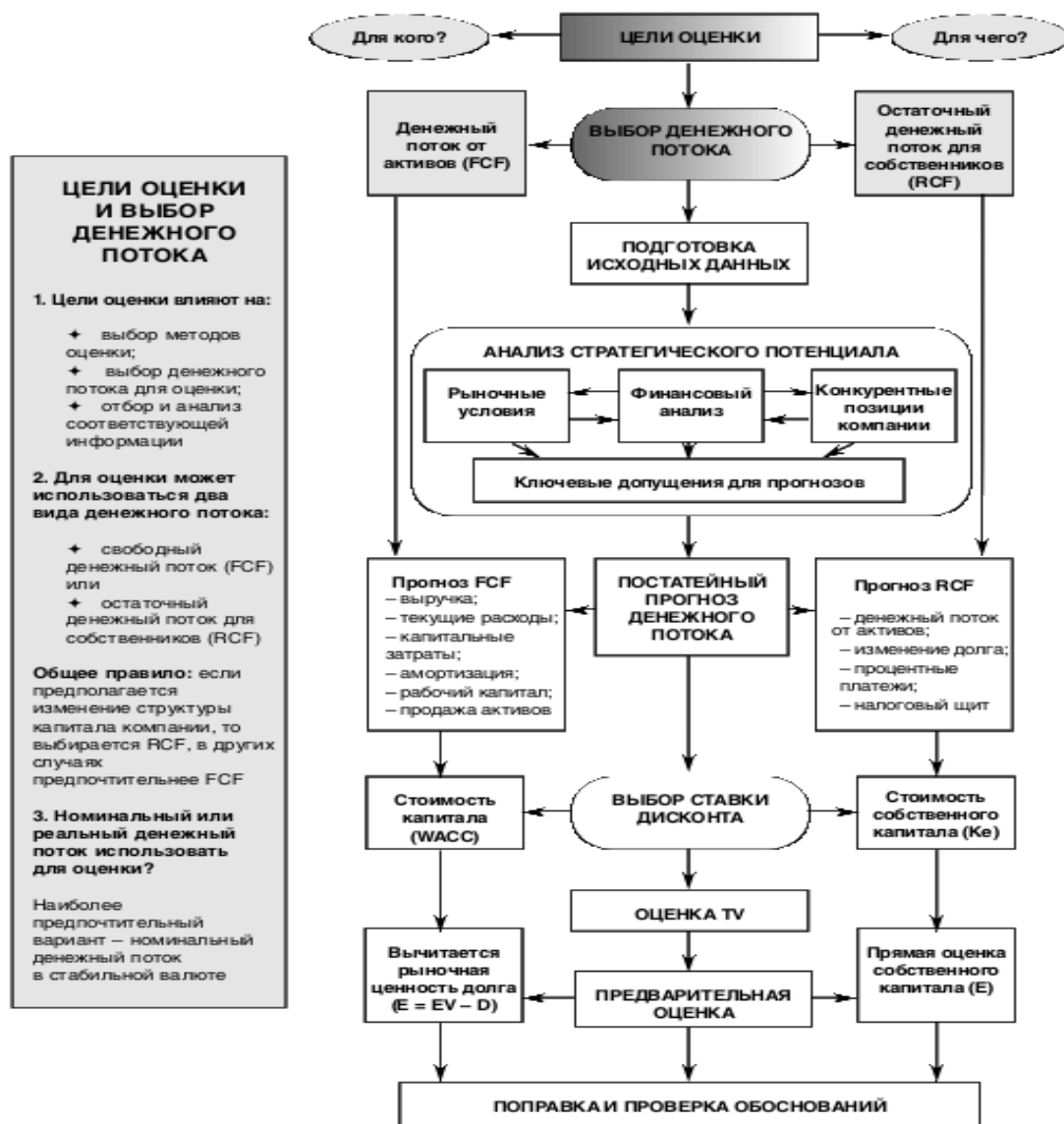


Рисунок 2.3 - Модель оценки бизнеса методом DCF

В качестве других методов доходного подхода можно назвать метод дисконтирования дивидендов и метод капитализации доходов.

Оценка ценности предприятия методом дисконтирования дивидендов основана на том, что если оценить рыночную ценность одной акции, а затем умножить ее на количество акций, находящихся в обращении, то можно получить величину рыночной ценности компании. Очевидно, что в этом случае оценка предприятия сводится к оценке рыночной ценности обыкновенных акций.

Алгоритм расчета ценности корпорации методом дисконтирования дивидендов состоит из шести этапов:

1. разделение потока дивидендов на две части (для двухэтапной модели);

2. поступления дивидендов в фазе непостоянного роста и поступления дивидендов в фазе постоянного роста;

3. определение требуемой доходности акций;

4. расчет приведенной ценности дивидендных выплат в фазе непостоянного роста;

5. расчет ожидаемой ценности акции к началу фазы постоянного роста, а затем приведенной ее ценности к моменту оценки;

6. расчет рыночной ценности одной акции; расчет ценности предприятия и, в случае необходимости, внесение поправки за контроль.

Преимуществами метода дисконтирования дивидендов является то, что учитывается временная ценность денег и время возникновения денежных потоков, а оценка ценности предприятия осуществляется на основе будущих дивидендных выплат. Недостатками метода являются сложности прогнозирования будущих дивидендов и трудоемкость проведения вычислительных операций.

Метод капитализации доходов применяется, когда ожидается, что будущие доходы не будут существенно отличаться от их текущей нормализованной величины.

По этому методу ценность определяется посредством деления результатов деятельности (прибыль или денежный поток) за базовый период на коэффициент капитализации.

Коэффициент капитализации – это делитель, используемый для пересчета дохода компании в ее ценность.

2.2.2 Рыночный подход

Сравнительный подход предполагает, что ценность бизнеса определяется тем, по какой цене он может быть

продан при наличии достаточно сформированного финансового рынка. Используют в случае:

когда имеется достаточно количество сопоставимых компаний или сделок для определения оценочного мультипликатора;

имеется достаточно данных по сопоставимым компаниям или сделкам для проведения соответствующего финансового анализа и внесения поправок.

Сравнительный подход включает в себя:

- метод рынка капиталов;
- метод сделок;
- метод отраслевых коэффициентов.

Метод рынка капитала основан на рыночных ценах акций аналогичных компаний, акции которых котируются на фондовом рынке. Инвестор, действуя по принципу замещения, может инвестировать либо в эти компании, либо в оцениваемую компанию. Поэтому данные о компаниях, чьи акции находятся в свободной продаже, при использовании соответствующих корректировок должны служить ориентиром для определения цены оцениваемой компании.

Процесс оценки методом рынка капитала включает в себя следующие основные этапы:

1. Отбор компаний аналогов.
2. Сравнительный анализ и определение оценочного мультипликатора.
3. Применение мультипликатора для оценки бизнеса.
4. Заключительные поправки.

Метод сделок или метод продаж – один из трех основных методов оценки компании из совокупности методов оценки сравнительного рыночного подхода. Этот метод является частным вариантом метода рынка капитала и основан на анализе цен, приобретения контрольных пакетов акций сопоставимых предприятий или анализе цен приобретения корпораций целиком.

Выбор сопоставимых корпораций осуществляется, как и в методе рынка капитала, исходя из сходных

предприятий по отрасли, продукции, диверсификации продукции, жизненному циклу, географии, размеров, стратегии деятельности и финансовым характеристикам.

Финансовый анализ и сопоставление показателей осуществляется так же, как и в методе рынка капитала. Финансовый анализ необходим для определения сопоставимого предприятия и приемлемого оценочного мультипликатора. Выбор и вычисление оценочных мультипликаторов из-за недостатка данных о сделках (продажах) ограничивается. Обычно используются мультипликаторы цена/чистая прибыль, цена/прибыль до налогообложения или цена/балансовая ценность.

Главное отличие метода сделок от метода рынка капитала заключается в том, что первый определяет уровень ценности контрольного пакета акций, позволяющего полностью управлять предприятием, тогда как второй определяет ценность предприятия на уровне неконтрольного пакета.

Как и в методе рынка капитала, при использовании данного метода необходимо вносить следующие поправки к ценности предприятия, полученной с помощью мультипликатора:

- поправку на неоперационные активы, то есть на ценность активов, непосредственно не участвующих в производственном процессе;
- поправку на избыток или недостаток собственных оборотных средств;
- коррекция мультипликаторов на страновой риск (в случае необходимости).

Метод отраслевой оценки или метод отраслевых формул используется для ориентировочных оценок ценности предприятий. Сущность данного метода заключается в том, что на большом статистическом материале конкретных сделок по продажам малых предприятий определенных отраслей, а также предприятий сферы услуг оценщики методом проб и ошибок устано-

вили некоторые формулы оценки этих предприятий. Опыт западных оценочных фирм свидетельствует:

- рекламные агентства и аудиторские фирмы продаются соответственно за 0,7 и 0,5 от годовой выручки;
- салон красоты за 0,25–0,7 от суммы годовой выручки плюс ценность оборудования и запасов;
- рестораны и туристические агентства соответственно за 0,25–0,5 и 0,04–0,1 от валовой выручки;
- заправочные станции за 1,2–2,0 от месячной выручки;
- страховые агентства за 1,0–2,0 от годовых сборов;
- предприятия розничной торговли за 0,75–1,5 от суммы чистой прибыли плюс оборудование и запасы.

К формулам следует подходить с максимальной гибкостью, в каждом конкретном случае приспособлявая рыночные данные к особенностям оцениваемого предприятия. В тех случаях, когда нет стандартной формулы, оценщик может разработать свою формулу. Другим решением будет анализ данных о продажах по аналогичным, но не идентичным предприятиям и разработка соответствующих методов. Таким образом, формульный подход, как мы видим, применим к большинству малых индивидуальных или семейных предприятий и находит широкое применение в практике оценочной деятельности.

2.2.3 Подход на основе активов

Данный подход предполагает ценность компании как сумму ценности ее чистых активов (за вычетом ценности обязательств).

Методы по активам исходят из предпосылок либо действующего предприятия, либо ликвидации.

Предпосылка о действующем бизнесе базируется на том, что бизнес продолжает функционировать и активы оцениваются по их «рабочей» ценности. В этом случае применяется метод чистой ценности активов (NAV).

Когда речь идет об оценке в условиях организационной ликвидации, то применяется метод ликвидационной ценности (LV).

Метод NAV – активы и обязательства компании корректируются до их рыночной ценности. При этом компания рассматривается как действующая.

Метод LV – чистая выручка от реализации активов компании с учетом погашения обязательств дисконтируется к дате оценки. Предполагается, что ценность бизнеса реализуется в результате плановой или вынужденной ликвидации активов.

Общая формула оценки компании методом чистых активов имеет следующий вид:

$$NAV = \sum_{i=1} VA_i - D + G$$

где NAV- ценность чистых активов компании;

VA_i - рыночная ценность i -го актива;

D - рыночная ценность обязательств;

G - гудвил.

Как видно из формулы, сначала активы компании, отраженные в балансе, корректируются до их рыночной оценки, затем вычитается рыночная ценность обязательств и добавляется ценность гудвилла.

Метод чистой стоимости активов позволяет определить стоимость компании как сумму цен реализации (или восстановления) ее активов за вычетом суммы обязательств. Этот метод опирается на затратный подход. При этом исходят из того, что рыночная стоимость компании (и соответственно ее акций) определяется в первую очередь тем, насколько велика имущественная ценность ее активов. Поэтому центральное положение здесь занимает поэлементный расчет стоимости собственных активов компании по состоянию на дату оценки.

Реализация метода предполагает:

- анализ статьи раздела «основные средства» актива последнего баланса компании и определение их современной рыночной стоимости. На этом этапе рассчитывают отдельно текущую стоимость земельного участка, зданий и сооружений, машин и оборудования, немате-

риальных активов по тем правилам, которые были описаны выше в данной главе. Для всех элементов активов, кроме земли, определяется остаточная стоимость;

- переоценку и корректировку оборотных активов. Переоценивают производственные запасы, при этом непригодные и устаревшие запасы списывают, а пригодные переоценивают по современным ценам. Если компания владеет ценными бумагами других компаний, то эти активы пересчитывают с учетом текущего курса этих бумаг. Нехарактерные доходы из баланса исключают, а нехарактерные убытки, напротив, включают. Исключают безденежную дебиторскую задолженность;

- расчет суммы скорректированных активов;
- анализ и корректировку долговых обязательств компании (кредиторской задолженности);
- получение чистой стоимости собственных средств компании как разности между скорректированными активами и уточненными долговыми обязательствами. Стоимость деловой репутации приплюсовывают к рассчитанной стоимости собственных средств.

Метод чистой стоимости активов по сравнению с другими методами дает наиболее пессимистическую оценку, независимую от рыночной конъюнктуры, но требует большой аналитической работы с отчетными документами компании.

Метод рыночных сравнений является общим способом определения оценочной стоимости компаний, долей в капитале компаний и ценных бумаг, эмитируемых компаниями, основанном на сравнении данной компании с аналогичными, долями в их капитале и ценными бумагами, которые были реально проданы на рынке.

Компания, используемая для сравнения с оцениваемой, должна представлять собой надежную базу для сравнения по инвестиционным характеристикам. Следует прежде всего искать компании в той же отрасли, что и оцениваемая. Однако, если по компаниям данной отрасли отсутствует достаточная информация о сделках, можно рассматривать другие компании, сходные с оце-

ниваемой по таким инвестиционным характеристикам, как рынки сбыта, продукция, темпы роста, зависимость от циклических колебаний рынка и др.

При наличии различий в методах ведения бухгалтерской отчетности между оцениваемой компанией и компаниями, отобранными для сопоставления, следует внести поправки в соответствующие статьи финансовых отчетов, чтобы максимально снизить влияние этих различий на стоимостные показатели. Кроме того, следует провести корректировки чрезвычайных и единовременных статей финансовых отчетов (доходов и расходов).

Непосредственное определение величины стоимости оцениваемой компании производится на основе применения одного или нескольких оценочных коэффициентов-мультипликаторов, рассчитанных по данным о сопоставимых компаниях и представляющих собой в общем виде соотношение фактической цены продажи компании и одного из ее финансовых показателей. Наиболее часто применяется мультипликатор (рыночная цена/доход акционеров на акцию), который характеризует мнение участников рынка ценных бумаг о перспективах роста компании и уровне ее риска. Среди других финансовых показателей применяют: доход до выплаты процентов по кредитам и налогам, прибыль до выплаты налогов плюс амортизация, балансовую стоимость, прибыль, денежный поток, валовую выручку и т.д.

Используя разные мультипликаторы, получают несколько значений текущей стоимости компании, в качестве конечного результата берут обычно среднее значение. Надежность расчетов значительно повышается, если удастся подобрать не одну, а несколько аналогичных компаний и путем сравнения с каждой из них получают несколько оценок стоимости компании, из которых на основе анализа выбирают наиболее приемлемую величину.

При этом оценщик должен учитывать остающиеся количественные и качественные различия между оце-

ниваемой и сопоставимыми компаниями и при необходимости корректировать величину избранного оценочного коэффициента.

После определения показателя стоимости методом рыночных сравнений следует сделать соответствующие поправки на действие таких факторов, как наличие или отсутствие контрольного пакета акций, а также на уровень ликвидности.

2.2.4 Затратный подход

Главный признак затратного подхода - это поэлементная оценка объекта. Общую стоимость объекта получают суммированием стоимостей всех его элементов. Применение затратного метода дает пессимистическую оценку объекта, однако в условиях, когда фондовый рынок еще не сформирован, а рыночная информация отсутствует, этот подход часто оказывается единственно возможным. Реализации затратного подхода состоит из четырех этапов.

1. Анализ структуры объекта оценки и выделение его составных частей, по которым будет производиться оценка.

2. Выбор наиболее подходящего способа оценки для каждого элемента структуры объекта и осуществление расчетов.

3. Оценка накопленного износа элементов объекта оценки.

4. Расчет остаточной стоимости элементов и суммарная оценка стоимости всего объекта.

При этом могут использоваться:

- оценка стоимости дополнительных элементов (например, вспомогательных сооружений к зданиям и др.) через сравнение цен у двух групп объектов, имеющих и не имеющих эти элементы;

- повышающие и понижающие коэффициенты, используемые для корректировки влияния функциональных, потребительских, технических и других различий между объектами;

- удельные показатели (например, на 1 кв. м общей площади здания) для расчета стоимости, в случае если сравниваемые объекты, являясь сходными функционально, различаются по размеру и мощности;

- мультипликаторы, представляющие собой соотношение цены объекта и ежегодного дохода от него (например, отношение рыночной цены акции компании к доходу на акцию). При оценке применяют несколько мультипликаторов по различным аналогам. Стоимость оцениваемого объекта получают перемножением проектируемого ежегодного дохода на усредненную величину мультипликатора;

- корреляционные модели, устанавливающие зависимость цены объекта от небольшого числа факторов. При этом необходимо иметь достаточное количество объектов-аналогов, позволяющее осуществить статистическую обработку информации.

Применительно к оценке рыночной стоимости земельных участков обычно применяются методы:

- остатка для земли, при котором в первую очередь определяется предполагаемый доход от недвижимости в целом, затем определяется доход от зданий и сооружений, расположенных на земельном участке. Доход от самого земельного участка определяется как общий доход за вычетом дохода от зданий и сооружений, а его стоимость - делением дохода на коэффициент капитализации для земли;

- сравнения продаж, основанный на сопоставлении данных об имевших место сделках по продаже земельных участков.

Концепция стоимости бизнеса и система управления компанией на основе стоимости для своей успешной реализации должны располагать рядом инструментов, позволяющих эту стоимость оценить с максимальной точностью. Наиболее эффективным инструментом является оценка стоимости.

Стоимость - основной интегрированный показатель деятельности предприятий, так как при оценке стоимости необходима полная информация.

Стоимость - показатель, ориентированный на перспективу, так как рассчитывается на основе будущих денежных потоков.

Стоимость - наиболее простой и понятный показатель для инвесторов: вкладывать деньги в недооцененные компании либо в компании, которые создают больше стоимости по сравнению с другими.

Если компания не создает стоимость на ожидаемом инвесторами уровне, то она теряет один из основных ресурсов - капитал.

Концепция стоимости дает в руки менеджеров инструменты, с помощью которых они могут увеличивать стоимость компании - факторы стоимости. От способности менеджеров улучшать показатели, являющиеся факторами стоимости, должно зависеть их вознаграждение.

Существует два основных направления поиска резервов стоимости компании - воздействие на состав и структуру активов компании с целью увеличения генерируемых этими активами денежных потоков и воздействие на состав и структуру пассивов компании с целью снизить затраты на привлеченный капитал.

Рыночная стоимость компании, полученная в результате оценки фондового рынка, и внутренняя стоимость компании, рассчитанная на основе ее будущих денежных потоков, могут не совпадать. Важным фактором, влияющим на рыночную капитализацию компании, являются информационные отношения с инвесторами.

Именно стоимостная оценка позволяет получить полную достоверную картину стоимости бизнеса. Современные методы и технологии оценки стоимости бизнеса дают возможность определить необходимый стандарт стоимости - от рыночной и инвестиционной до специальных видов стоимости. Большинство оценочных

технологий определяют стоимость на основе будущего ожидаемого денежного потока, дисконтированного по ставке, отражающей присущий данному предприятию риск. При этом применение различных моделей денежного потока позволяет «уловить» влияние определенных факторов стоимости, например, структуру капитала, «налоговый щит», инвестиции, необходимые для создания прибыли, время их осуществления и др. Учитывая систему рисков, характерных для данного бизнеса, стоимостная оценка помогает определить стоимость бизнеса в существующих реалиях рынка, что важно для принятия управленческих решений.

Оценка бизнеса в системе управления стоимостью компании играет роль постоянного мониторинга достигнутой величины стоимости, способствует установлению величины разрыва между потенциальной и действительной стоимостью предприятия, а также величины капитализации на фондовом рынке.

Своевременно и правильно определенная величина стоимости предприятия является основой для принятия обоснованных управленческих решений, ведущих к увеличению стоимости предприятия, повышению его конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности.

Таким образом, в системе управления стоимостью компании оценка позволяет решать следующие задачи:

1. Определить исходную или действительную величину стоимости бизнеса.
2. Определить стоимостный разрыв между фундаментальной (внутренней) и действительной стоимостью.

ТЕМА 3. СОДЕРЖАНИЕ И ОСНОВЫ ФОРМИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОЙ ПОЛИТИКИ КОМПАНИИ

3.1. Финансовая политика и ее значение в развитии корпорации

Корпоративные финансы находятся в системе финансовых отношений организаций, а корпоративная

финансовая политика выступает одной из специфических разновидностей финансовой политики в рыночной экономике. К их числу, например, относятся: государственная финансовая политика, финансовая политика местных (муниципальных) органов власти и управления, финансовая политика организаций (предприятий).

Корпоративная финансовая политика представляет собой политику в области денежно-финансовых отношений, направленную на сбалансирование финансово-экономических интересов сторон или участников ведения бизнеса. Корпоративная финансовая политика шире финансовой политики корпораций, поскольку корпоративность в финансовой политике находит свои проявления в практике не только в организационно сложных интегрированных структурах.

Финансовая политика корпорации входит в корпоративную финансовую политику и опирается на корпоративные экономические и финансовые отношения. Основывается же она на финансах организаций (предприятий) и государственных финансах. Обе финансовые политики сохраняют на корпоративном уровне все основные черты характерные для финансовой политики в целом.

Финансовая политика всегда связана с распределением и перераспределением финансовых, бюджетных, кредитных ресурсов. В этом смысле, финансовая политика - есть искусство распределять и перераспределять денежную форму стоимости. Это предполагает ее направленность на создание условий для увеличения базы распределения.

Финансовая политика - есть материализованная в финансовые решения и реализованная в практике, осознанная государством и обществом, предприятиями, фирмами, компаниями, корпорациями необходимость роста благосостояния общественного и частного капитала.

Одной из главных функций управления финансами корпорации является разработка эффективной финан-

совой политики. Разработка финансовой политики корпорации предполагает учет долгосрочных целей корпорации, результатов ее деятельности и того, какие ресурсы необходимы для достижения этих целей.

Финансовая политика – это форма реализации финансовой философии и финансовой стратегии компании в разрезе приоритетных зон финансового стратегического развития.

Главной целью формирования финансовой политики корпорации является:

- обоснование стратегии развития корпорации с позиции компромисса между доходностью, ликвидностью и риском
- определение необходимого объема финансовых ресурсов для реализации стратегии.

Финансовая политика корпорации может быть представлена как политика управления ее финансовой деятельностью. Политика управления финансовой деятельностью корпорации представляет собой не просто проводимую финансовую политику, а систему принятых политических и финансовых решений по трансформации существующего состояния бизнеса, которые могут быть очевидны, а нередко скрыты от поверхностного понимания.

По своему содержанию финансовая политика корпорации и других организаций проводится в рамках следующих основных направлений, отражающих ее сущность: реформирования финансовых отношений; стабилизации финансовых отношений; финансового оздоровления.

Направления финансовой политики выстраиваются в рамках каждой приоритетной зоны финансового стратегического развития и отдельных ее областей. Выделяют три вида финансовой политики (табл. 3.1).

Таблица 3.1 – Характеристика видов финансовой политики

Вид финансовой политики	Характеристика	Вид финансовой стратегии	Модель стратегической финансовой позиции
Политика активных действий	Ориентирована на достижение высоких финансовых показателей вне зависимости от риска	Агрессивная	«Сила и возможности», «Сила и угрозы», «Стабильность и возможности»
Уравновешенная	Ориентирована на достижение среднеотраслевых результатов при среднем значении риска	Умеренная	«Сила и угрозы», «Стабильность и возможности», «Стабильность и угрозы»
Ограничительная	Ориентирована на минимизацию риска, что влечет за собой снижение финансовых показателей	Оборонительная	«Слабость и угрозы», «Слабость и возможности»

Первая – предусматривает достаточно широкий спектр изменений в организации финансов внутри корпорации, а также принятие мер по изменению внешних взаимоотношений в области финансов, денежного обращения и кредита. Политика реформирования проистекает из понимания необходимости кардинальных изменений не только в практической организации финансов, но в их общем строе, результатах финансово-хозяйственной деятельности, эффективности денежного оборота и финансов. Политика реформирования нередко предполагает проведение принципиально важных и крупных мероприятий, подпадающих под понятие финансового строительства. Поэтому финансовая политика реформирования может быть представлена как политика в известной мере в области финансового строительства.

Стабилизация финансовых отношений предполагает не существенные изменения в составе и характере протекания финансовых отношений и процессов, а поправление их с целью недопущения ухудшения количественных параметров производственной и финансовой деятельности. Это взвешенная, без резких изменений в

организации финансов предприятия и его финансовых взаимоотношениях с внешним миром, реалистическая политика консервативного толка.

Политика финансового оздоровления – политика управления финансовой деятельностью предприятия в условиях плохого финансового состояния, включая особые, чрезвычайные ситуации типа резкого подрыва финансовой устойчивости и перспективы банкротства. Политика финансового оздоровления выступает вынужденной мерой и может проводиться на базе существующей системы финансовых отношений, т.е. без глубоких преобразований экономики и финансов.

Другой вариант такой политики – сочетание принимаемых мер финансового оздоровления на новой организационной и финансово-экономической базе, т.е. финансовое оздоровление на базе ломки старых финансово-экономических отношений организации. Такая политика предполагает не просто стабилизацию финансов, а стабилизацию и улучшение финансовой ситуации, в которой оказалось предприятие. Для этого часто меняется состав и характер протекания многих денежно-финансовых процессов и отношений.

Сущность финансовой политики также может проявляться через политику, например, финансового развития, политику обеспечения устойчивого финансового роста. Финансовые политики развития, а также обеспечения устойчивого финансового роста могут иметь самостоятельное значение. Однако нередко они выступают закономерными модификациями практического проявления политик реформирования, стабилизации, финансового оздоровления.

По периоду охвата в планировании и сроку проведения политика управления финансовой деятельностью корпорации подразделяется на: оперативную, текущую и долгосрочную (рис. 3.1). Оперативное управление финансовой деятельностью охватывает такие периоды как дни, недели, месяц.

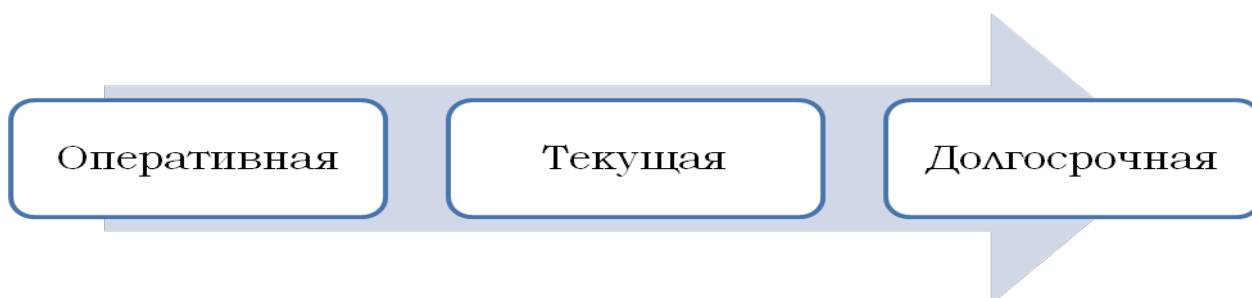


Рисунок 3.2 – **Виды финансовой политики по сроку проведения**

Текущая финансовая политика корпорации выступает как краткосрочная финансовая политика, проводимая поквартально в пределах года. Она предполагает практическую реализацию финансовой тактики. Последнюю, не следует отождествлять с самой краткосрочной финансовой политикой. Тактика разрабатывается и принимается на вооружение. Практически реализуется она через проведение текущей и оперативной финансовой политики.

Тактика не есть единственный компонент краткосрочной финансовой политики корпорации. В ее составе всегда есть внетактический элемент, связанный с новым для предприятия способом зарабатывания, или экономии в денежных расходах. Кроме того, тактика почти всегда переплетается со стратегией, реализуемой через проведение долгосрочной финансовой политики.

Долгосрочная финансовая политика находит прямое воплощение не только в текущей, но даже в оперативной финансовой деятельности.

Финансовая политика – это система принципов и методов, применяемых в корпорации в целях: формирования финансовых ресурсов, их эффективного использования

для достижения стратегических и тактических целей деятельности корпорации.

Финансовая тактика - это финансовая политика, направленная на *оперативное решение конкретных текущих задач*, которые предусмотрены финансовой стратегией корпорации. Она обеспечивает правильное и

своевременное изменение финансовых связей. Отличается гибкостью, обеспечивая быстрое реагирование на изменения рыночной конъюнктуры.

Финансовая стратегия охватывает все стороны деятельности корпорации, в том числе: оптимизацию основных и оборотных средств, распределение прибыли, безналичные расчеты, налоговую и ценовую политику, политику в области ценных бумаг.

Финансовая стратегия разрабатывается в рамках стратегического финансового планирования и ориентирована на достижение заданного уровня основных параметров деятельности: объема продаж; себестоимости; прибыли; рентабельности; финансовой устойчивости; платежеспособности; ценовой конкурентоспособности.

По стадиям процесса воспроизводства политика управления финансовой деятельностью делится на политику в области: производства, распределения, обмена и потребления.

По отраслевому признаку и видам деятельности политика управления финансовой деятельностью выступает как: промышленная, строительная, торговая, сельскохозяйственная, инвестиционная, транспортная, в области потребительского рынка, включая бытовое обслуживание, предоставление населению жилищных, коммунальных услуг и т.п.

Каждая из этих политик призвана обеспечить свой темп финансово-экономического роста и основывается на определении рационального для корпорации сочетания уровня доходности (рентабельности) с уровнем риска. Типы политик даны в порядке обеспечивающим нарастание темпов роста финансовых показателей, уровней доходностей, которым соответствуют нарастающие риски.

В основе выбора способа финансирования корпорации лежит решение вопросов о том, как именно, в каком порядке, каким методом мобилизовать и потратить имеющийся источник финансовых ресурсов и денежных средств.

3.2. Цели, задачи и основные этапы формирования финансовой политики корпорации

Финансовая политика первичной рыночной структуры находит свое отражение в сформулированной для достижения цели и поставленных задачах, которые необходимо решить на пути движения к цели.

Процесс управления денежным оборотом и финансами подчинен и зависит от финансовой политики. Управление финансами как процесс, находящийся в компетенции финансовой политики, выступает важным инструментом для реализации цели и задач финансовой политики.

Планово-целевой характер формирования, распределения, использования денежных средств и финансовых ресурсов корпорации выступает основой движения денежных средств и финансовых ресурсов. Это движение подчиняется сформулированной и принятой цели проводимой финансовой политики.

Финансовую политику корпорации принято подразделять в зависимости от периода разработки на долгосрочную и краткосрочную.

Цели и задачи таких политик, могут быть сформулированы как стратегические (долгосрочные) и тактические (краткосрочные).

Финансовая стратегия корпорации представляет собой совокупность стратегических финансовых целей и задач, которые достигаются и выполняются в ходе совершенствования процесса управления денежным оборотом и финансами. Финансовая стратегия определяет и формулирует, процесс управления изыскивает пути и способы качественного исполнения стратегических установок, инструменты и формы их достижения, которые могут быть не очевидны на момент разработки и принятия финансовой стратегии.

Финансовая тактика корпорации представляет собой совокупность годовых и оперативных целей и задач, взаимосвязанных и обусловленных стратегическими,

которые достигаются и выполняются в ходе повседневной денежно-финансовой работы по полному финансово-кредитному обеспечению запланированных расходов, полноте и своевременности отпуска средств на их покрытие в порядке финансирования.

Важно иметь в виду, что соотношение целей и задач в рамках их стратегического и тактического разделения может быть разным.

Цель финансово-хозяйственной деятельности может зависеть от финансового состояния организации. Плохое финансовое состояние неизбежно ставит проблему его улучшения. Поэтому на первый план выходят вопросы достижения финансовой устойчивости на базе поддержания платежеспособности и достижения ликвидности баланса. Финансовую же устойчивость, как и более широкое комплексное понятие финансового состояния организации, нельзя связывать только с наличием прибыли или убытка. Финансовое состояние и финансовая устойчивость как форма его проявления относятся к комплексным понятиям.

Цель финансово-хозяйственной деятельности корпорации может быть представлена как увеличение их стоимости, определяемой массой собственного капитала, а значит размера богатства акционеров, приходящихся на их доли в уставном капитале.

Стоимостно-ориентированная концепция, направленная на обеспечения роста стоимости корпорации, не снимает трактовку прибыли как цели финансово-хозяйственной деятельности в большинстве ведущих отечественных и зарубежных корпораций. Дело состоит в том, что ориентация на рост стоимости корпорации не исключает, а неизбежно предполагает обеспечение роста прибыли, эффективное в целом и инновационное в частности ее распределение и использование.

Большинство корпораций проводят в жизнь финансовую стратегию развития, финансовую стратегию обеспечения устойчивого финансового роста.

Целевые стратегические установки корпораций представлены на рисунке 3.2.

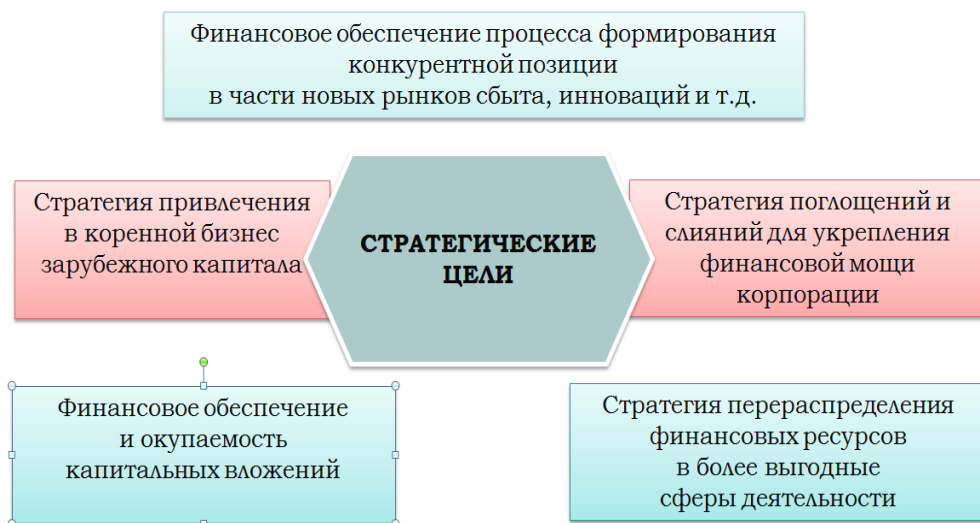


Рисунок 3.2 – **Стратегические цели финансовой политики**

Задачи формирования долгосрочной финансовой политики определены поставленной целью такой политики.

Основными стратегическими задачами корпоративной финансовой политики могут выступать: максимизация прибыли; обеспечение роста стоимости бизнеса и др. (рис. 3.3).



Рисунок 3.3 - **Основные стратегические задачи финансовой политики корпорации**

Задачи формирования краткосрочной финансовой политики определены поставленной целью такой политики.

В качестве основных тактических задач корпоративной финансовой политики могут, например, выступать:

- активное участие финансовых служб в формировании и проведении учетной политики, проведении инвентаризаций, общее руководство бухгалтерским учетом;

- изыскание путей снижения денежных расходов и авансируемых затрат, уплачиваемых налогов, увеличения прибыли, рентабельности и доходности операций по вложению денежных средств;

- обеспечение финансовыми и кредитными ресурсами бизнеса в размерах необходимых для полного покрытия запланированных текущих денежных расходов;

- оптимизация внутренних и внешнеторговых расчетов, выполнение всех текущих к платежу финансовых обязательств;

- организация и оптимизация внутрикорпоративных денежно-финансовых расчетов, денежных потоков и зачетов, а также их проведение между филиалами (дочерними) структурами;

- обеспечение внутреннего аудита и текущего контроля за формированием и использованием финансовых ресурсов, обеспечением сохранности собственных оборотных средств;

- поиск новых инструментов и механизмов зарабатывания денежных средств для увеличения объема финансовых ресурсов, выраженных в рублях и иностранной валюте и др.

Финансовая тактика формализуется в практике через годовое и оперативное денежно-финансовое планирование, контрольно-аналитическую работу финансовых служб, проведение мероприятий по улучшению базовых условий оперативного управления денежным оборотом и финансами.

Подавляющее большинство задач долгосрочной и краткосрочной финансовой политики, так или иначе, формируются и вытекают из основных направлений, по которым осуществляется текущая и оперативная финансовая деятельность.

Процесс формирования финансовой политики корпорации осуществляется поэтапно. Первоначально осуществляется формирование финансовой стратегии (рис. 3.4).

Финансовая стратегия имеет приоритет над финансовой тактикой. Последняя, призвана обеспечить разворот стратегических целей и задач в их текущем (годовом) и оперативном виде. Одна из главных задач формирования финансовой политики состоит в обеспечении взаимной увязки финансовой стратегии и тактики.



Рисунок 3.4 – **Схема разработки финансовой стратегии корпорации**

В нашей экономической литературе нередко ошибочно считается, что финансовая политика корпорации есть средство для реализации ее финансовой стратегии. Сторонники подобного подхода не учитывают того обстоятельства, что на самом деле формирование и обоснование финансовой стратегии уже выступает важней-

шим элементом содержания самой финансовой политики.

В методических рекомендациях по разработке финансовой политики Минэкономразвития РФ говорится об основных стратегических задачах разработки финансовой политики и определяются не этапы формирования финансовой политики, а следующие основные направления разработки финансовой политики организации:

- анализ финансово-экономического состояния предприятия;
- разработка учетной и налоговой политики;
- выработка кредитной политики предприятия;
- управление оборотными средствами, кредиторской и дебиторской задолженностью;
- управление издержками, включая выбор амортизационной политики;
- выбор дивидендной политики.

Методология разработки финансовой политики, этапы этой работы, их содержание и последовательность проведения могут различаться в хозяйственной практике.

Несколько отличается от выше представленного другой вариант, встречающийся в практике компаний, согласно которому выделяются следующие 6 этапов формирования финансовой политики:

- определение периода реализации финансовой стратегии;
- анализ финансового состояния и факторов на него влияющих в конкретных условиях ведения бизнеса;
- формирование стратегических целей и задач в области денежного оборота и финансов;
- разработка финансовой политики по видам политик;
- определение системы мероприятий по обеспечению реализации финансовой стратегии;

- оценка разработанной финансовой стратегии по параметрам плана, оптимальности концепции управления, контроля.

ТЕМА 4. ПОЛИТИКА ФИНАНСОВОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ И ФИНАНСИРОВАНИЯ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

4.1 Понятие финансового обеспечения и принципы его организации

Финансовый менеджмент реализуется в рамках отдельно взятой или частично обособленной предпринимательской структуры.

Предпринимательская структура является самокупающейся или самофинансируемой системой, которая должна обеспечивать рентабельную работу.

В связи с этим особое значение приобретают способы финансирования предпринимательской структуры.

Способы финансирования определяются в процессе стратегического финансового менеджмента.

Кроме того, в финансовом менеджменте используется ряд показателей, с помощью которых можно определить конкурентные преимущества хозяйствующего субъекта на рынке капиталов. К ним относятся доступность капитала, взаимная привлекательность ценных бумаг, стремление к финансовому сотрудничеству и др.

В целом же финансовый менеджмент опирается на концепцию обеспечения прибыльности, превышающей среднеотраслевой уровень.

В последнее время значительно возросло внимание к вопросам эффективного управления финансовым обеспечением предпринимательской деятельности. В связи с этим в экономической литературе появились различные варианты определения финансового обеспечения предпринимательской деятельности. В частности, Л.Н. Павлова дает следующее определение: «финансовое обеспечение предпринимательства - это управление ка-

питалом, деятельность по его привлечению, размещению и использованию».

Исходя из этого очевидно, что рассмотрение вопросов финансового обеспечения предпринимательской деятельности невозможно без знания конкретных источников финансирования.

В настоящее время все источники финансирования делятся на следующие группы:

- собственные средства хозяйствующих объектов;
- заемные средства;
- привлеченные средства;
- бюджетные ассигнования.

Финансовое обеспечение предпринимательства основано на реализации принципов самокупаемости и самофинансирования.

Самокупаемость как метод финансирования означает возмещение текущих затрат за счет полученных доходов.

В условиях рыночной экономики должна обеспечиваться в первую очередь за счет собственных ресурсов (выручки от реализации) или за счет заемных, если собственных не хватает. В отдельных случаях возможна поддержка государства, однако в современных условиях роль бюджетных средств как источника финансирования предпринимательской деятельности резко сократилась в связи с дефицитом государственного бюджета.

Для контроля за соблюдением принципа самокупаемости составляются сметы издержек производства и обращения, рассчитываются нормы расходования сырья и основных материалов, устанавливаются конкретные задания по росту повышения производительности труда и снижению себестоимости продукции.

Для реализации принципа самокупаемости большое значение имеет управление затратами. Процесс управления затратами предполагает стремление не просто к уменьшению затрат, а к определению оптимальной величины себестоимости.

Определение оптимальной величины затрат подразумевает:

- планирование затрат;
- планирование капитальных вложений;
- фиксацию уровня затрат;
- улучшение стоимостных показателей.

Важным моментом для реализации самокупаемости является включение в состав окупаемых затрат денежных накоплений.

Содержание самофинансирования в условиях формирования рыночной экономики всецело определяется внутренними финансовыми возможностями предприятия.

Таким образом, самофинансирование - это финансовая стратегия управления фондами денежных средств предприятий в целях накопления капитала, достаточно для финансирования расширенного воспроизводства.

Понятие самофинансирования используется при разработке стратегии развития фирмы. Зарубежный опыт показывает, что основной стратегической линией для большинства крупных компаний является достижение самофинансирования, причем свободных финансовых ресурсов, как правило, предприятие не имеет, так как вложение их в дело дает все большую прибыль.

Для разработки стратегии развития предприятия пользуются стратегическим финансовым менеджментом. Важнейшими его элементами являются гибкость и оперативность.

Использование этих методов в практике позволяет быстро реагировать на происходящие перемены, вносить коррективы в стратегию предприятия, избавляться от неэффективных методов финансирования.

Стратегический финансовый менеджмент должен в конечном счете обеспечить рост предприятий.

Внутренний рост обеспечивается за счет расширения действующего производства путем развития собственной материально-технической базы в результате поэтапного финансирования.

Внешний рост происходит путем присоединения новых предприятий, методом единовременного финансирования заранее выбранных объектов покупки. Единовременное финансирование имеет смысл только при условии, что приобретаемый объект не дорог, готов к эксплуатации и может приносить прибыль. Приобретение новых предприятий может осуществляться в целях укрепления собственного дела или выгодного инвестирования свободных денежных средств.

Разрабатывая стратегию развития или роста предприятия, финансовый менеджер должен четко разграничивать области текущего и стратегического финансового менеджмента.

Текущий финансовый менеджмент занимается вопросами:

- стимулирования коммерческой инициативы;
- роста производительности труда;
- оптимизации издержек обращения;
- определения величины внутренних источников финансирования, обеспечивающих самокупаемость;
- эффективности использования имеющихся в распоряжении денежных средств за определенный отрезок времени.

Стратегический финансовый менеджмент рассматривает вопросы:

- затрат с позиций окупаемости;
- капитальных вложений с позиций величины будущей прибыли;
- поиска путей наиболее эффективного накопления капитала;
- перераспределения финансовых ресурсов в наиболее прибыльные сферы деятельности;
- роста предприятия.

При разработке основных положений развития предприятия необходимо четко сформулировать побудительные мотивы к росту или расширению, проанализировать конкретные ситуации и выводы, полученные в

ходе текущего и стратегического финансового менеджмента.

Основным побудительным мотивом, как правило, является стремление завоевать большую сферу влияния, что достигается путем покупки различных ценных бумаг. Основная цель при этом - участие в управлении как можно большего числа коммерческих организаций и предприятий.

Инвестировать капитал можно и в конкурирующие фирмы, и в предприятия-поставщики, и в приватизируемые объекты незавершенного производства, и в различные формы бизнеса. Однако в каждом конкретном случае финансовый менеджер должен сопоставить объем инвестиций с выгодой, которую получит предприятие от вложения капитала, с учетом альтернативных вариантов и факторов риска. Обычно финансовый менеджмент ориентируется на диверсификацию финансовых вложений, которая относится к области стратегического финансового менеджмента.

При разработке стратегии развития предприятия могут сложиться различные ситуации, которые в состоянии привести не к росту, а к сокращению или, возможно, свертыванию производства, например, в ситуации с постепенным переключением капитала.

Постепенное переключение капитала подразумевает модернизацию и переоснащение производства для выпуска новой продукции. При этом в оборот вовлекаются дополнительные финансовые ресурсы, которые накапливались предприятием для целей расширенного воспроизводства.

Свертывание производства, а в отдельных случаях и прекращение деятельности предприятия, происходит, когда доходы на вложенный капитал не покрывают произведенных затрат. Его наиболее предпочтительно осуществлять поэтапно, с постепенным переводом капитала в новые сферы бизнеса. Однако резкое прекращение деятельности в одной сфере и подключение к новой сфере имеет и ряд преимуществ: до минимума сводится

период снижения рентабельности, финансовые ресурсы сразу включаются в сферу деятельности с более высоким доходом.

4.2 Модель структуры капитала. Эффект финансового левериджа

Капитал – совокупность всех источников средств компании, используемых для финансирования активов и операций, включая краткосрочную и долгосрочную задолженность, привилегированные и обыкновенные акции. Это общая стоимость средств в денежной, материальной и нематериальной формах, инвестированных в формирование активов.

Структура капитала – это соотношение собственных и заемных средств, используемых компанией в процессе финансового обеспечения своей хозяйственной деятельности.

Управление структурой капитала представляет собой поиск оптимального соотношения собственных и заемных ресурсов, при котором достигается минимальная цена капитала и максимальная рыночная стоимость предприятия. Следовательно, оптимальной структурой капитала признается соотношение собственных и заемных ресурсов, обеспечивающее наиболее эффективную пропорциональность между уровнем чистой прибыли и уровнем финансовой устойчивости компании, что гарантирует наименьшую стоимость капитала и наибольшую стоимость фирмы.

Источники финансирования активных операций предприятия подразделяются:

1) на источники собственного капитала:

- эмиссия обыкновенных акций;
- эмиссия привилегированных акций;
- нераспределенная прибыль;

2) на источники заемного капитала:

- выпуск корпоративного облигационного займа;
- долгосрочный банковский кредит;

- краткосрочный банковский кредит;
- финансовый лизинг;
- кредиторская задолженность.

Вопрос о привлечении заемного капитала связан с возникновением двух видов риска: производственного и финансового. Производственный риск представляет собой риск изменения выручки, цены, величины издержек, структуры затрат, операционного рычага, рентабельности активов предприятия и т.д. Финансовый риск – это риск невозврата полученных компанией кредитов и займов, а также процентов за их использование. Сюда также относится риск снижения выплачиваемых дивидендов и рыночной стоимости акций в случае получения фирмой займов. Уровень финансового риска определяет эффект финансового рычага (левериджа) – параметр, показывающий уровень дополнительно формируемой прибыли на собственный капитал в случае разного удельного веса заемных средств в структуре капитала.

Финансовый рычаг отражает эффективность установленной предприятием доли заемных ресурсов. Он позволяет изменять чистую прибыль, рентабельность собственного капитала, дивиденды компании посредством изменения величины привлеченных (заемных) ресурсов. Если фирма не использует заемные средства, то она лишается такой возможности.

Существует американский и европейский подход к трактовке эффекта финансового рычага. Согласно американскому подходу, данный эффект показывает, во сколько раз изменится чистая прибыль при однопроцентном изменении валовой прибыли. Согласно европейскому подходу, эффект финансового рычага показывает, на сколько процентных пунктов изменится рентабельность собственного капитала финансово зависимой фирмы по сравнению с рентабельностью собственного капитала финансово независимой фирмы.

Финансовый леверидж – это механизм, с помощью которого дополнительная прибыль, получаемая с помощью привлеченных ресурсов, перераспределяется и на

собственный капитал, таким образом, рентабельность собственного капитала возрастает.

Финансовый леверидж позволяет предприятию, пользующемуся заемным капиталом, при увеличении валовой прибыли (до вычета налогов и процентов) увеличивать чистую прибыль еще более быстрыми темпами. Эффект его заключается в росте нелинейной взаимосвязи между валовой и чистой прибылью по мере увеличения значения.

Эффект операционного рычага показывает, во сколько раз изменится валовая прибыль при однопроцентном изменении выручки предприятия. Взаимосвязь операционного и финансового рычага объясняется следующим образом. Работа операционного рычага вызывает действие финансового. Согласно механизму операционного рычага, рост выручки вызывает еще более высокие темпы роста валовой прибыли. При этом чем выше доля постоянных затрат в структуре себестоимости, тем выше эффект (сила, действие) операционного рычага. А в соответствии с действием финансового рычага увеличение валовой прибыли влечет за собой еще больший рост чистой прибыли при условии, что компания использует заемный капитал. Таким образом, если на предприятии увеличивается выручка, то действие двух рычагов влечет за собой значительно большее увеличение чистой прибыли. Следует отметить, что эта связь носит нелинейный характер. Верно и обратное: при снижении объема выручки чистая прибыль снижается в еще большей степени. Изменения производственного и финансового рычагов однонаправлены и находятся во взаимосвязи.

Таким образом, чем выше доля заемных средств в структуре капитала, тем выше норма рентабельности собственного капитала, и сила воздействия финансового рычага.

В зависимости от финансового состояния компании, рыночной конъюнктуры финансового рынка, конкурентного положения фирмы необходимо стремиться к

максимизации или минимизации эффекта финансового рычага.

Знание механизма его влияния на рентабельность собственного капитала и уровень финансового риска предоставляет возможность эффективно контролировать и управлять стоимостью и структурой капитала корпорации. Более высокое значение финансового рычага влечет за собой более высокую цену капитала и финансовый риск, что объясняется ростом величины процентов по привлеченным ресурсам.

4.3. Определение оптимальной структуры капитала

Величина заемных средств влияет на цену привлечения средств и стоимость компании. Поэтому поиск оптимальной структуры капитала базируется на учете этих двух показателей. Также значение имеет не только оптимальное сочетание собственных и заемных средств, но и оптимальное соотношение элементов, составляющих структуру данных ресурсов.

Следует разъяснить, что единой четкой формулы расчета оптимальной структуры капитала не существует. Зарубежные ученые выяснили взаимосвязь между структурным сочетанием элементов капитала и стоимостью ресурсов компании и ее рыночной ценой. Также выявлен еще один механизм оптимизации структуры капитала – финансовый левэридж. Оптимальная величина заемного капитала определяется методом подбора. Рассчитываются цена капитала и рыночная стоимость фирмы при разном уровне привлечения ресурсов. Затем выбирается та величина заемного капитала, при которой достигается минимальная стоимость привлечения средств и максимальная цена акций, она и становится оптимальной суммой заемных средств для данной фирмы. При этом не следует забывать учитывать эффект финансового рычага.

Наиболее эффективное соотношение элементов, составляющих собственные и заемные ресурсы, также не

имеет единой методики расчета и определяется экономистами индивидуально для конкретного предприятия с учетом влияния определенных факторов. В качестве основных факторов можно назвать:

- цену привлечения ресурсов из различных источников;
- норму амортизационных отчислений (использование метода ускоренной амортизации);
- допустимую собственниками и инвесторами величину заемных средств;
- опасение появления новых собственников, страх потери контроля над корпорацией;
- условие финансовой устойчивости предприятия;
- соотношение активов и пассивов компании по срокам;
- условия привлечения ресурсов (срок, условия возврата, требования к гарантии возврата и т.д.);
- наличие специальных резервных возвратных фондов.

С течением времени оптимальная структура собственных и заемных средств для компании может меняться, поэтому ее необходимо периодически рассчитывать вновь и корректировать действующую структуру.

4.4. Процесс определения цены капитала

Капитал предприятия формируется за счет различных финансовых источников как краткосрочного, так и долгосрочного характера. Привлечение этих источников связано с определенными затратами, которые несет предприятие. Совокупность этих затрат, выраженная в процентах к величине капитала, представляет собой цену (стоимость) капитала фирмы. Она характеризует уровень рентабельности инвестированного капитала, необходимого для обеспечения высокой рыночной стоимости предприятия. Максимизация последней достигается в значительной степени за счет минимизации стоимости используемых источников.

Многие управленческие решения базируются на анализе цены капитала. Например, оценка эффективности инвестиционных проектов и инвестиционного портфеля в целом, составление операционного и финансовых планов, решение об источниках привлечения средств для финансирования планов по модернизации оборудования, покупке здания, увеличению выпуска готовой продукции, планирование операционной прибыли корпорации, решение о лизинге техники.

Процесс определения цены капитала проводится в несколько этапов (рис. 4.1).

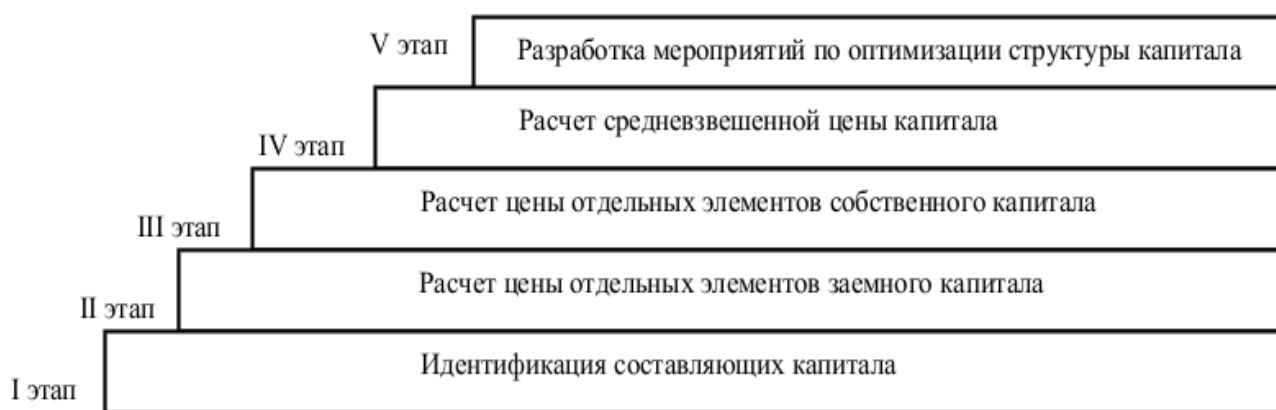


Рисунок 4.1 - **Процесс определения цены капитала**

В процессе принятия долгосрочных финансовых решений целесообразно учитывать обязательства, принимаемые на длительный срок, и не стоит рассматривать средства, полученные на короткий период времени, так как истечение срока возврата краткосрочных ресурсов, которые размещены компанией на длительный срок, может поставить ее в затруднительное положение (табл. 4.1).

При определении цены капитала целесообразно учитывать влияние налогов, так как данная корректировка может существенно изменить стоимость использования различных источников ресурсов.

**Таблица 4.1 - Учет источников средств при расчете
цены капитала в процессе принятия краткосрочных
и долгосрочных финансовых решений**

Источник средств	Вложения	
	краткосрочные	долгосрочные
Кредиторская задолженность за товары, работы и услуги	Учитывается	Не учитывается
Задолженность по заработной плате	- // -	- // -
Задолженность по налогам	- // -	- // -
Краткосрочные банковские займы	Учитывается	В зависимости от механизма использования
Долгосрочные банковские кредиты	Не учитываются	Учитываются
Облигационные займы	- // -	- // -
Финансовый лизинг	- // -	- // -
Нераспределенная прибыль	Учитывается при острой необходимости	- // -
Привилегированные акции	Не учитываются	Учитывается
Обыкновенные акции нового выпуска	- // -	- // -

Расчет цены заемного капитала.

Зачастую заемный капитал привлекать эффективнее, чем пользоваться собственными средствами. В его структуре присутствуют даже бесплатные источники средств, в качестве которых выступают *кредиторская задолженность за товары, работы и услуги и задолженность по заработной плате и налогам (Кк)*. Все эти виды задолженности являются результатом текущих операций – наращивание объема реализации автоматически сопровождается образованием этих источников. Поэтому в процессе формирования и анализа инвестиционного бюджета сумма спонтанно возникающей задолженности, связанной с данным проектом, не учитывается.

Учет краткосрочных банковских кредитов зависит от того, в какой степени эти кредиты используются фирмой для финансирования долгосрочных инвестиций. Если привлекаются временно для покрытия циклических или сезонных колебаний оборотного капитала, их не следует учитывать.

В случае, если используются постоянно в качестве источника финансирования, тогда они должны быть учтены в процессе оценки цены капитала.

Стоимость *долгосрочных банковских ссуд* определяется на основе процентной ставки за кредит, увеличенной на размер затрат предприятия, обусловленных условиями кредитного соглашения (например, страхования кредита за счет заемщика) и уменьшенной на ставку налога на прибыль с целью отражения реальных затрат корпорации:

$$Kb = \frac{P(1 - N)}{1 - Rb} + \Delta,$$

где Kb – стоимость заемного капитала, привлекаемого в форме долгосрочного банковского кредита;

P – ставка процента за банковский кредит (max = учетная ставка ЦБ + 3 п.п.);

N – ставка налога на прибыль;

Rb – уровень расходов по привлечению банковского кредита;

Δ – разница между номинальной кредитной ставкой и учетной ставкой ЦБ, увеличенной на 3 п.п.

Эта формула в условиях России применима в том случае, если величина процентов по ссуде не превышает учетной ставки Банка России, увеличенной на 3%. Если процентная ставка по долгосрочной ссуде превышает установленный размер, цена источника увеличивается на размер этого превышения. Данное превышение гасится за счет чистой прибыли предприятия.

Управление стоимостью банковского кредита сводится к выявлению таких его предложений на финансовом рынке, которые эту стоимость минимизируют как по ставке процента за кредит, так и по другим условиям его привлечения (при неизменности привлекаемой суммы кредита и срока его использования).

Еще одним источником привлечения средств является *выпуск корпоративных облигаций*.

Проценты, уплачиваемые по ним, в соответствии с законодательством РФ списываются компанией из чистой прибыли. Таким образом, стоимость облигационного займа (Ko) примерно равна величине процентов, уплачиваемых держателям облигаций, т.е. ее доходно-

сти. В зависимости от вида облигаций доходность рассчитывается по-разному. Так, общая доходность купонной облигации без права досрочного погашения (или доходность к погашению) по формуле:

$$K_o = L = \frac{Sh}{H(1 - R_o)},$$

где K_o – стоимость облигационного займа;

S – номинальная стоимость облигации;

h – купонный годовой процентный доход;

t – срок погашения облигации;

R_o – затраты на размещение облигационного займа;

H – купонная ставка.

Так как выплаты процентов по облигациям подлежат налогообложению, налоговая корректировка по ним не производится.

Управление стоимостью капитала, привлекаемого за счет выпуска корпоративных облигаций, заключается в разработке соответствующей эмиссионной политики, обеспечивающей полную реализацию эмитируемых облигаций на условиях не выше среднерыночных.

В последнее время наиболее известным механизмом привлечения средств является *финансовый лизинг*. Стоимость его определяется на основе ставки лизинговых платежей.

Ставка лизингового платежа состоит:

- из части основного долга (годовая норма амортизации актива, полученного в лизинг; по истечении срока договора актив переходит в собственность лизингополучателя);
- из стоимости обслуживания лизингового договора.

$$K_l = \frac{(L - A)(1 - N)}{1 - R_l},$$

где K_l – стоимость заемного капитала, привлекаемого на условиях финансового лизинга;

L – годовая лизинговая ставка;

N – ставка налога на прибыль;

Rl – уровень расходов по привлечению лизинга к стоимости этого актива.

Управление стоимостью финансового лизинга базируется на следующем положении: его стоимость не должна превышать стоимости банковского кредита, предоставляемого на аналогичный период (иначе предприятию выгоднее получить долгосрочный банковский кредит для покупки актива в собственность).

Расчет цены собственного капитала.

Основными элементами собственных средств являются обыкновенные и привилегированные акции и нераспределенная прибыль.

Стоимость привлечения дополнительного капитала за счет *эмиссии привилегированных акций* определяется с учетом фиксированного размера дивидендов, который по ним заранее определен:

$$K_s = \frac{D_s \cdot 100}{M_s(1 - R_s)},$$

где K_s – стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии привилегированных акций;

D_s – сумма дивидендов, предусмотренных к выплате;

M_s – рыночная цена привилегированных акций;

R_s – затраты по эмиссии акций.

Дивиденды по таким акциям также облагаются налогом, поэтому налоговая корректировка по ним не производится.

Хотя выплаты по привилегированным акциям не являются обязательными, фирмы стараются это делать, так как иначе:

- не смогут выплатить дивиденды по обыкновенным акциям;
- будет проблематично привлечь дополнительные ресурсы на рынке капиталов;
- бывает, что собственники привилегированных акций имеют право контролировать компанию.

Стоимость капитала, формируемого с помощью *нераспределенной прибыли* можно определить как доход-

ность, которую акционеры желают получить от обыкновенных акций. Цена этого источника должна быть не меньше, чем собственники могли бы заработать на вложении этих средств в акции или облигации этого же или иного предприятия, государственные облигации, векселя и т.д.

Показатель цены нераспределенной прибыли необходим для обоснования целесообразности использования части прибыли для финансирования прироста активов компании.

Цену источника «нераспределенная прибыль» можно исчислить тремя способами:

- оценкой доходности финансовых активов (САРМ);
- дисконтированием денежного потока (модель Гордона);
- доходностью облигации фирмы плюс премия за риск.

Данные методы могут применяться одновременно и дополняют друг друга.

Оценка доходности финансовых активов (САРМ). Согласно этому методу, стоимость собственного капитала рассчитывается как безрисковая доходность плюс премия за риск, которая определяется перемножением β -коэффициента акции на рыночную премию за риск:

$$K_p = DR + (D_p - DR) \cdot \beta_i$$

где K_p – стоимость источника «нераспределенная прибыль»;

DR – безрисковая доходность;

D_p – ожидаемый рыночный доход;

β_i – коэффициент i -й акции.

Безрисковую доходность целесообразно определять как доходность по казначейским облигациям со сроком погашения не менее 20 лет, так как они считаются активом, наименее подверженным рыночным колебаниям. Рыночную премию за риск можно рассчитать, как разницу в доходности между сравниваемыми ценными бумагами. β -коэффициент отражает чувствительность доходности акции к изменению среднерыночной доходно-

сти (табл. 4.2). β -коэффициент портфеля равен средневзвешенному значению β -коэффициентов акций, составляющих его.

Таблица 4.2 - **Общие стандарты для значений β -коэффициента**

Значение β -коэффициента	Размер риска
0	Доход от ценной бумаги не зависит от риска (безрисковая ценная бумага - казначейская облигация)
0,5	Ценная бумага реагирует в половину стоимости на изменение риска ценных бумаг
1	Ценная бумага реагирует полностью на изменение рынка ценных бумаг
2	Ценная бумага вдвойне реагирует на изменение рынка ценных бумаг

Дисконтирование денежного потока (модель Гордона). Согласно этой модели, стоимость нераспределенной прибыли есть дисконтированная величина ожидаемых в будущем выплат на одну простую акцию (дивидендов). Если доходность акции будет сохраняться в будущем на прежнем уровне, то стоимость источника «нераспределенная прибыль» можно рассчитать по следующей формуле:

$$Z_p = \frac{\sum_{t=1}^{\infty} D_0 \cdot 100}{(1 + K_p)^t},$$

где Z_p – рыночная стоимость акции;

D_0 – ожидаемые дивиденды;

t – количество лет.

В случае роста доходности акции в постоянном темпе оценку источника «нераспределенная прибыль» можно выразить в виде:

$$K_p = \frac{(D_0 \cdot 100)}{Z_p} + m,$$

где m – темп прироста дивидендов (принимаются постоянными).

Метод дисконтированного денежного потока применяется не во всех случаях, в отношении его использо-

вания есть ограничения. Так, модель Гордона применяется только в компаниях, осуществляющих выплату дивидендов. В дополнение – часто вызывает проблемы предсказание темпов прироста дивидендов.

Метод «доходность облигаций плюс премия за риск» предполагает сложение доходности собственных облигаций компании и премии за риск. Механизм расчета доходности собственных облигаций компании был показан ранее. Премия за риск есть разница между среднерыночной доходностью акций и облигаций, обращающихся на фондовом рынке, и может быть определена двумя способами:

- с помощью аналитического обзора;
- приведением по времени (дисконтированием) денежного потока.

Если темпы роста деятельности настолько значимы, что нераспределенной прибыли не хватает для их финансирования, корпорации целесообразно увеличить собственный капитал за счет дополнительного выпуска обыкновенных акций. Стоимость новой эмиссии обыкновенных акций выше, чем цена прибыли, оставшейся в распоряжении фирмы. Размещение этих акций также влечет за собой затраты. На величину этих расходов уменьшается денежный поток, получаемый от реализации акций, что увеличивает цену данного способа привлечения средств.

$$K_a = \frac{D_a \cdot 100}{M_a(1 - R_a)},$$

где K_a – стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии простых акций;

D_a – сумма дивидендов, предусмотренных к выплате;

M_a – рыночная цена обыкновенных акций;

R_a – расходы на размещение выпущенных акций.

Определение средневзвешенной цены капитала.

Ранее были рассмотрены механизмы оценки различных источников заемного и собственного капитала. Далее следует объединить все эти оценки в одну, так

называемую **средневзвешенную цену капитала** (Weighted Average Cost of Capital, WACC) – это средневзвешенная цена каждого нового рубля прироста капитала. Иначе говоря, WACC – это не средняя цена всех источников, привлеченных фирмой в прошлом, а средняя цена источников, которые фирма намерена привлечь в ближайшем будущем. Целесообразно получение цены капитала в первую очередь для формирования инвестиционного бюджета. WACC, как уже было отмечено, основывается на поэлементной оценке стоимости каждой из составляющих частей. Результаты этой оценки предварительно группируются в виде таблицы (табл. 4.3).

Таблица 4.3 - Группировка результатов поэлементной оценки стоимости капитала для проведения расчета его средневзвешенной стоимости

Показатель	Элементы капитала, выделенные в процессе							
Стоимость отдельных элементов капитала, %	K_b	K_i	K_s	K_a	K_k	K_o	K_p	K_b
Удельный вес отдельных элементов капитала в общей сумме, доля	V_b	V_i	V_s	V_a	V_k	V_o	V_p	V_b

Исходя из данных табл. 4.3, рассчитывается средневзвешенная цена капитала:

$$WACC = K_b V_b + K_i V_i + K_s V_s + K_a V_a + K_k V_k + K_o V_o + K_p V_p,$$

где $K_b, K_i, K_s, K_a, K_k, K_o, K_p$ – стоимости соответствующих конкретных элементов капитала;

$V_b, V_i, V_s, V_a, V_k, V_o, V_p$ – удельный вес отдельных элементов капитала в общей сумме средств.

Любая компания знает оптимальную структуру капитала как комбинацию различных источников, приводящих к максимизации цены акций фирмы. Если она расширяет капитал, то стремится осуществить финансирование так, чтобы со временем сохранить существующую

ющую структуру капитала, по возможности более близкую к оптимальной.

Рассчитанная средневзвешенная стоимость капитала является главным критериальным показателем оценки эффективности его формирования: минимальный возврат средств предприятия инвестиционного характера, если уровень его рентабельности не ниже текущего значения показателя средневзвешенной цены капитала.

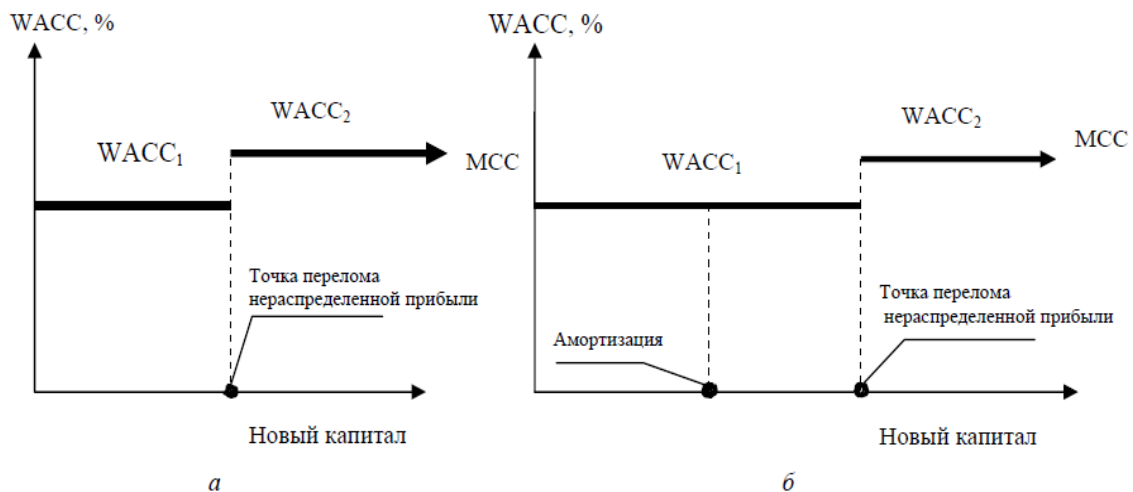
Понятие *предельной цены капитала* (МСС) показывает цену последней денежной единицы вновь привлеченного капитала. Она рассчитывается на основе прогнозной величины расходов, которые предприятия понесет при воспроизводстве целевой структуры капитала в условиях сложившейся конъюнктуры фондового рынка. Предельная цена капитала увеличивается с ростом объемов привлеченных средств и изменений в структуре капитала (рис. 4.2, а).

Общую сумму финансирования (совокупность заемных средств, привилегированных акций и нераспределенной прибыли), которую есть возможность привлечь до окончания нераспределенной прибыли и начала реализации фирмой обыкновенных акций нового выпуска, можно рассчитать так:

$$\text{Общая сумма финансирования} = \frac{\text{Нераспределенная прибыль}}{\text{Доля собственного капитала}}$$

Структура этой суммы будет также идентична оптимальной структуре капитала компании.

Амортизация, отсроченные к выплате налоги увеличивают общую сумму финансирования при сохраняющейся на прежнем уровне предельной цене капитала. Это можно проследить на графике предельной цены капитала (рис. 4.4).



**Рисунок 4.2 - Предельная цена капитала:
а – без учета амортизации; б – с учетом амортизации**

Причем после точки перелома нераспределенной прибыли средневзвешенная и предельная цена капитала начинают расти (рис. 4.3).

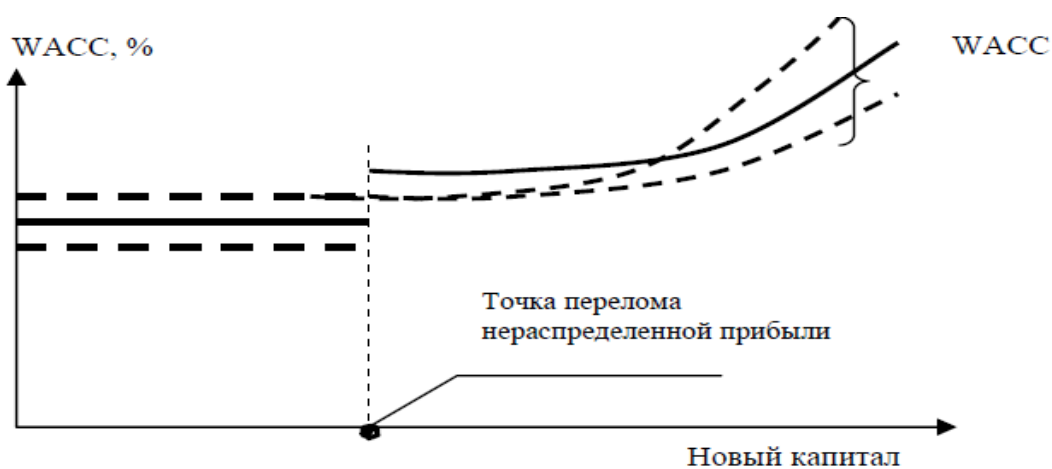


Рисунок 4.3 - График предельной цены капитала за пределами точки перелома нераспределенной прибыли

Исходя из проведенного анализа стоимости различных источников капитала, а также общих принципов финансирования организации, менеджеры разрабатывают мероприятия по оптимизации структуры капитала.

4.5 Дивидендная политика корпорации

Понятие дивидендной политики непосредственно связано с распределением прибыли в акционерных обществах.

Дивидендная политика представляет собой процесс оптимизации пропорций между потреблением и капитализацией прибыли в целях максимизации рыночной стоимости корпорации.

Дивиденды представляют собой денежный доход акционеров и в определенной степени показывают, насколько успешно работает коммерческая организация, в акции которой они вложили свои средства. Большая часть корпораций основным источником финансирования своей деятельности считает реинвестированную прибыль. Поскольку выплата дивидендов уменьшает объем реинвестируемой прибыли, решение о размере и порядке их выплаты является решением о финансировании деятельности предприятия и влияет на размер привлекаемых (извне) источников капитала. Реинвестирование прибыли одна из самых распространенных и наиболее дешевых форм финансирования инвестиционных программ, поскольку позволяет избежать дополнительных расходов по привлечению новых источников финансирования (например, при дополнительной эмиссии акций, получении банковского кредита) и оставляет контроль за деятельностью корпорации в руках нынешних собственников.

Важнейшей задачей дивидендной политики является оптимальное сочетание интересов акционеров с необходимостью достаточного финансирования развития корпорации.

Для выработки собственной дивидендной политики корпорации необходимо решить два принципиальных вопроса: влияет ли величина выплачиваемых дивидендов на совокупное богатство акционеров и какова должна быть оптимальная величина дивидендов?

Существуют три основных подхода к оптимизации дивидендной политики (рис. 4.4).

Теория «Иррелевантности дивидендов»	Теория «Синицы в руках»	Теория «Налоговой дифференциации»
<ul style="list-style-type: none">• доказывает, что дивидендная политика не имеет никакого отношения к стоимости компании	<ul style="list-style-type: none">• доказывает, что увеличение дивидендных выплат ведет к росту стоимости компании	<ul style="list-style-type: none">• доказывает, что выплата высоких дивидендов снижает рыночную стоимость акций корпорации

Рисунок 4.4 – **Теории дивидендной политики**

В настоящее время единой дивидендной политики акционерных обществ не существует. На разных этапах становления и развития, при различных ситуациях на рынке корпорации стремятся либо форсировать накопление, либо наращивать дивидендный доход акционеров.

Выбор проводимой дивидендной политики в каждый отдельный период времени определяется необходимостью решения взаимосвязанных задач:

✓ максимизации совокупного богатства акционеров в форме дивидендных выплат и прироста стоимости предприятия;

✓ обеспечения достаточного объема собственных финансовых ресурсов для осуществления расширенного воспроизводства.

На практике выделяют следующие виды дивидендной политики, в зависимости от доли дивидендных выплат.

Остаточная политика дивидендных выплат предполагает, что фонд выплаты дивидендов образуется после того, как за счет прибыли удовлетворена потребность в формировании собственных финансовых ресурсов, обеспечивающих в полной мере реализацию инве-

стиционных возможностей корпорации. Если по имеющимся инвестиционным проектам уровень внутренней ставки доходности превышает средневзвешенную стоимость капитала (или другой избранный критерий, например, коэффициент финансовой рентабельности), то основная часть прибыли должна быть направлена на реализацию таких проектов, так как она обеспечит высокий темп роста капитала (отложенного дохода) собственников. Преимуществом политики этого типа является обеспечение высоких темпов развития предприятия, повышение его финансовой устойчивости. Недостаток же этой политики заключается в нестабильности размеров дивидендных выплат, полной непредсказуемости формируемых их размеров в предстоящем периоде и даже отказ от их выплат в период высоких инвестиционных возможностей, что отрицательно сказывается на формировании уровня рыночной цены акций. Такая дивидендная политика используется обычно лишь на ранних стадиях жизненного цикла предприятия, связанных с высоким уровнем его инвестиционной активности.

Политика стабильного размера дивидендных выплат предполагает выплату неизменной их суммы на протяжении продолжительного периода (при высоких темпах инфляции сумма дивидендных выплат корректируется на индекс инфляции). Преимуществом этой политики является ее надежность, которая создает чувство уверенности у акционеров в неизменности размера текущего дохода вне зависимости от различных обстоятельств, определяет стабильность котировки акций на фондовом рынке. Недостатком же этой политики является ее слабая связь с финансовыми результатами деятельности предприятия, в связи, с чем в периоды неблагоприятной конъюнктуры и низкого размера формируемой прибыли инвестиционная деятельность может быть сведена к нулю. Для того, чтобы избежать этих негативных последствий стабильный размер дивидендных выплат устанавливается обычно на относительно низком

уровне, что и относит данный тип дивидендной политики к категории консервативной, минимизирующей риск снижения финансовой устойчивости предприятия из-за недостаточных темпов прироста собственного капитала.

Политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды по весьма распространенному мнению представляет собой наиболее взвешенный ее тип. Ее преимуществом является стабильная гарантированная выплата дивидендов в минимально предусмотренном размере (как в предыдущем случае) при высокой связи с финансовыми результатами деятельности корпорации, позволяющей увеличивать размер дивидендов в периоды благоприятной хозяйственной конъюнктуры, не снижая при этом уровень инвестиционной активности. Такая дивидендная политика дает наибольший эффект в корпорациях с нестабильным в динамике размером формирования прибыли. Основным недостатком этой политики заключается в том, что при продолжительной выплате минимальных размеров дивидендов инвестиционная привлекательность акций компании снижается и соответственно падает их рыночная стоимость.

Политика стабильного уровня дивидендов предусматривает установление долгосрочного нормативного коэффициента дивидендных выплат по отношению к сумме прибыли (или норматива распределения прибыли на потребляемую и капитализируемую ее части). Преимуществом этой политики является простота ее формирования, и тесная связь с размером формируемой прибыли. В то же время основным ее недостатком является нестабильность размеров дивидендных выплат на акцию, определяемая нестабильностью суммы формируемой прибыли. Эта нестабильность вызывает резкие перепады в рыночной стоимости акций по отдельным периодам, что препятствует максимизации рыночной стоимости корпорации в процессе осуществления такой политики (она сигнализирует о высоком уровне риска хозяйственной деятельности данного предприятия). Даже

при высоком уровне дивидендных выплат такая политика не привлекает обычно инвесторов (акционеров), избегающих риска. Только зрелые компании со стабильной прибылью могут позволить себе осуществление дивидендной политики этого типа; если размер прибыли существенно варьирует в динамике, эта политика генерирует высокую угрозу банкротства.

Политика постоянного возрастания размера дивидендов (осуществляемая под девизом: «никогда не снижай годовой дивиденд») предусматривает стабильное возрастание уровня дивидендных выплат в расчете на одну акцию. Возрастание дивидендов при осуществлении такой политики происходит, как правило, в твердо установленном проценте прироста к их размеру в предшествующем периоде. Преимуществом такой политики является обеспечение высокой рыночной стоимости акций компании и формирование положительного ее имиджа у потенциальных инвесторов при дополнительных эмиссиях. Недостатком же этой политики является отсутствие гибкости в ее проведении и постоянное возрастание финансовой напряженности - если темп роста коэффициента дивидендных выплат возрастает (то есть если фонд дивидендных выплат растет быстрее, чем сумма прибыли), то инвестиционная активность предприятия сокращается, а коэффициенты финансовой устойчивости снижаются (при прочих равных условиях). Поэтому осуществление такой дивидендной политики могут позволить себе лишь реально процветающие акционерные компании – если же эта политика не подкреплена постоянным ростом прибыли компании, то она представляет собой верный путь к ее банкротству.

ТЕМА 5. ПОЛИТИКА УПРАВЛЕНИЯ ДОХОДАМИ И РАСХОДАМИ КОРПОРАЦИИ

5.1. Содержание и виды расходов корпорации. Планирование затрат корпорации

Деятельность корпорации сопряжена с множеством расходов, различающихся по экономическому содержанию, целевому назначению, источникам возмещения.

В настоящее время принято выделять следующие признаки группировки расходов корпорации:

- связанные с извлечением прибыли (включают в себя затраты на производство и реализацию продукции (работ, услуг), а также инвестиции);

- не связанные с извлечением прибыли (расходы на потребление, социальную поддержку работников, благотворительность и другие гуманитарные цели);

- принудительные расходы (это налоги и налоговые платежи, отчисления на социальное страхование, расходы по страхованию, созданию обязательных резервов, экономические санкции).

По степени отнесения на себестоимость затраты подразделяют на прямые и косвенные. Прямые затраты непосредственно связаны с производством продукции, работ, услуг. На объект калькулирования их можно отнести в момент осуществления. К ним относят затраты на сырье и основные материалы, зарплату основных производственных рабочих с отчислениями, расходы на эксплуатацию оборудования, связанного с производством и т.д.

Косвенные затраты не могут быть непосредственно отнесены на себестоимость изделия. Для их отнесения на себестоимость конкретного продукта (товара) необходимы дополнительные расчеты по распределению пропорционально той или иной выбранной базе. Они включают в себя общепроизводственные, общехозяйственные и коммерческие расходы.

Четкого деления затрат на прямые и косвенные не существует. Это деление непосредственно зависит от

вида деятельности корпорации. Классификация затрат на прямые и косвенные применяется при формировании себестоимости отдельных видов продукции.

В бухгалтерском учете используется классификация затрат по экономическим элементам.

Следует отметить, что она отличается от классификации по экономическим элементам, приведенным в ст. 254–264 Налогового кодекса РФ на величину страховых взносов.

Сегодня большинство корпораций из всей совокупности перечисленных затрат выделяет транзакционные, связанные с сопутствующими производству затратами: поиском информации о ценах, контрагентах хозяйственных сделок, издержками заключения хозяйственных договоров, контролем за их исполнением и т.д.

Транзакционные затраты делятся на две группы:

1) затраты *ex ante* (возникающие до совершения сделки купли-продажи):

- связанные с поиском информации о необходимом товаре (поиск информации о потенциальном партнере, рыночной ситуации), потери от некачественной информации;

- ведением переговоров о сделке (затраты на ведение переговоров об условиях обмена, о форме сделки);

- измерением качества товара;

- заключением контракта (затраты на юридическое оформление);

2) затраты *ex post* (возникают после совершения сделки):

- связанные с мониторингом и предупреждением оппортунизма (затраты на контроль за соблюдением условий сделки и предотвращения уклонения от них);

- спецификацией и защитой прав собственности (расходы на судебные и арбитражные разбирательства, временные и финансовые затраты на восстановление нарушенных прав, потери от плохой спецификации прав собственности);

– защитой от третьих лиц (государства, организованной преступности и т.д.) на часть полезного эффекта по результатам сделки.

В российском бухгалтерском и налоговом учете подобные затраты учитываются в разделе прочих и отдельным элементом не выделяются.

Для планирования затрат используют следующие методы.

1. Метод полного распределения затрат состоит в оценке продукции (услуг) путем сложения прямых и косвенных затрат. Косвенные затраты определяются как доля от выбранной базы. Для калькуляции себестоимости применяют метод прямого счета, нормативный метод, расчетно-аналитический метод, параметрический метод, метод исключения затрат, коэффициентный метод.

2. Метод частичного распределения затрат предполагает включать затраты в пределах разработанных норм. В рамках данного метода для калькуляции себестоимости применяют систему «стандарт-кост» или «директ-костинг».

Рассмотрим, как планируются отдельные группы затрат.

Для планирования переменных затрат (C) используют следующие формулы:

$$C = H \times V$$

где H – удельные затраты на единицу продукции, V – планируемый объем выпуска продукции в натуральном выражении;

или

$$C = \frac{V_{пл}}{(Cф \times Vф)}$$

где $Cф$ – фактическая сумма переменных затрат в отчетном периоде;

$V_{пл}$ – плановый объем выпуска в натуральном выражении;

$Vф$ – фактический объем выпуска в отчетном периоде в натуральном выражении.

В рыночных условиях любая корпорация независимо от масштабов и сферы деятельности занимается планированием, когда на первое место выходит забота об уменьшении неопределенности экономических результатов.

Основой планирования деятельности корпорации является калькулирование себестоимости, т.е. определение затрат, связанных с производством и реализацией единицы продукции.

Себестоимость – это затраты, которые несет корпорация на производство товара или оказание услуги.

При расчете себестоимости готовой продукции необходимо учитывать изменение остатков незавершенного производства и расходов будущих периодов, а также создание резервов предстоящих расходов и платежей.

Незавершенное производство – это продукция, процесс изготовления которой еще не закончен.

Выпуск готовой продукции по себестоимости с учетом незавершенного производства определяется по формуле:

Выпуск готовой продукции

= Валовые затраты – Изменение (сальдо) незавершенного производства

Расходы будущих периодов – это расходы, которые несет корпорация в данном периоде, но включать в себестоимость будет в последующих отчетных периодах.

Выпуск готовой продукции по себестоимости с учетом расходов будущих периодов:

Выпуск готовой продукции =

*Валовые затраты – Изменение (сальдо) незавершенного строительства –
Изменение (сальдо) расходов будущих периодов*

Создание резервов предстоящих расходов и платежей увеличивает себестоимость, поскольку эти резервы создаются для осуществления расходов, включаемых в себестоимость.

5.2. Операционный анализ деятельности корпорации

Операционный анализ (анализ безубыточности, CVP-анализ, от *costs, volume, profit* – анализ «затраты – объем – прибыль») используется для изучения зависимости финансовых результатов деятельности корпорации от издержек, объемов производства и реализации продукции, товаров, услуг. Он является наиболее эффективным средством планирования и прогнозирования деятельности, получил широкое распространение в ценообразовании.

Основные показатели операционного анализа:

- *маржинальная прибыль* – сумма покрытия постоянных затрат, т.е. разница между выручкой от реализации и переменными затратами;

- *чистая прибыль*

- *точка безубыточности* – количество продукции (работ, услуг) в денежном выражении, при котором выручка корпорации равна ее затратам.

в натуральном выражении ($T_{бн}$):

$$T_{бн} = \frac{Z_{пост}}{(Ц - Z_{пер})}$$

где $Z_{пост}$ – сумма постоянных затрат;

$Ц$ – цена товара за единицу;

$Z_{пер}$ – переменные расходы на единицу продукции в денежном выражении ($T_{бд}$):

$$T_{бд} = \frac{B * Z_{пост}}{(B - Z_{пер})}$$

где B – выручка от продаж;

- *запас/недостаток финансовой прочности* – разница между выручкой на текущий момент времени и точкой безубыточности. Он показывает, на сколько процентов может снизиться объем реализации, при котором корпорация избежит убытка.

Определяется в денежном выражении:

$$ЗП_{д} = \frac{B - T_{бд}}{B} \times 100\%$$

В натуральном выражении:

$$ЗПн = \frac{Pн - Tбд}{Pн} \times 100\%$$

где $Pн$ – объем реализации в натуральном выражении;

• *эффект операционного рычага* характеризует величину предпринимательского риска, или влияние структуры затрат на маржинальную прибыль корпорации. Проявляется в том, что изменение выручки от продаж всегда ведет к более сильному изменению прибыли. Этот эффект вызван различной степенью влияния динамики переменных и постоянных затрат на финансовый результат при изменении объема выпуска.

Силу воздействия операционного рычага для корпораций (DOL) рассчитывают по формуле:

$$DOL = \frac{MP}{EBIT} \times \frac{EBIT + FC}{EBIT}$$

где MP – маржинальная прибыль;

$EBIT$ – прибыль до уплаты процентов и налогов;

FC – условно-постоянные расходы производственного характера.

Корпорации пытаются снизить себестоимость продукции. Рассмотрим факторы, влияющие на себестоимость.

1. Непрерывный технический процесс. Внедрение новой техники и технологий, комплексная механизация и автоматизация производственных процессов, внедрение прогрессивных видов материалов позволяют осуществлять значительную экономию финансовых и трудовых ресурсов.

2. Расширение специализации и кооперирования. Специализированное производство характеризуется однородностью продукции и технологического процесса, особым оборудованием и специализированными кадрами. Кооперирование представляет собой длительные производственные связи между организациями и предприятиями по совместному изготовлению продукции. Данные процессы позволяют осуществлять производство с минимальными ресурсными затратами.

3. Повышение производительности труда, ведущее к сокращению затрат труда в расчете на единицу продукции и уменьшению удельного веса заработной платы в структуре себестоимости.

4. Строгий режим экономии при осуществлении производственно-хозяйственной деятельности.

5. Внедрение технически обоснованных норм расходов материальных ценностей.

6. Снижение управленческих расходов за счет сокращения численности работников вследствие автоматизации и механизации процессов.

7. Сокращение потерь от брака и других непроизводительных расходов. Изучение причин брака даст возможность провести мероприятия по ликвидации потерь, сокращению и наиболее рациональному использованию отходов производства.

Для оптимизации затрат, включаемых в себестоимость, необходима система управления ресурсами, обеспечивающая максимальную производительность при необходимом минимуме затрат. Данная система управления включает три уровня: оптимизация при покупке ресурсов, оптимизация затрат ресурсов на производство и сбыт продукции (основой которого служит СVP-анализ), а также оценка результативности и эффективности затрат ресурсов.

5.3. Содержание и виды доходов корпорации.

Планирование выручки от продаж

Понятие доходов приводится в ПБУ 9/99 и в ст. 249 Налогового кодекса РФ.

В целях бухгалтерского учета доходами (ПБУ 9/99) организации признается увеличение экономических выгод в результате поступления активов (денежных средств, иного имущества) и погашения обязательств, приводящее к увеличению капитала этой организации, за исключением вкладов участников (собственников имущества).

В соответствии с ПБУ 9/99 не признаются доходами организации следующие поступления:

- суммы налога на добавленную стоимость, акцизов, экспортных пошлин и иных аналогичных обязательных платежей;
- по договорам комиссии, агентским и иным аналогичным договорам;
- в порядке предварительной оплаты продукции, товаров, работ, услуг;
- авансов в счет оплаты продукции, товаров, работ, услуг;
- задатка;
- залог, если договором предусмотрена передача заложенного имущества залогодержателю;
- в погашение кредита, займа, предоставленного заемщику.

Основным доходом корпорации является выручка. Она подразделяется на выручку:

- от *основной деятельности* – выступает в виде выручки от реализации продукции, выполненных работ, оказанных услуг, средств, полученных от сдачи имущества в аренду и т.д.
- *инвестиционной деятельности* – выражается в виде финансового результата от продажи внеоборотных активов и реализации ценных бумаг других эмитентов.
- *финансовой деятельности* – включает в себя результат от размещения среди инвесторов облигаций и акций корпорации.

Осуществляя грамотное воздействие на внутренние факторы, можно значительно увеличить объемы реализации продукции.

Планирование выручки необходимо для осуществления эффективной работы корпорации. Для этого применяют ряд методов.

1. **Метод прямого счета** используется при небольшом ассортименте выпускаемой продукции, при наличии заказов потребителей на все виды продукции на

плановый период. Он предполагает, что вся произведенная продукция будет реализована.

$$B = P \times Ц$$

где B – выручка;

P – объем реализуемой продукции в натуральном выражении;

$Ц$ – цена единицы реализуемой продукции.

2. Расчетный метод. Определение плановой выручки от реализации зависит от метода ее учета.

Метод отражения выручки определяется моментом реализации продукции и устанавливается по моменту оплаты (кассовый метод) или по моменту отгрузки (метод начисления). В соответствии со ст. 271 Налогового кодекса РФ доходы признаются в том отчетном периоде, в котором они имели место, независимо от фактического поступления денежных средств, иного имущества (работ, услуг) и имущественных прав. Моментом реализации считается факт отгрузки готовой продукции и предъявление расчетных документов покупателю.

Величина выручки от реализации продукции **по методу начисления** определяется по формуле:

$$B = T + \Delta O1 + \Delta O2$$

где

T – товарная продукция, предполагаемая к выпуску в планируемом периоде;

$\Delta O1$ – изменение остатков готовой продукции на складе;

$\Delta O2$ – изменение остатков товаров, отгруженных на конец планового периода.

Кассовый метод корпорация может использовать, если в среднем за предыдущие четыре квартала сумма выручки от реализации товаров (работ, услуг) без учета налога на добавленную стоимость не превысила 1 млн руб. за каждый квартал. В данном случае моментом реализации считается факт поступления денежных средств от покупателей на расчетный счет продавца.

Величина выручки от реализации продукции кассовым методом определяется по формуле:

$$B = T + \Delta O1 + \Delta O2 + \Delta O3$$

где

$\Delta O3$ – изменение остатков товаров отгруженных, не оплаченных в срок покупателями.

3. Метод, основанный на использовании порога рентабельности. На его основе определяют критический (минимальный) объем реализации продукции, покрывающий затраты на производство и реализацию. Минимальный объем реализации в натуральном выражении рассчитывается как точка безубыточности. Далее он переводится в стоимостные показатели.

5.4. Управление формированием прибыли

Прибыль корпорации как экономическая категория представляет собой финансовый результат предпринимательской деятельности. Она является показателем, наиболее полно отражающим эффективность производства, объем и качество произведенной продукции, состояние производительности труда, уровень себестоимости. Отметим, что за счет прибыли осуществляется стимулирование как корпорации, так и работников, поскольку по результатам финансово-хозяйственной деятельности первые получают прибыль, а вторые – заработную плату.

Сегодня понятие экономической и бухгалтерской прибыли четко разграничены. В бухгалтерском учете прибыль трактуют как результат реализации товаров, работ и услуг, т.е. как разницу между доходами и расходами, принимаемыми в отчетном периоде. Методика ее расчета приведена в форме «Отчет о финансовых результатах» бухгалтерской отчетности.

Экономическая прибыль (EP) определяется как результат работы капитала. По сути, она является прибылью, оставшейся после расходов на обслуживание всего

капитала, включая собственный. Данный показатель выступает мерой степени увеличения стоимости инвестиций акционеров. Ее расчет возможен для корпораций, акции которых участвуют в листинге.

В работе Т. Коупленда приведена следующая модель ее расчета:

$$EP = \text{Инвестированный капитал} \times (ROIC - WACC)$$

где *ROIC* – рентабельностью инвестированного капитала;

WACC – средневзвешенная стоимость капитала.

Экономическая прибыль преобразует факторы стоимости, такие как рентабельность инвестиций и темпы роста, в единый денежный показатель (поскольку рост связан с величиной инвестированного капитала или размером компании) и может быть определена по формуле:

$$EP = NOPLAT - \text{Плата за капитал} = NOPLAT - \text{Инвестированный капитал} \times WACC,$$

где *NOPLAT* – посленалоговая прибыль от основной деятельности.

Модель экономической прибыли используют для определения стоимости корпорации. Корпорация «стоит больше или меньше, чем ее инвестированный капитал, лишь в той мере, в какой она зарабатывает больше или меньше своих средневзвешенных затрат на капитал, т.е. надбавка или скидка к инвестированному капиталу должна быть равна приведенной стоимости ее будущей экономической прибыли»:

$$\begin{aligned} \text{Стоимость корпорации} &= \text{Инвестированный капитал} + \text{Надбавка (Скидка)} = \\ &= \text{Инвестированный капитал} + \text{Приведенная стоимость прогнозируемой экономической прибыли} \end{aligned}$$

В свою очередь приведенная стоимость экономической прибыли может быть определена по формуле бессрочной ренты.

Прибыль корпорации выполняет ряд функций:

– служит критерием и показателем эффективности ее деятельности;

– стимулирует предпринимательскую деятельность, поскольку является источником выплаты дивидендов и формирования финансовых ресурсов. За счет прибыли осуществляется прирост собственного капитала корпорации;

– служит источником формирования средств бюджетов различного уровня, выполняя общественно-социальную функцию;

– является источником для благотворительной деятельности.

Эффективность деятельности корпорации в мировой практике определяется путем расчета следующих показателей прибыли.

1. Валовая прибыль (*gross profit, GP*).

2. Операционная прибыль до вычета износа основных средств и амортизации нематериальных активов (*operating income before depreciation and amortization, OIBDA*). Показатель исключает воздействие на прибыль внереализационных доходов и расходов и является надежным индикатором стоимости корпорации.

$OIBDA = \text{Операционная прибыль} + \text{Амортизация нематериальных активов} + \text{Амортизация основных средств}$.

3. Прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization; EBITDA*) показывает финансовый результат компании, исключая влияние эффекта структуры капитала (т.е. процентов, уплаченных по заемным средствам), налоговых ставок и амортизационной политики организации.

$EBITDA = \text{Прибыль (убыток) до налогообложения} + (\text{Проценты к уплате} + \text{Амортизация основных средств и нематериальных активов})$.

4. Прибыль до вычета налогов и процентов («операционная прибыль», *earnings before interest & tax, EBIT*).

$EBIT = \text{Доходы} - \text{Операционные расходы}$.

5. Прибыль до налогообложения, или балансовая прибыль – (*earnings before tax, EBT*).

$EBT = \text{Доходы} - \text{Расходы (не включая налоги)}$.

6. Чистая операционная прибыль (*net operating profit less adjusted taxes, NOPLAT*).

$$NOPLAT = EBIT \times (1 - t)$$

где t – ставка налога на прибыль.

На основе $NOPLAT$ и стоимости капитала рассчитывается стоимость бизнеса по модели Гордона.

6. Чистая прибыль (*net profit, NP*).

Для корпорации необходимо экономически обосновать размер планируемой прибыли, поскольку это позволит своевременно в полном объеме выполнить все обязательства, а также обеспечить дальнейшее развитие. Рассмотрим используемые в современной практике методы планирования прибыли.

1. Метод прямого счета применяется при небольшом ассортименте выпускаемой продукции. Прибыль (Pr) исчисляется как разница между выручкой от реализации продукции в соответствующих ценах (Vp) и полной ее себестоимостью за вычетом НДС и акцизов (Cn).

$$Pr = Vp - Cn \text{ или } Pr = \Pi_1 + \Pi_m - \Pi_2$$

где Π_1 и Π_2 – прибыль в остатках нереализованной продукции на начало и конец планируемого периода;

Π_m – прибыль по товарному выпуску планируемого периода.

Метод прост в применении, но не позволяет выявить влияние отдельных факторов на плановую прибыль и при большой номенклатуре выпускаемой продукции очень трудоемок.

2. Аналитический метод применяется при большом ассортименте выпускаемой продукции, а также как дополнение к прямому методу в целях его проверки и контроля. Он позволяет определить влияние отдельных факторов на прибыль, которая определяется по всей сравнимой продукции выполнить в целом. Прибыль по несравнимой продукции определяется отдельно.

Алгоритм расчета прибыли на основе базовой рентабельности следующий.

- Определение базовой рентабельности ($Pб$):

$$Pб = \frac{П_0}{C_n} \times 100\%$$

где $П_0$ – ожидаемая прибыль (расчет прибыли ведется в конце базового года, когда точный размер прибыли еще неизвестен);

C_n – полная себестоимость товарной продукции базового года.

- Исчисление объема товарной продукции в плановом периоде по себестоимости отчетного года (Vn) и определение прибыли на товарную продукцию ($Пр$), исходя из базовой рентабельности:

$$Пр = Vn \times Pб$$

- Учет влияния на плановую прибыль по сравнимой товарной продукции различных факторов (объема производства, себестоимости товарной продукции, ассортимента, качества, цен на сырье и материалы, энергию, готовую продукцию и пр.).

- Расчет прибыли по несравнимой товарной продукции, прибыли в переходящих остатках готовой продукции и прибыли от реализации товарной продукции в плановом периоде.

1. Метод, основанный на использовании элементов операционного анализа базируется на принципе разделения затрат на условно-постоянные и условно-переменные и расчете маржинальной прибыли (валовой прибыли).

$$П = \sum Pi \times Qi - AVC \times Qi - VC$$

где P_i – цена i -го изделия;

Q_i – количество произведенного и реализованного i -го продукта.

Отметим, что планирование прибыли не заканчивается расчетом ее величины на следующий период. При изменении экономической ситуации она корректируется.

Прибыль, полученная корпорацией по результатам отчетного периода, подлежит распределению. Под распределением понимается направление прибыли на уплату налогов, дивидендов акционерам, формирование фондов развития и прочие цели. Распределение прибыли входит в компетенцию общего собрания акционеров. Обычно акционерам приходится решать, направить полученные средства в фонд развития или потребления. Отметим, что государство через порядок предоставления налоговых льгот может стимулировать направление прибыли на капитальные вложения, благотворительные цели, финансирование природоохранных мероприятий, расходов по содержанию объектов социального характера и др.

Оптимизация финансовых результатов деятельности корпорации

При осуществлении производственно-хозяйственной деятельности эти факторы находятся в тесной взаимосвязи и взаимозависимости. Прямое влияние данные факторы оказывают на величину себестоимости и выручку, а, следовательно, показывают, насколько рационально и экономно используются ресурсы.

Следует отметить влияние учетной политики на финансовый результат деятельности корпорации. Существующее множество способов ведения учета предоставляет свободу выбора отражения хозяйственных операций в бухгалтерском учете. Их применение ограничивается действующим законодательством, однако часто существует альтернатива выбора.

5.5 Ценовая политика корпорации

Ценовая политика – это совокупность мероприятий и стратегий, которые использует корпорация для завоевания и удержания рынков сбыта

Основная цель ценовой политики – установление цен на товары и их изменение в зависимости от ситуа-

ции с целью захвата определенной доли рынка, получения намеченного объема прибыли.

Этапы формирования ценовой политики корпорации представлены на рисунке 5.1.



Рисунок 5.1 – Этапы формирования ценовой политики корпорации и их содержание

Процесс разработки ценовой стратегии основывается на определении миссии и перспективной линии развития корпорации. В ходе ее практической реализации любые действия, связанные с формированием цен, должны согласовываться со стратегической линией корпорации и с изменениями, которым она подвергается в рамках осуществления своей деятельности на рынке.

ТЕМА 6. ФИНАНСОВАЯ ПОЛИТИКА УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ КОМПАНИИ

6.1 Политика управления оборотными активами корпорации

Политика управления оборотными активами представляет собой часть общей финансовой стратегии

предприятия, заключающейся в формировании необходимого объема и состава оборотных активов, рационализации и оптимизации структуры источников их финансирования. Она разрабатывается по следующим основным этапам.

1. Анализ оборотных активов корпорации в предшествующем периоде:

1) рассматривается динамика общего объема оборотных активов, используемых предприятием – темпы изменения средней их суммы в сопоставлении с темпами изменения объема реализации продукции и средней суммы всех активов; динамика удельного веса оборотных активов в общей сумме активов предприятия;

2) рассматривается динамика состава оборотных активов предприятия в разрезе основных их видов, темпы изменения суммы каждого из видов оборотных активов в сопоставлении с темпами изменения объема производства и реализации продукции; динамика удельного веса основных видов оборотных активов в общей их сумме;

3) изучается оборачиваемость отдельных видов оборотных активов и общей их суммы посредством коэффициента оборачиваемости и периода оборота оборотных активов;

4) определяется рентабельность оборотных активов, исследуются определяющие ее факторы;

5) рассматривается состав основных источников финансирования оборотных активов – динамика их суммы и удельного веса в общем объеме финансовых средств, инвестированных в эти активы; определяется уровень финансового риска, генерируемого сложившейся структурой источников финансирования оборотных активов.

2. Определение принципиальных подходов к формированию оборотных активов корпорации.

- Выбор политики комплексного оперативного управления текущими активами и текущими пассивами. Суть этой политики состоит, с одной стороны, в

определении достаточного уровня и рациональной структуры текущих активов, учитывая, что предприятия различных сфер и масштабов деятельности испытывают неодинаковые потребности в них для поддержания заданного объема реализации, а с другой стороны – в определении величины и структуры источников финансирования текущих активов.

Если компания не ставит никаких ограничений в наращивании текущих активов, держит значительные денежные средства, имеет значительные запасы сырья и готовой продукции и, стимулируя покупателей, раздувает дебиторскую задолженность – удельный вес текущих активов в общей сумме всех активов высок, а период оборачиваемости оборотных средств длителен, – это признаки *агрессивной политики управления текущими активами*, которая в практике финансового менеджмента получила название «жирный кот». Такая политика способна снять с повестки дня вопрос возрастания риска технической неплатежеспособности, но не может обеспечить повышенную экономическую рентабельность активов.

Если предприятие всячески сдерживает рост текущих активов, стараясь минимизировать их – удельный вес текущих активов в общей сумме всех активов низок, а период оборачиваемости оборотных средств краток – это признаки *консервативной политики управления текущими активами* («худобедно»). Такую политику предприятия ведут либо в условиях достаточной определенности ситуации, когда объем продаж, сроки поступлений и платежей, необходимый объем запасов и точное время их потребления и т.д. известны заранее, либо при необходимости строжайшей экономии буквально на всем. Консервативная политика управления текущими активами обеспечивает высокую экономическую рентабельность активов, но несет в себе чрезмерный риск возникновения технической неплатежеспособности из-за малейшей заминки или ошибки в расчетах, ведущей

к десинхронизации сроков поступлений и выплат компании.

Если компания придерживается «центристской позиции» – это *умеренная политика управления текущими активами*. И экономическая рентабельность активов, и риск технической неплатежеспособности, и период оборачиваемости оборотных средств находятся на среднем уровне (рис. 6.1).

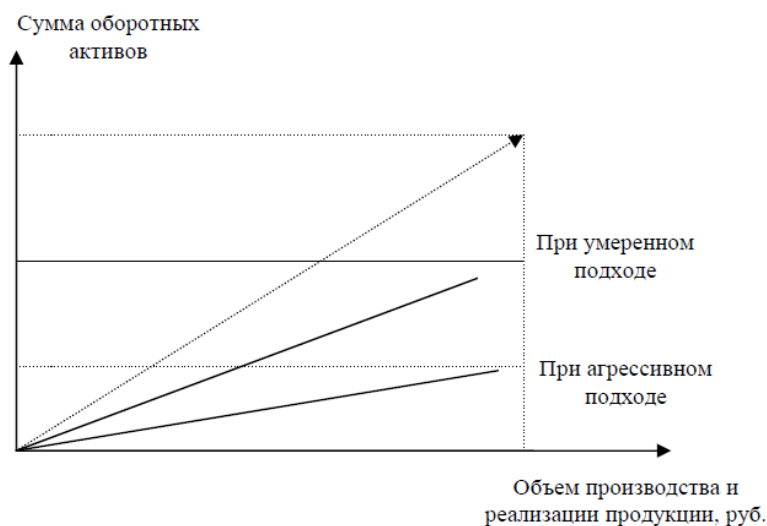


Рисунок 6.1- Зависимость суммы и уровня оборотных активов от альтернативных подходов к их формированию

Каждому из перечисленных типов политики управления текущими активами должна быть выбрана под стать соответствующая политика финансирования, т.е. политика управления текущими пассивами.

Признаком *агрессивной политики управления текущими пассивами* служит абсолютное преобладание краткосрочного кредита в общей сумме всех пассивов. При такой политике у предприятия повышается уровень эффекта финансового рычага. Постоянные затраты отягощаются процентами за кредит, увеличивается сила воздействия операционного рычага, но все же в меньшей степени, чем при преимущественном использовании более дорогого долгосрочного кредита, как это

обычно бывает в случае выбора консервативной политики управления текущими пассивами.

Зависимость суммы и уровня оборотных активов от альтернативных подходов к их формированию.

Признаком консервативной политики управления текущими пассивами служит отсутствие или очень низкий удельный вес краткосрочного кредита в общей сумме всех пассивов предприятия. И стабильные, и нестабильные активы при этом финансируются, в основном, за счет постоянных пассивов (собственных средств, долгосрочных кредитов и займов).

Признаком умеренной политики управления текущими пассивами служит нейтральный (средний) уровень краткосрочного кредита в общей сумме всех пассивов предприятия.

Сочетаемость различных типов политики управления текущими активами и политики управления текущими пассивами показана на матрице выбора политики комплексного оперативного управления (табл. 6.1).

Таблица 6.1 - Матрица выбора политики комплексного оперативного управления текущими активами и текущими пассивами

Политика управления текущими пассивами	Политика управления текущими активами		
	Консервативная	Умеренная	Агрессивная
Агрессивная	Не сочетаются	Умеренная	Агрессивная
Умеренная	Умеренная	Умеренная	Умеренная
Консервативная	Консервативная	Умеренная	Не сочетаются

3. Оптимизация объема оборотных активов должна исходить из избранного типа политики формирования оборотных активов.

На первом этапе с учетом результатов анализа оборотных активов в предшествующем периоде определяется система мероприятий по сокращению продолжительности операционного цикла без снижения объемов производства и реализации продукции. Операционный

цикл продолжается с момента поступления сырья и материалов на предприятие и заканчивая моментом отгрузки изготовленной из них готовой продукции покупателям.

На втором оптимизируется объем и уровень отдельных видов активов, нормирование периода их оборота и суммы.

На третьем этапе определяется общий объем оборотных активов предприятия на предстоящий период.

4. Оптимизация соотношения постоянной и переменной части оборотных активов.

Потребность в отдельных видах оборотных активов и их сумма в целом существенно колеблются в зависимости от сезонных особенностей осуществления операционной деятельности. Так, на предприятиях ряда отраслей агропромышленного комплекса закупки сырья осуществляются в течение лишь определенных сезонов, что определяет повышенную потребность в оборотных активах в этот период в форме запасов этого сырья. На предприятиях отдельных отраслей имеется возможность переработки сырья лишь в течение сезона с последующей равномерной реализацией продукции, что определяет в такие периоды повышенную потребность в оборотных активах в форме запасов готовой продукции. Колебания в размерах потребности в отдельных видах оборотных активов могут вызываться и сезонными особенностями спроса на продукцию предприятия. Поэтому в процессе управления оборотными активами следует определять их сезонную (или иную циклическую) составляющую, которая представляет собой разницу между максимальной и минимальной потребностью в них на протяжении года. Процесс оптимизации соотношения постоянной и переменной части оборотных активов осуществляется по следующим этапам:

- строится график средней сезонной волны оборотных активов;
- по результатам графика рассчитываются коэффициенты неравномерности (минимального и максималь-

ного уровня) оборотных активов по отношению к среднему их уровню;

- определяется сумма постоянной части оборотных активов;
- определяется максимальная и средняя сумма переменной части оборотных активов в предстоящем периоде.

Соотношение постоянной и переменной части оборотных активов является основой управления их оборачиваемостью и выбора конкретных источников финансирования.

5. Обеспечение необходимой ликвидности оборотных активов.

6. Обеспечение повышения рентабельности оборотных активов – своевременного использования временно свободного остатка денежных активов для формирования эффективного портфеля краткосрочных финансовых вложений.

7. Обеспечение минимизации потерь оборотных активов в процессе их использования.

Денежные активы в значительной мере подвержены риску инфляционных потерь; краткосрочные финансовые вложения – риску потери части дохода в связи с неблагоприятной конъюнктурой финансового рынка, а также риску потерь от инфляции; дебиторская задолженность – риску невозврата или несвоевременного возврата, а также инфляционному; запасы товарно-материальных ценностей – потерям от естественной убыли и т.п. Необходимо стремиться снизить потери от этих рисков.

8. Формирование принципов финансирования отдельных видов оборотных активов.

9. Формирование оптимальной структуры источников финансирования оборотных активов.

На предприятиях с большим объемом используемых оборотных активов разрабатывается самостоятельная политика управления отдельными их видами:

- 1) запасами товарно-материальных ценностей (сырья, материалов и готовой продукции);
- 2) денежными активами;
- 3) дебиторской задолженностью.

6.2 Политика управления внеоборотными активами

Политика управления внеоборотными активами представляет собой часть общей финансовой стратегии корпорации, заключающейся в финансовом обеспечении своевременного их обновления и высокой эффективности использования. Она формируется по следующим основным этапам:

1. *Анализ внеоборотных активов корпорации в предшествующем периоде* проводится в целях изучения динамики общего их объема и состава, степени годности, интенсивности обновления, эффективности использования и включает несколько шагов.

- Рассматривается динамика общего объема внеоборотных активов предприятия – темпы их роста в сопоставлении с темпами роста объема производства и реализации продукции, объема оборотных активов, общей суммы внеоборотных активов.

- Изучается состав внеоборотных активов предприятия и динамика их структуры.

- Оценивается состояние используемых предприятием внеоборотных активов по степени их изношенности, в частности, рассчитывается коэффициент износа основных средств:

$$Ki = \frac{I}{S}$$

где Ki – коэффициент износа основных средств;

I – износ основных средств на определенную дату;

S – первоначальная стоимость основных средств на определенную дату.

- Определяется период оборота используемых корпорацией внеоборотных активов.

- Изучается интенсивность обновления внеоборотных активов в предшествующем периоде.

Здесь рассчитываются следующие показатели:

$$Kv = Sv/Sn,$$

где Kv – коэффициент выбытия внеоборотных средств;

Sv – стоимость выбывших внеоборотных активов в отчетном периоде;

Sn – стоимость внеоборотных активов на начало отчетного периода;

$$Kw = Sw/Sk,$$

где Kw – коэффициент ввода в действие внеоборотных активов;

Sw – стоимость введенных внеоборотных активов в отчетном периоде;

Sk – стоимость внеоборотных активов на конец отчетного периода;

$$Kh = (Sw - Sv)/Sk,$$

где Kh – коэффициент обновления внеоборотных активов.

- Оценивается уровень эффективности использования внеоборотных активов.

2. *Оптимизация общего объема и состава внеоборотных активов предприятия.* Такая оптимизация осуществляется с учетом вскрытых в процессе анализа возможных резервов повышения производственного использования внеоборотных активов в предстоящем периоде. К числу основных резервов относятся: повышение производительного использования внеоборотных активов во времени (за счет прироста коэффициентов сменности и непрерывности их работы) и по мощности (за счет роста производительности отдельных видов внеоборотных активов в пределах предусмотренной технической мощности).

3. *Обеспечение своевременного обновления внеоборотных активов предприятия.* В этих целях на предприятии: определяется необходимый уровень интенсивности обновления отдельных групп внеоборотных акти-

вов; рассчитывается общий объем активов, подлежащих обновлению в предстоящем периоде; устанавливаются основные формы и стоимость обновления различных групп активов.

4. *Обеспечение эффективного использования внеоборотных активов предприятия, которое заключается в разработке системы мероприятий, направленных на повышение коэффициентов рентабельности и производственной отдачи внеоборотных активов.*

5. *Формирование принципов и оптимизация структуры источников финансирования внеоборотных активов.* Обновление и прирост внеоборотных активов могут финансироваться за счет собственного, долгосрочного заемного капитала (финансового кредита, финансового лизинга и т.п.) и за счет смешанного их финансирования.

6.3. Кредитная политика корпорации

Высокий рыночный курс акций напрямую связан с ростом прибыли и, следовательно, с объемом реализации, который во многом формируется политикой работы с покупателями. Чем лояльнее настрой и характер взаимодействия с клиентами, тем выше величина реализуемой продукции и выручка. Но чрезмерно благоприятный настрой может привести к возникновению просрочек и неплатежей, значимых для положения компании. Таким образом, кредитная политика – это один из действенных инструментов управления финансовой устойчивостью фирмы, ее конкурентной позицией и доходами собственников.

Кредитную политику можно определить, как стиль и характер взаимодействия и работы с покупателями производимой продукции (услуг) в отношении предоставления отсрочки в платежах.

При определении своей кредитной политики и политики взыскания дебиторской задолженности фирме

приходится принимать целый ряд решений относительно:

- продолжительности периода взыскания этой задолженности;
- стандартов кредитоспособности;
- политики сбора платежей;
- скидок, предоставляемых за оплату в ближайшее время после совершения покупки.

Стандарты кредитоспособности – это минимальная финансовая устойчивость, которой должны обладать покупатели для получения отсрочки платежа, и объемы допустимых ссуд, предоставляемых разным группам клиентов.

В качестве таковых используются различные методы оценки надежности дебиторов.

Например, множественный дискриминантный анализ, который предполагает расчет оценки кредитоспособности покупателя, в которой выясняется вероятность возникновения просроченной задолженности у конкретной фирмы:

$$E = 3,5TIE + 10K_{\text{быстр.л}} - 25Z + 1,3G,$$

где E – оценка кредитоспособности покупателя;

TIE – коэффициент обеспеченности процентов по кредитам;

$K_{\text{быстр.л}}$ – коэффициент быстрой ликвидности;

Z – доля заемного капитала в общей сумме источников;

G – срок существования фирмы.

Если $E < 40$, значит кредит имеет высокую степень риска, если $40 > E > 50$, степень рисковости средняя, если $E > 50$, это означает низкую степень риска и данная фирма может рассчитывать на льготные условия покупки товаров в кредит.

Достоинством множественного дискриминантного анализа является выражение оценки кредитоспособности с помощью одного цифрового значения, полученного объективным путем, а не субъективной оценкой разных параметров устойчивости фирмы. Зачастую у компании

имеется множество покупателей, в таком случае данную формулу можно превратить в автоматизированную систему, которая автоматически будет выискивать «опасных» заемщиков в большом количестве клиентов и предупреждать об этом предприятие-продавца. Использование данного подхода в современных условиях в России ограничено существенным недостатком – сложностью получения коэффициентов, необходимых для расчета итогового показателя E . Также следует отметить недостоверность бухгалтерской отчетности во многих российских компаниях, что обусловлено текущей налоговой политикой государства. Тем не менее при наличии соответствующих параметров, которые могут предоставить сами покупатели, желающие получить кредит или скидку от продавца, можно воспользоваться этим методом, что даст достаточно четкий ответ о рискованности операций с обследуемым клиентом. Сведения о состоянии заемщика можно было бы получить из кредитного бюро – нового российского института оценки кредитоспособности предприятий, но на данном этапе его становления информация, которой он обладает, доступна только для кредитных организаций, являющихся его членами. Многие банки также опасаются предоставлять сведения о благополучных заемщиках, опасаясь «переманивания» их конкурентами.

Политика сбора платежей – это принятый в компании порядок работы в отношении недисциплинированных плательщиков. Компания может посылать письма при наличии просрочки на один день. По истечении еще 10 дней она может отправить письмо в более жестком изложении или позвонить клиенту. Если просрочка платежа превысила 3 месяца, продавец может обратиться с иском в суд или продать эту дебиторскую задолженность факторинговой компании. Указанные сроки являются, естественно, примерными. Конкретные, по истечении которых компания предпринимает какие-либо конкретные шаги в отношении безответственных должников, зависят от стиля корпоративной

политики сбора платежей. Следует отметить, что взыскание дебиторской задолженности с помощью привлечения третьих лиц зачастую связано с дополнительным временем и затратами.

Поэтому всегда необходимо иметь дополнительные финансовые ресурсы на случай невыполнения одним из покупателей своих обязательств.

Скидки, предоставляемые за оплату в ближайшее время после совершения покупки, имеют два преимущества для покупателей: расширение сферы деятельности за счет привлечения новых покупателей и сокращения срока погашения задолженности, так как некоторые покупатели будут стремиться получить скидки и быстрее произведут расчет. Но следует помнить, что необходимо производить периодический анализ прибыли и затрат, связанных с предоставлением скидки. В случае, если затраты превышают расходы, от данной модели скидки следует отказаться и найти более подходящую.

В США действует закон, регулирующий кредитную политику, – закон Робинсона – Пэтмана, который гласит, что противозаконно продавать продукцию в кредит (и не в кредит) разным группам покупателей на различных условиях при одинаковых затратах.

При смене кредитной политики предприятия на более лояльные позиции можно увеличить сроки предоставления кредита, ослабить стандарты кредитоспособности, использовать более мягкие способы по взиманию просроченных долгов или предоставлять скидки при реализации продукции.

Это приведет к росту объемов продаж, но одновременно увеличиваются и затраты на обслуживание новой кредитной политики и переменные расходы на производство дополнительной новой продукции. В связи с этим менеджеры сталкиваются с проблемой – эффективен ли тот механизм совершенствования кредитной политики, который предполагает реализовывать организа-

ция, т.е. превысят ли доходы от новой политики расходы, связанные с ней.

Анализ эффективности смены кредитной политики может быть проведен двумя методами:

- составлением прогнозного отчета о финансовых результатах;
- приростным анализом.

Эти два метода похожи и дают одинаковый результат, но последний предпочтительнее, так как зачастую изменения кредитной политики чаще всего касаются отдельных подразделений, а не фирмы в целом.

Составление прогнозного отчета о финансовых результатах предполагает построение соответствующей таблицы (табл. 6.2).

Таблица 6.2 - Прогнозный отчет о финансовых результатах

Статья отчета	Прогноз на будущий год при сохранении текущей кредитной политики	Эффект изменения кредитной политики	Прогноз на будущий год при новой кредитной политике
Валовая выручка от реализации			
Торговые скидки			
Чистая выручка от реализации			
Производственные затраты			
Прибыль до вычета затрат по кредитованию клиентов			
Затраты по кредитованию клиентов: • затраты на анализ кредитоспособности клиентов и сбор просроченных платежей • расходы на поддержание дебиторской задолженности • потери по безнадежным долгам			
Прибыль до вычета налогов			
Налоги федеральные, региональные, местные			
Чистая прибыль			

Для заполнения данной таблицы необходимо провести некоторые расчеты.

Формулу расчета затрат по поддержанию дебиторской задолженности:

$$Zd = Od \frac{V}{360} YpKk,$$

где Zd – затраты по поддержанию дебиторской задолженности;

Od – оборачиваемость дебиторской задолженности;

V – выручка;

Yp – удельный вес переменных затрат в объеме реализации;

Kk – цена капитала.

Оборачиваемость дебиторской задолженности в днях рассчитывается как сумма произведений сроков кредитов (в днях) и удельного веса клиентов, производящих оплату по истечении этих сроков.

Затраты, связанные с предоставлением скидок определяются следующим образом:

$$Zc = YcVYk,$$

где Zc – затраты, связанные с предоставлением скидки;

Yc – текущий удельный вес скидки в цене товара;

Yk – доля клиентов, пользующихся скидкой.

Затраты на анализ кредитоспособности клиентов и на сбор просроченных платежей и потери по безнадежным долгам определяются экспертами компании.

Метод составления прогнозного отчета о финансовых результатах основан в определенной мере на субъективных оценках, например, на определении роста объема реализации и т.п. Но, тем не менее, он необходим для принятия управленческого решения.

Приростный анализ проводится на основе использования данных из графы «Эффект изменения кредитной политики» таблицы «Прогнозный отчет о прибылях и убытках», приведенной ранее.

Здесь осуществляется попытка определить размер увеличения или снижения выручки и расходов, обусловленных изменениями кредитной политики. Разница между дополнительными доходами и расходами называется **приростной прибылью**. При ее положительном значении, когда достаточно средств для компенсации будущего риска, планируемые изменения работы с дебиторами целесообразно провести.

Алгоритм приростного анализа включает четыре этапа:

- определение влияния изменения политики работы с дебиторами на выручку от реализации продукции, потери от безнадежных долгов и т.д.;
- определение направления изменения величины дебиторской задолженности и ее расчет с использованием соответствующей формулы;
- расчет доналоговой (приростной) прибыли;
- формулирование вывода о целесообразности изменения кредитной политики.

Расчет прироста величины дебиторской задолженности при ожидании роста объема реализации продукции за счет увеличения закупок прежними покупателями или привлечения дополнительных клиентов можно произвести следующим образом:

$$\Delta D = (O_{dh} - O_{do}) \frac{V_o}{360} + Yp \frac{O_{dh} (V_h - V_o)}{360},$$

где ΔD – прирост дебиторской задолженности;

O_{dh} и O_{do} – оборачиваемость дебиторской задолженности в днях соответственно после и до изменения кредитной политики;

V_h и V_o – прогнозируемый объем реализации соответственно после и до изменения кредитной политики.

Расчет изменения величины дебиторской задолженности при ожидании снижения объема реализации продукции:

$$\Delta D = (O_{dh} - O_{do}) \frac{V_h}{360} + Yp \frac{O_{do} (V_h - V_o)}{360},$$

Изменение величины доналоговой прибыли вследствие изменения кредитной политики компании можно рассчитать так:

$$\Delta P = (V_h - V_o)(1 - Y_p) - K_d \Delta D - (N_h V_h - N_o V_o) - (Y_h V_h F_h - Y_o V_o F_o),$$

где ΔP – изменение валовой прибыли;

$(V_h - V_o)(1 - Y_p)$ – изменение затрат на поддержание дебиторской задолженности;

$K_d \Delta D$ – изменение затрат на поддержание дебиторской задолженности;

$N_h V_h - N_o V_o$ – изменение потерь по безнадежным долгам;

$Y_h V_h F_h - Y_o V_o F_o$ – изменение затрат на предоставление скидок;

ΔD – изменение величины доналоговой прибыли;

K_d – цена инвестиций в дебиторскую задолженность;

N_h – объем безнадежных долгов при текущем объеме реализации как процент от валового объема реализации;

Y_h – предполагаемый процент скидки;

Y_o – текущий процент скидки;

F_o и F_h – доля объема реализации со скидкой в валовом объеме реализации до и после изменения кредитной политики.

С помощью этих формул можно рассчитать, как изменятся объем дебиторской задолженности и прибыли при изменениях таких составляющих кредитной политики, как размер скидки, стандарты кредитоспособности, сроки кредитования и методы сбора просроченных долгов.

Эффективной кредитной политикой считается та, при которой максимизируется прибыль за определенный срок, компенсирующая риск, принимаемый компанией. Здесь также следует сравнить доходы от реализации в кредит с затратами, связанными с реализацией за наличный расчет. Если такие доходы превышают расходы, то следует осуществлять продажу в кредит. Предприятиям же, которые предпочитают такую покупку, стоит сопоставить стоимость товарного и банковского кредита и сделать выбор в сторону более дешевого источника финансирования.

ТЕМА 7. ФИНАНСОВОЕ ПРОГНОЗИРОВАНИЕ В СТРАТЕГИИ ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ

7.1 Взаимосвязь стратегического, оперативного и финансового Планирования. Экономическая сущность, классификации финансового планирования

Стратегическое планирование – это постановка желаемых целей и удобных способов их достижения и объективная реакция на внешние и внутренние обстоятельства деятельности компании.

Это планирование роста и развития компании в долгосрочной перспективе, совокупность глобальных идей ее совершенствования. Реализация выбранной стратегии достигается путем разработки тактических планов, реализуемых через оперативное планирование.

Это планирование раскрывает и детализирует стратегические цели в конкретные тактические задачи для отдельных подразделений предприятия, которые должны быть достигнуты в более короткие сроки. Оно помогает осуществлять текущее регулирование процесса производства в целях равномерности и ритмичности работы, позволяет быстро и практически вовремя исправить или направить ход дел, координировать отдельные действия различных служб, объединенных единой целью, – обеспечением стабильности состояния через выполнение стратегии развития компании.

В процессе оперативного планирования заняты очень многие подразделения. Вначале плановый отдел проводит анализ внутренней и внешней среды с помощью различных методов (SWOT-, PEST-, SPACE-, STEP-анализов, профиля среды и т.д.), а отдел маркетинга разрабатывает нормативы объемов продаж по каждой группе товаров. Производственная часть оценивает возможность полного удовлетворения спроса на продукцию компании. Затем проектно-конструкторское бюро калькулирует затраты на новое оборудование и систему модернизации производственной базы. Финансовый отдел консолидирует бюджеты отдельных подразделений в

единый генеральный бюджет компании, оценивает эффективность источников привлечения средств и целесообразность отдельных направлений их размещения. Плановый отдел формирует окончательный вариант плана, в который вносятся последние корректировки от руководителей служб, и представляет его верхнему уровню управления для рассмотрения, оценки, необходимого редактирования и утверждения. Он одобряется руководителями предприятия и передается для окончательного утверждения совету директоров.

Таким образом, финансовый план только тогда приобретает практическую ценность, когда связан с производственными и маркетинговыми решениями фирмы.

Этот план формулирует цели и критерии оценки деятельности предприятия, дает обоснование выбранной стратегии и показывает, каким путем достичь поставленных оперативных целей. С помощью финансового планирования осуществляется процесс эффективного распределения и использования финансовых ресурсов, необходимых для достижения стратегических целей компании и реализации оперативных задач.

Совмещение интересов развития предприятия, наличие достаточного уровня денежных средств для этих целей и сохранение его платежеспособности возможно только при согласованности стратегического, оперативного и финансового планирования, которые являются взаимосвязанными частями общей системы планирования деятельности компании.

Финансовое планирование – это планирование всех поступлений и расходов денежных ресурсов для обеспечения развития предприятия. Сущность его заключается в разработке финансовых планов, а назначение – в грамотном управлении финансами через их разработку и выполнение.

Основными составляющими финансового плана являются:

- анализ хозяйственной деятельности предприятия за несколько последних отчетных периодов;

- прогноз продаж;
- инвестиционный бюджет;
- бюджет внешнего финансирования;
- прогноз движения денежных потоков;
- прогнозы документов финансовой отчетности.

Процесс финансового планирования проводится в несколько этапов:

1) разработка прогнозных вариантов финансовой отчетности для оценки воздействия изменения оперативного плана на планируемую величину прибыли и другие финансовые показатели;

2) оценка финансовых средств, необходимых для обеспечения стратегического и оперативного планов;

3) планирование источников финансирования намеченных вложений;

4) формирование и обеспечение эффективной деятельности системы управления, ответственной за выполнение финансового плана;

5) корректировка плана в соответствии с изменениями во внутренней или внешней среде.

Следует отметить, что если компания имеет несколько филиалов, то эти структурные подразделения также составляют свои планы, которые затем представляются в головное учреждение и консолидируются в общий финансовый план.

Финансовое планирование также бывает стратегическим, тактическим и оперативным в зависимости от уровня составляемых планов.

Как говорилось ранее, оно является весьма сложным и многоступенчатым процессом, который охватывает различные стороны развития и совершенствования организации. Этот аспект обусловил формирование большого количества классификаций. Основные из них представлены на рисунке 7.1.

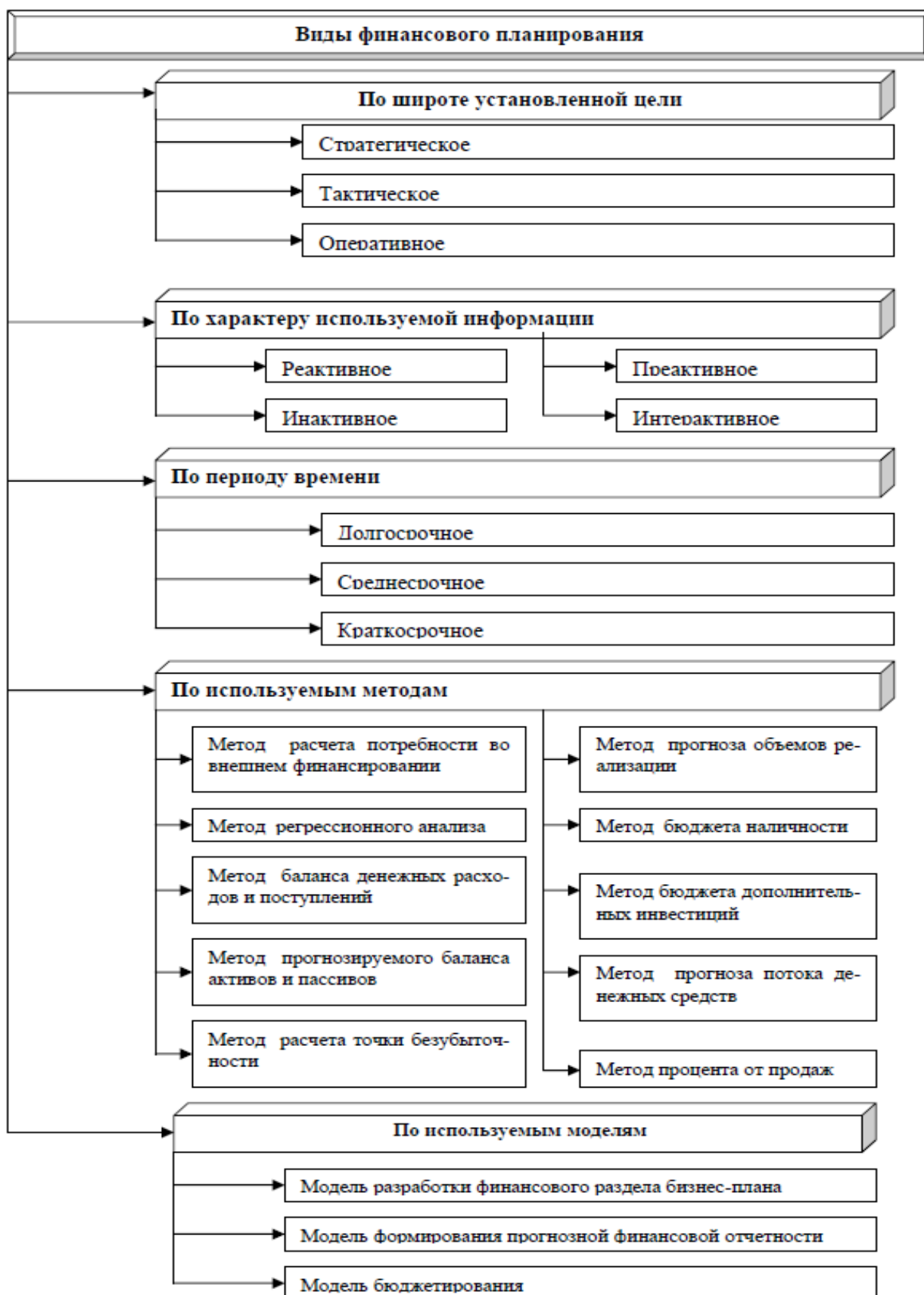


Рисунок 7.2 - **Виды финансового планирования**

Классификация, в основе которой лежит параметр – период времени, общеизвестна, и дополнительно ее освещать нет необходимости.

При рассмотрении финансового планирования с точки зрения приоритетов руководства в выборе базовой информации о прошлом, настоящем или будущем состоянии предприятия выделяют реактивное, инактивное, преактивное и интерактивное направление планирования деятельности.

Содержательно об этих направлениях говорит американский ученый-стратег А.Акофф: «Инактивисты стремятся удержаться в бурном потоке; реактивисты пытаются плыть против него; преактивисты стараются оседлать его первую волну; интерактивисты намерены поменять течение реки».

В процессе *реактивного планирования* используется информация о прошлом. В основе этого вида лежат сведения о тенденциях, ситуациях, проблемах, которые имели место в прошлом.

Происходит исследование условий их возникновения, течения и разрешения.

Финансовый механизм компании при данном подходе видится как стабильный и хорошо отрегулированный. Все изменения, которые возникнут, заранее известны и предсказуемы.

Руководство фирмой осуществляется в авторитарном стиле. При планировании учитывается только прошлое состояние без оценки современных условий и грядущих изменений в будущем, при этом процесс проводится, начиная с нижнего уровня: вначале формируются планы отдельных служб, подразделений, отделов, затем они переходят на вышестоящий уровень фирмы, где дорабатываются, корректируются и передаются на более высокий уровень и т.д. Когда планы доходят до топ-менеджмента, все они формируются в консолидированный план, который уже не представляется нижним уровням для редактирования. Таким образом, план формируется снизу вверх.

Реактивное планирование можно представить в следующей Г-образной форме (рис. 7.2).

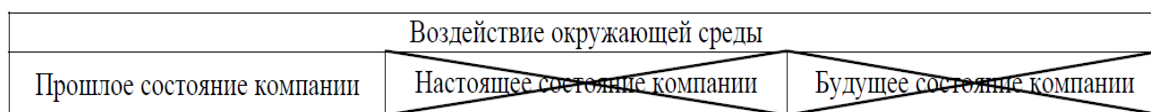


Рисунок 7.2 - **Модель реактивного планирования**

Инактивное планирование означает учет в планировании только настоящего состояния компании, прошлые тенденции и будущие перспективы ее развития абсолютно не интересуют менеджеров. Менеджмент старается плыть по течению, не стремясь что-либо изменить, не прикладывая стараний к трансформации и совершенствованию сложившегося существования.

Современное состояние инактивистом считается достаточно удовлетворительным и приемлемым.

Доминирует мнение, что состояние равновесия фирма приобретает естественным путем. Показатели финансового плана в основном повторяют показатели современного состояния и нацелены вовсе не на нарушение сложившихся позиций компании. Такой вид планирования приемлем только для фирм, существующих в условиях, характеризующихся стабильной внешней средой.

Инактивное планирование можно представить в Т-образной форме (рис. 7.3).

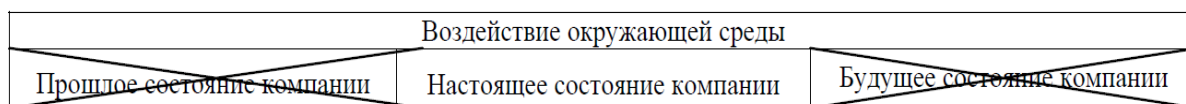


Рисунок 7.3 - **Модель инактивного планирования**

Преактивное планирование ориентировано на предугадывание будущих тенденций развития внешней среды и на построение траектории своего развития согласно этим тенденциям. Оно направлено также на то, чтобы быстрее всех уловить новое веяние, идти «в ногу с ним», моментально освоить его. Преактивисты – зача-

стую наиболее активные люди, которые стремятся «оседлать первую волну» инновационных изменений и на основе этого реализовать свою стратегию и достичь целей. В качестве таковых у них зачастую выступает не максимизация рыночной цены акции предприятия и его рентабельности, а развитие организации и сохранение и усиление ее конкурентных позиций на рынке. Данный подход в большей степени свойствен науке, технике и другим сферам, где инновации жизненно важны для организации. Преактивисты стремятся найти оптимальное решение возникшей проблемы. При преактивной модели планирование начинается с верхнего уровня менеджмента, который прогнозирует развитие окружающей среды и разрабатывает стратегию и основные цели компании.

Средний уровень детализирует эти цели в подцели тактического характера, а низший ставит оперативные задачи для конкретных исполнителей. Таким образом, весь процесс планирования выстроен по принципу «сверху вниз».

Модель преактивного планирования, имеющая едицеобразную форму, представлена на рисунке 7.4.

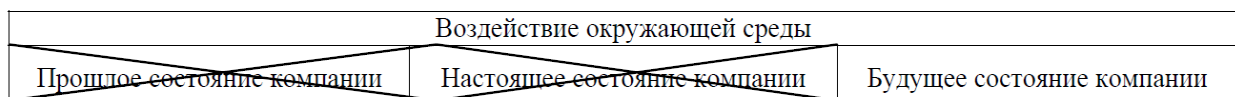


Рисунок 7.4 - **Модель преактивного планирования**

Интерактивное планирование предполагает максимально возможное использование потенциала трудовых ресурсов в разработке и постановке целей, планов компании. Это имеет много преимуществ для нее, например, – наибольшая отдача работников в процессе достижения целей, в постановке которых они принимали непосредственное участие. Будущее представляется прогнозируемым с высокой степенью точности и зависит от поведения, действий сотрудников.

Предполагается, что они владеют информацией о прошлом и настоящем состоянии финансовой сферы

компании и окружающей среды и проектируют будущее. Но при этом создается один вариант развития, что является основным недостатком данного подхода. По этой причине руководители фирм считают интерактивное планирование излишне теоретизированным и отдают предпочтение инактивному. Приемлемым решением для более инновационного подхода к рассматриваемому виду планирования является его совершенствование и представление будущего в виде нескольких альтернативных вариантов развития окружающей среды, а также разработка соответствующих финансовых стратегий для каждого из них. По мере наступления одного из сценариев развития внешней среды, компания выбирает соответствующую стратегию финансовой политики, которая в дальнейшем будет реализовываться. Модель интерактивного планирования, представленная на рисунке 7.5, имеет форму перевернутой буквы «Ш».

Воздействие окружающей среды		
Прошлое состояние компании	Настоящее состояние компании	Будущее состояние компании

Рисунок 7.5 - **Модель интерактивного планирования**

7.2. Методы финансового планирования

В современном методическом инструментарии финансового планирования существует множество различных методов. Рассмотрим основные из них.

Метод баланса денежных расходов и поступлений предполагает формирование этого баланса в течение определенного времени, т.е. согласование, уравнивание расходов и поступлений в отношении временного параметра (табл. 7.1). Основное назначение такого баланса – финансовое обеспечение всех предстоящих в этом периоде платежей компании, так как несвоевременные могут повлечь потерю платежеспособности, нарушение деловых связей, ухудшение репутации.

Метод бюджета дополнительных инвестиций основан на дополнении и корректировке основного бюд-

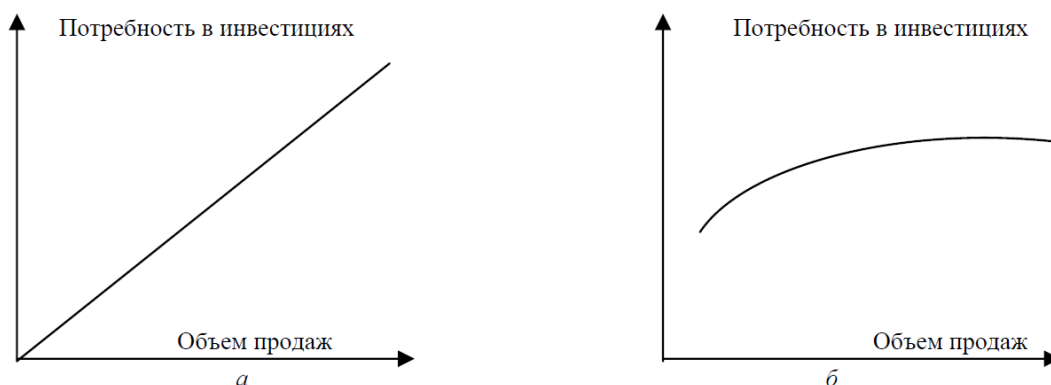
жета компании, в основе которого лежат добавочные инвестиции в приобретение новых зданий, модернизацию оборудования, усовершенствование технологий.

Метод регрессионного анализа. Базой данного метода является выявление зависимости между объемом необходимых инвестиций и объемом продаж. Зависимость может быть линейной (рис. 7.6, а) и криволинейной (рис. 7.6, б).

Таблица 7.1 - Баланс денежных расходов и поступлений

Статьи денежных поступлений и расходов	Денежные средства на 01.04. ... г.	Поступление денежных средств за II квартал	Расходование денежных средств за II квартал	Денежные средства на 01.07. г.
Остаток на 01.04.....	*			
Выручка от продаж		*		
Проценты по векселям к получению		*		
Затраты на приобретение сырья			*	
Заработная плата			*	
Управленческие расходы			*	
Проценты по векселям к уплате			*	
Налоговые отчисления			*	
Остаток на 01.07. г.				*

* Клетки должны быть заполнены цифровыми значениями.



**Рисунок 7.6 - Взаимосвязь показателей объема продаж и потребности в инвестициях:
 а – линейная зависимость; б – криволинейная зависимость**

Используя эти графики, можно определить потребность в капитальных вложениях при планируемом объеме продаж в будущем. Метод регрессионного анализа является одним из наиболее точных методов оценки величины будущих капитальных вложений.

Метод прогнозируемого баланса активов и пассивов имеет вид обычного баланса – одного из документов финансовой отчетности, но он составляется на будущее и, естественно, носит в некоторой степени вероятностный характер. Основная цель такого документа – обеспечение источниками финансирования всех запланированных вложений компании. В случае нехватки средств ресурсы могут быть получены с помощью нераспределенной прибыли, торговых и банковских кредитов, эмиссии векселей, облигаций, акций.

Метод процента от продаж заключается в формировании планового баланса и отчета о прибылях и убытках, показатели которых рассчитываются как процент от планируемого объема реализованной продукции. При установлении процентного соотношения играют роль подобные соотношения в прошлом, настоящем и прогнозируемые или планируемые изменения в будущем.

Метод расчета потребности во внешнем финансировании. Данный способ планирования используется в том случае, если собственные средства не обеспечивают в полном объеме потребность в капитале и необходимо изыскивать дополнительные ресурсы во внешней среде.

Прежде чем обращаться к внешнему финансированию, следует проверить, полностью ли использованы внутренние резервы дополнительных средств. Такими резервами могут служить неполная загрузка основных средств, снижение ресурсоемкости (стоимости активов, приходящихся на один рубль продаж, и снизить ее можно, например, путем перехода на закупку полуфабрикатов вместо собственного их производства в случае нехватки средств), повышение уровня рентабельности, сокращение объемов выплачиваемых дивидендов и т.д.

Если потребность во внешнем финансировании, тем не менее, назрела, то ее размер можно рассчитать как разницу между требуемым ростом чистых активов плюс дивиденды и чистой прибылью. При этом требуемый рост чистых активов определяется как разница между плановым ростом общих активов и плановым ростом текущих пассивов.

Метод прогноза объемов реализации заключается в разработке плана величины реализуемой продукции. Акцент сделан именно на объеме реализации потому, что он представляет собой базу для загруженности оборудования, производственного цикла, размеров затрат на производство, определения дополнительных финансовых ресурсов и т.д. Прогноз объема продаж служит базой для разработки производственного, маркетингового плана, дальнейшего расчета всех показателей деятельности предприятия. Объем продаж может иметь материальное или денежное выражение. Прогноз может строиться с помощью анализа сезонности, временных рядов, эконометрических моделей, учитывающих зависимость объемов реализации от экономических показателей макро- (изменение национального дохода, уровень инфляции) и мезоуровня (средняя норма доходности в отрасли, уровень конкурентной борьбы). Сведения для этой модели можно получить с помощью методов оценки внешней среды SWOT-, PEST-, SPACE-анализа, профиля среды и т.д.

Метод прогноза объемов реализации реализуется в несколько этапов:

1) перспективный прогноз спроса и объемов производства по каждой группе продукции;

2) анализ будущих тенденций развития сегментов рынка, в которых работает компания; на основе этого уточняется первоначальный прогноз объема продаж;

3) оценка предполагаемой доли компании в общем объеме продукции, реализуемой на каждом сегменте рынка, где присутствует фирма, анализ производственной мощности, ценовая стратегия, способность к инно-

вациям, система стимулирования продаж компании и ее конкурентов – все это может существенно изменить планируемый объем реализации;

4) рассмотрение имеющихся и новых договоров на поставку продукции;

5) формирование планов объемов реализации в отдельности по группам продукции и общего консолидированного план.

7.3. Содержание концепции сбалансированной системы показателей и ключевых показателей результативности

Идею использовать сбалансированную систему показателей как инструмент управления эффективностью развития компании предложили Роберт Каплан и Дейвид Нортон. Они назвали свою разработку «Balanced Scorecard» (BSC), чтобы подчеркнуть сбалансированность («Balanced») системы, которая должна быть измеримой при помощи системы показателей («Scorecard»). Основное назначение концепции BSC – воплотить видение руководства компании в реальность, а также связать стратегию с оперативной деятельностью и стоимостными факторами.

Главная особенность сбалансированной системы показателей (далее по тексту – ССП) заключается в том, что она тесно связана с бизнес-процессами, которые направлены на удовлетворение потребностей клиентов, и в которые вовлечены все сотрудники компании. ССП ориентирует руководство компании на адекватное стратегическое развитие, в отличие от традиционного управления, которое, как правило, слишком сосредоточено на финансовых показателях.

Структура *Balanced Scorecard* очень сильно напоминает современную структуру взаимодействия внешней среды и организации. Она была «обкатана» на десятках западных компаний, подтвердив свою жизнеспособность.

Сосредоточенное внимание только на финансовых показателях не дает полной картины состояния предприятия, не позволяет построить точный прогноз его развития. И поэтому необходимо использовать и нефинансовые показатели, которые должны не только дополнять финансовые показатели, но и приводиться в логической связи с ними. Соответственно, необходимо использовать систему комплексного учета всех показателей – сбалансированную систему показателей.

Сбалансированная система показателей дополняет систему финансовых параметров уже свершившегося прошлого, а также:

- указывает, откуда берется рост доходов;
- указывает, какие клиенты его обеспечивают и почему;
- выявляет те ключевые бизнес-процессы, на усовершенствовании которых должна сосредоточиться компания, чтобы как можно лучше донести свое уникальное предложение до потребителя;
- помогает направить инвестиции и сориентировать в этом направлении работу с персоналом, развитие внутренних систем компании, корпоративной культуры и климата.

Таким образом, любая модель разработки стратегии может претендовать на полноту только в том случае, если в ней содержатся ответы на вопросы, касающиеся разных сфер деятельности компании. При формулировании стратегии на основе ССП деятельность компании рассматривается в рамках четырех перспектив (рис. 7.7):

- финансы;
- клиенты;
- внутренние бизнес-процессы;
- обучение и развитие.

Работа по разработке сбалансированной системы показателей начинается с обсуждения топ-менеджерами проблемы определения конкретных стратегических целей на основе имеющегося видения и стратегии. Для то-

го чтобы определить финансовые цели, необходимо выбрать, на что следует сделать упор: либо на увеличение доходности и завоевание рынка, либо на генерирование потока наличности. Но что особенно важно с точки зрения потребителей, руководство должно четко обозначить тот сегмент рынка, в котором оно намеревается вести конкурентную борьбу за клиента.

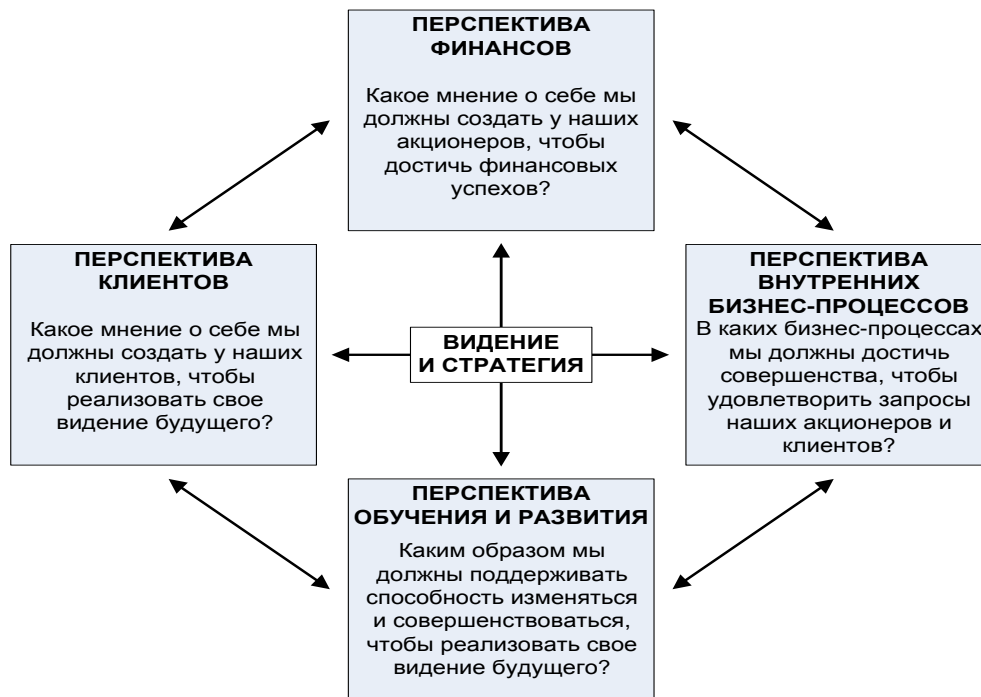


Рисунок 7.7 - Перспективы сбалансированной системы показателей

Как только установлены финансовые и клиентские цели, компания разрабатывает цели для внутренних бизнес-процессов. Традиционные системы оценки деятельности фокусируют внимание на снижении стоимости, улучшении качества и сокращении временного цикла всех существующих процессов. ССП же высвечивает те из них, которые являются наиболее значимыми для получения выдающихся результатов с точки зрения потребителей и акционеров. Зачастую, удается обнаружить абсолютно новые внутренние бизнес-процессы, которые руководство должно довести до совершенства, с тем, чтобы предложенная стратегия привела к успеху.

Что же касается последнего компонента ССП, а именно обучения и развития, то, несомненно, серьезные инвестиции в переподготовку, информационные технологии и системы, а также в усовершенствование организационных процедур, жизненно необходимы. Эти инвестиции в людей, системы и процедуры станут генераторами больших инноваций и модернизации, внутренних бизнес-процессов на пользу клиентам и, в конечном счете, акционерам.

Суть ССП заключается в формулировании стратегии в нескольких перспективах, постановке стратегических целей и измерении степени достижения данных целей при помощи показателей. Слово «сбалансированный» (Balanced) в названии методологии означает одинаковую важность всех показателей. ССП проецируется на всю организацию путем разработки индивидуальных целей в рамках уже разработанных корпоративных стратегий и стимулирует понимание работниками своего места в стратегии компании.

От правильно и понятно сформулированной стратегии может зависеть очень многое в развитии компании. Важно понимать, что хорошо разработанная стратегия лишь полдела. Ее еще надо удачно реализовать.

Основное назначение ССП – обеспечение разработки показателей и контроль выполнения стратегии. ССП является составной частью системы управления организацией и может являться ее основным ядром.

При помощи ССП удастся сделать реализацию стратегии регулярной деятельностью всех подразделений, управляемой с помощью планирования, учета, контроля и анализа сбалансированных показателей, а также мотивации персонала на их достижение.

Эффективность сбалансированной системы показателей зависит от качества ее внедрения. Внедрение ССП осуществляется в четыре этапа:

- подготовка к разработке ССП;
- разработка ССП;
- каскадирование ССП;

– контроль выполнения стратегии.

Подготовка к разработке ССП

На этапе подготовки к построению ССП необходимо разработать стратегию, определить перспективы и принять решение, для каких организационных единиц и уровней нужно разработать ССП.

Важно всегда помнить, что ССП – это концепция внедрения существующих стратегий, а не разработки принципиально новых стратегий. Необходимо сначала завершить разработку стратегии, а потом приступать к созданию сбалансированной системы показателей.

При определении подразделений, для которых будет разрабатываться ССП, нужно учитывать следующее: чем больше подразделений предприятия управляются стратегически с помощью одной ССП, тем лучше можно каскадировать (декомпозировать, передавать) важные цели с верхнего уровня на нижние.

Одним из важных мероприятий при подготовке к разработке ССП является выбор перспектив. Рассмотрение различных перспектив при формировании и реализации стратегии является характерной чертой концепции сбалансированной системы показателей и ее ключевым элементом. Формулирование стратегических целей, подбор показателей и разработка стратегических мероприятий по нескольким перспективам призваны обеспечить всестороннее рассмотрение деятельности компании.

Компании, формулирующие свою стратегию слишком односторонне, необязательно отклоняются только в сторону финансов. Встречаются компании, которые слишком ориентированы на клиента и забывают о своих финансовых целях. Некоторые компании могут быть чрезмерно ориентированы на свои бизнес-процессы и не обращают внимания на рыночные аспекты. Равноправное рассмотрение нескольких перспектив позволяет избежать такой несбалансированности.

Итак, исходными предпосылками разработки ССП являются:

- перспективы ССП;
- информированная и мотивированная команда высшего руководства;
- стратегия, являющаяся «зрелой» для разработки ССП.

Разработка ССП

На этом этапе разрабатывается ССП для одной организационной единицы. Это может быть компания в целом, подразделение или отдел.

При этом разработка ССП осуществляется путем выполнения следующих шагов:

- конкретизация стратегических целей;
- связывание стратегических целей причинно-следственными цепочками – построение стратегической карты;
- выбор показателей и определение их целевых значений;
- определение связи показателей с бизнес-процессами;
- разработка стратегических мероприятий.

Стратегические цели имеют статус решающих и ключевых целей компании. Чтобы спланировать и обеспечить процесс реализации целей, для каждой из них разрабатываются соответствующие финансовые и нефинансовые показатели, по которым, в свою очередь, определяются целевые, плановые и фактические значения. Достижение разработанных целей призвана обеспечить реализация стратегических мероприятий. По каждому стратегическому мероприятию определяются сроки его реализации, бюджет и четкая ответственность.

Результат данного этапа обеспечивает единое понимание стратегии и является исходным пунктом для постоянного мониторинга внедрения стратегии. Только после информирования о ССП в организации, передачи целей на нижние уровни (каскадирование), создания адекватной системы планирования и отчетности и

адаптации систем руководства и мотивации сотрудников ССП становится концепцией менеджмента.

На этапе разработки ССП необходимо учитывать, что стратегические цели, а не их показатели, составляют ядро сбалансированной системы показателей. Лучшие показатели бесполезны, если положенные в их основу цели не описывают надлежащим образом стратегию, ведущую к устойчивому конкурентному преимуществу.

Каскадирование ССП

Каскадирование ведет к повышению качества стратегического управления во всех вовлеченных организационных единицах, поскольку цели и стратегические мероприятия из вышестоящих подразделений могут быть последовательно переданы в ССП нижестоящих организационных единиц – это вертикальная интеграция целей. Тем самым повышается вероятность, что стратегические цели всего предприятия или крупных подразделений будут достигнуты.

При каскадировании стратегия, указанная в корпоративной ССП, распространяется на все уровни управления. Затем стратегические цели, показатели, целевые значения и действия по совершенствованию конкретизируются и адаптируются в подразделениях и отделах. Т.е. корпоративная ССП должна быть увязана с ССП подразделений, отделов и с индивидуальными планами работы сотрудников. На основе ССП своего подразделения каждый отдел разрабатывает собственную ССП, которая должна быть согласована с корпоративной ССП. Затем при участии начальника отдела каждый сотрудник разрабатывает свой индивидуальный план работы. Этот план больше ориентирован на достижение реальных результатов на рабочем месте, а не на задания или действия по усовершенствованию.

На рисунке 7.8 представлено каскадирование ССП, при реализации которого устанавливается мост между последовательными уровнями организационной иерархии. При этом корпоративная стратегия последовательно спускается вниз.

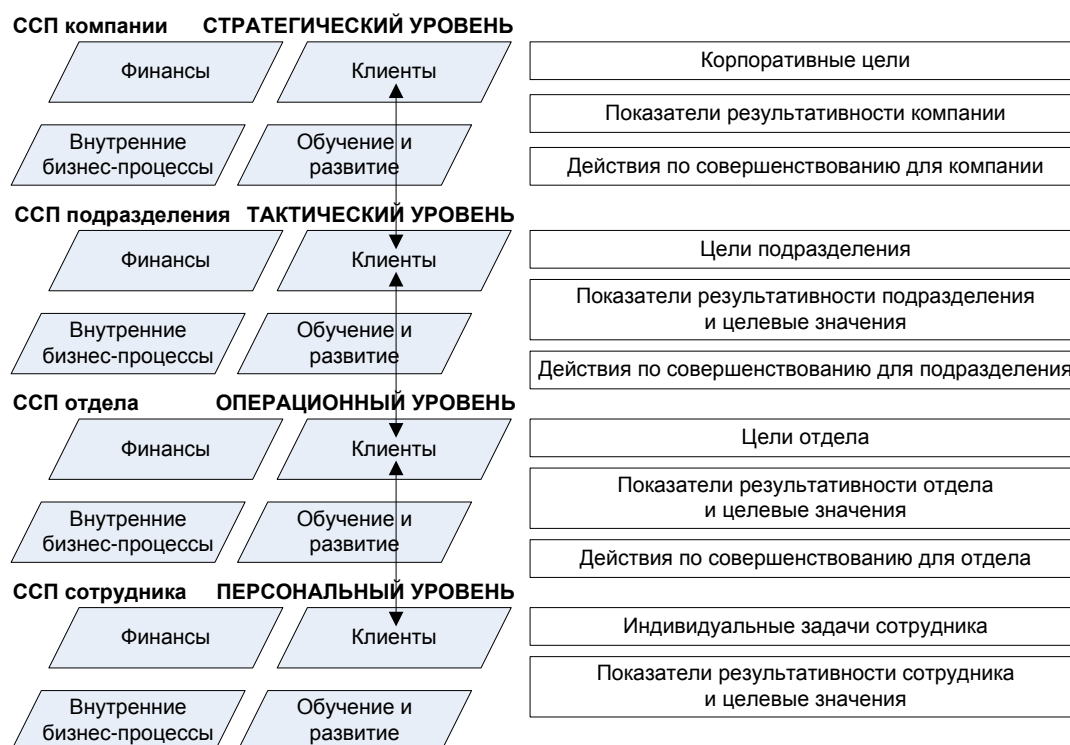


Рисунок 7.8 - Процесс каскадирования ССП

Степень подробности декомпозиции сбалансированных систем показателей «сверху вниз» зависит от организационной структуры и размера компании. Каждое подразделение включает в свою систему показателей только те задачи и показатели результативности общей (корпоративной) ССП, на которые оно оказывает влияние.

Контроль выполнения стратегии

Если бы внедрение ССП заканчивалось разработкой стратегических целей, причинно-следственных цепочек, показателей, целевых значений и стратегических мероприятий для одной организационной единицы, это означало бы лишь одноразовое сильное фокусирование на стратегию. Чтобы обеспечить долгосрочную реализацию стратегии, сформулированной в ССП, необходимо интегрировать ССП в систему управления.

Внедрение методологии реализации стратегии сегодня непрерывно связано с автоматизацией. Внедрение ССП, например, с помощью MS Excel, или вообще без какой-либо информационной поддержки возможно

лишь на начальных этапах внедрения ССП либо в небольших организациях. Если компания собирается разрабатывать сбалансированные системы показателей для нескольких структурных подразделений и периодически их уточнять и корректировать, то без использования преимуществ информационных технологий не обойтись.

Как правило, основная проблема, с которой сталкиваются предприятия, решившие внедрить у себя данную методологию реализации стратегии, не в том, как автоматизировать создание дерева целей и показателей или построение стратегической карты, а в том, как в автоматическом режиме постоянно обеспечивать ССП свежими данными и поддерживать ее в рабочем состоянии. Программный продукт Business Studio как раз и предназначен для решения проблем, связанных с автоматизацией внедрения ССП.

Лишь с завершением этапа внедрения сбалансированная система показателей действует как концепция менеджмента, а не только как система показателей.

Этапы разработки и внедрения ССП

Конкретизация стратегических целей

Для построения системы стратегического управления необходимо декомпозировать (разбить, структурировать) стратегию компании на конкретные стратегические цели, детально отображающие различные стратегические аспекты. При интеграции индивидуальных целей могут быть установлены причинно-следственные связи между ними таким образом, чтобы полный набор целей отображал стратегию компании.

Стратегические цели описывают планируемые результаты. Каждая стратегическая цель связана с одной из перспектив развития организации.

Не следует определять слишком большое число стратегических целей для корпоративного уровня организации. Максимум 25 целей будет достаточно. Необходимо выбрать наиболее важные цели, основываясь на следующих критериях:

- цели должны быть измеримыми;

- на достижение целей можно влиять;
- цели приемлемы для различных групп людей в организации и согласованы с общей целью организации.

Слишком большое число целей в системе показателей свидетельствует о неспособности организации сосредоточить свое внимание на главном, а также означает то, что сформулированные цели не являются стратегическими для того организационного уровня, на котором разрабатывается система показателей. Разработке тактических и оперативных целей должно уделяться внимание в системах показателей подразделений низших уровней организационной структуры.

Связывание стратегических целей причинно-следственными цепочками.

Определение и документирование причинно-следственных связей между отдельными стратегическими целями является одним из основных элементов ССП. Устанавливаемые причинно-следственные связи отражают наличие зависимостей между отдельными целями.

Стратегические цели не являются независимыми и оторванными друг от друга, наоборот, они тесно друг с другом связаны и влияют друг на друга. Достижение одной цели служит достижению другой и так далее, до главной цели организации. Связи между различными целями ясно видны благодаря причинно-следственной цепи. Те из них, которые не вносят вклада в реализацию главной цели, исключаются из рассмотрения.

Причинно-следственная цепь – удобный инструмент для доведения ССП до нижестоящих организационных уровней. Для графического отображения взаимосвязи стратегических целей и перспектив применяют стратегическую карту.

Выбор показателей и определение их целевых значений.

Показатель представляет собой измеритель степени достижения стратегической цели. Использование показателей призвано конкретизировать разработанную в ходе стратегического планирования систему целей и

сделать разработанные цели измеримыми. Показатели можно идентифицировать только тогда, когда существует ясность в отношении целей. Выбор подходящих показателей – это второстепенный вопрос, поскольку даже наилучшие показатели не помогут компании достичь успеха, если неверно сформулированы цели. Рекомендуется использовать не более двух или трех показателей для каждой из стратегических целей.

Без наличия целевых значений показатели, разработанные для измерения стратегических целей, не имеют смысла. Определение целевых значений показателей вызывает сложности не только при разработке ССП. Принципиальная сложность определения целевого значения того или иного показателя состоит в том, чтобы найти реально достижимый уровень.

Как правило, ССП разрабатывается на период, соответствующий долгосрочному периоду стратегического планирования (3-5 лет). При этом целевые значения на долгосрочный период определяют у отсроченных показателей (показатели, которые говорят о конечных целях корпоративной стратегии). Поскольку реализация стратегии осуществляется и в текущем году, целевые значения устанавливают и на среднесрочный (1 год) период – для опережающих показателей (показатели, изменения которых во времени происходят за короткий срок). Таким образом, достигается сбалансированность системы показателей по долгосрочным и краткосрочным целям.

Содержание краткосрочных планов детализируется по периодам (кварталам, месяцам, неделям, дням) и выражается в виде плановых значений показателей. Показатели и их целевые значения предоставляют менеджменту своевременные сигналы, основанные на отклонениях реального положения вещей от планового, т.е. полученные фактические количественные результаты сравниваются с запланированными.

Определение связи показателей с бизнес-процессами

Как было сказано выше, показатель – это измеритель, показывающий степень достижения цели. Однако это и средство для оценки результативности и эффективности бизнес-процесса. Показатели в ССП служат как для оценки результативности бизнес-процессов, так и для оценки степени достижения цели одновременно.

Определение стратегических мероприятий

В случаях, когда стратегические цели не могут быть достигнуты путем выполнения регулярной деятельности (в рамках бизнес-процессов компании), достижение стратегических целей осуществляется через реализацию соответствующих стратегических мероприятий. «Стратегические мероприятия» – это общее понятие для всех мероприятий, проектов, программ и инициатив, которые реализуются для достижения стратегических целей.

Распределение проектов компании по целям сбалансированной системы создает ясность в понимании того, какой вклад вносит тот или иной проект в достижение стратегических целей. Если проекты не вносят значительного вклада в достижение стратегических целей, их следует рассмотреть на предмет, какой вклад они вносят в достижение базовых целей. Если то или иное стратегическое мероприятие не вносит существенного вклада в достижение базовых целей, то необходимость его реализации крайне сомнительна.

Сбор, оценка и анализ информации о выполнении стратегии

Внедрение ССП – процесс, требующий значительного времени, часть из которого уходит на отлаживание системы и ее поддержку. Для улучшения ССП высшее руководство и ответственные должны постоянно проводить анализ и оценку деятельности организации.

Стратегические цели характеризуются высокой степенью актуальности для компании, и эта актуальность должна оцениваться как минимум ежегодно. При этом необходимо оценивать:

– Пригодны ли выбранные показатели для оценки степени достижения выработанных целей?

- Насколько прост расчет значений показателей?
- Достигли ли структурные подразделения целевых значений выработанных показателей?
- Достигнуты ли целевые значения показателей корпоративных целей?
- Какой вклад вносит рассматриваемое структурное подразделение в достижение целей верхних уровней?

Оценка показателей заключается, прежде всего, в том, чтобы понять возможность расчета фактического значения показателя на основе данных отчетного периода. Кроме того, необходимо проводить сравнения план-факт по значениям выработанных показателей с выяснением причин отклонений. Такой анализ сопровождается либо корректировкой целевого значения показателя, либо разработкой корректирующих мероприятий, направленных на достижение установленного ранее целевого значения.

ССП нижнего уровня всегда должна оцениваться на предмет содействия достижению целей верхнего уровня.

Кроме того, целесообразно прогнозировать целевые значения показателей на длительный период времени.

Мероприятия также должны подвергаться анализу, а именно необходимо оценивать:

- Были ли реализованы все мероприятия согласно утвержденному плану?
- Были ли при этом соблюдены бюджет времени и финансовые ресурсы?
- Повлияла ли реализация мероприятий на достижение целей?

Если разработанные ранее мероприятия еще не окончены, их следует завершить. При необходимости должны быть разработаны новые мероприятия.

ГЛОССАРИЙ

Активная тактика управления – тактика управления портфелем финансовых активов, которая предполагает, что менеджеры строят собственные прогнозы уровня доходности и риска финансовых активов, которые могут не совпадать с общим мнением рынка.

Анализ безубыточности – метод исследования соотношения между постоянными, переменными издержками, прибылью и объемом продаж.

Бюджет – количественный план в денежном выражении, подготовленный и принятый для определенного периода времени, показывающий планируемую величину дохода, которая должна быть достигнута, и (или) расходы, которые должны быть понесены в течение этого периода, а также капитал, который необходимо привлечь для достижения определенной цели.

Видение – это взгляд на желаемое, практически достижимое будущее организации, а также на то, каким путем достичь этого будущего.

Внутренняя ставка доходности инвестиций (IRR) – ставка дисконтирования, которая уравнивает приведенную стоимость будущих денежных поступлений от реализации инвестиционного проекта и стоимость первоначальных инвестиций.

Временной горизонт определяет тип показателя (отсроченный или опережающий) и показывает, на какой период планируется деятельность.

График безубыточности – графическое представление соотношения между совокупными доходами и совокупными издержками для различных уровней производства и продаж, демонстрирующее области получения прибыли и убытков.

График инвестиционных возможностей (IOS) – график значений внутренней доходности различных инвестиционных проектов, предназначенных для включения в один портфель капиталовложений.

Группировка дебиторской задолженности по срокам возникновения – процесс классификации счетов к получению по критерию времени, прошедшего с момента их выставления на определенную дату.

Дебиторская задолженность – денежные суммы, которые должны фирме клиенты, приобретшие у нее в кредит какие-либо продукты или услуги.

Денежные дивиденды – денежные выплаты акционерам из прибыли корпорации.

Дисконтирование денежных потоков – любой метод оценки и выбора инвестиционного проекта, который позволяет рассчитать денежные потоки с учетом изменения стоимости денег во времени.

Дисконтированный срок окупаемости – критерий оценки инвестиционных проектов, который рассчитывается на основе денежного потока, дисконтированного по цене капитала этого проекта.

Дифференцированная доходность – разница между средней доходностью оцениваемого портфеля и доходностью эталонного портфеля.

Доходность – сумма дохода, полученного от инвестиций в какой-либо объект, и изменения его рыночной цены, которые обычно выражают как процент от начальной рыночной цены объекта инвестиции.

Закон Робинсона – Пэтмана – противозаконно продавать продукцию в кредит (и не в кредит) разным группам покупателей на различных условиях при одинаковых затратах.

Запас финансовой прочности – возможность дополнительного снижения выручки до того момента, пока предприятие не будет получать нулевую прибыль; это разница между выручкой и порогом рентабельности.

Инактивное планирование – планирование, основанное на учете информации о современном состоянии компании.

Инвестиционный портфель – комбинация двух и более ценных бумаг или активов.

Индекс рентабельности (PI) – доход от инвестиционного проекта, приходящийся на единицу затрат.

Интерактивное планирование – планирование, которое предполагает, что работники владеют информацией о прошлом и настоящем состоянии финансовой сферы компании и окружающей среды и проектируют будущее, при этом оно прогнозируется с высокой степенью точности и в значительной степени зависит от действий сотрудников компании.

Капитал – общая стоимость средств в денежной, материальной и нематериальной формах, инвестированных в формирование активов; совокупность всех источников средств компании, используемых для финансирования активов и операций, включая краткосрочную и долгосрочную задолженность, привилегированные и обыкновенные акции.

Каскадирование – это построение ССП для структурных подразделений компании (в горизонтальном и вертикальном аспектах). Результатом этой работы являются созданные сбалансированные системы показателей для различных организационных подразделений и различных уровней организационной иерархии. Вертикальное каскадирование также называют декомпозицией.

Кредитная политика компании – стиль и характер взаимодействия и работы с покупателями производимой продукции (услуг) в отношении предоставления отсрочки в платежах.

Кредиторская задолженность – денежные средства, которые фирма должна своим поставщикам.

Кривая безразличия – график, представляющий собой все сочетания ожидаемой доходности и риска, которые обеспечивают инвестору равную степень удовлетворенности.

Ликвидность – способность ценностей легко превращаться в денежные средства.

Ликвидность фирмы – способность фирмы превращать свои активы в денежные средства для погашения всех необходимых платежей по срокам.

Метод управления задачами – метод управления реализацией финансовой стратегии, который предполагает формирование стратегических задач, призванных решать возникающие проблемы по мере их появления.

Метод управления «по слабым сигналам» – метод управления реализацией финансовой стратегии, который предполагает применение предупредительных мероприятий по сохранению существующей финансовой позиции при выявлении проблемы на ранних стадиях ее возникновения, а также осуществление конкретных действий по усилению финансовой безопасности компании и сохранению достигнутой стратегической финансовой позиции, если проблема перерастает в более значимую.

Метод управления стратегическими позициями – метод управления реализацией финансовой стратегией, который предполагает реализацию направлений стратегии, касающихся тех приоритетных зон стратегического финансового развития, в которых не наблюдается изменений или создаются наилучшие возможности развития, а также сохранение стратегических финансовых позиций на достигнутом уровне в приоритетных зонах, в которых возможности развития снижаются или возникают даже опасные ситуации.

Ожидаемая доходность – средневзвешенная величина возможных значений доходности, где весовыми коэффициентами являются вероятности их наступления.

Оптимальная структура капитала – соотношение собственных и заемных ресурсов, обеспечивающее наиболее эффективную пропорциональность между уровнем чистой прибыли и уровнем финансовой устойчивости компании, что гарантирует наименьшую стоимость капитала и наибольшую стоимость фирмы.

Оценка дебиторской задолженности с позиции платежной дисциплины – анализ динамики изменения непогашенной дебиторской задолженности.

Пассивная тактика управления – управление портфелем финансовых активов, при котором менеджеры принимают решения, исходя из общепринятой на рынке оценки риска и доходности, ориентируясь на какой-либо фондовый индекс.

Период обращения денежных средств – период обращения запасов и дебиторской задолженности за вычетом периода обращения кредиторской задолженности.

Перспективы (составляющие) – это наиболее значимые сферы, в которых предприятие стремится достигнуть результатов. Обычно выделяют четыре перспективы: финансы, клиенты (маркетинг), внутренние процессы (производство), обучение и развитие (персонал). Могут существовать и другие перспективы или заменена часть из них в зависимости от специфических потребностей разработчиков стратегии. Перспектива является важнейшим элементом стратегии, часто представляющим категорию или точку зрения собственника.

Показатель – это измеритель цели. Показатели являются средствами оценки продвижения к реализации стратегической цели. Однако это и средство для оценки результативности и эффективности бизнес-процесса. Показатели служат как для оценки результативности процессов, так и для оценки степени достижения цели одновременно.

Показатель опережающий – показатель, изменения которого во времени происходят за короткий срок.

Показатель отсроченный – показатель, который говорит о конечных целях корпоративной стратегии.

Политика сбора платежей – принятый в компании порядок работы в отношении недисциплинированных дебиторов.

Портфели допустимые – множество разных портфелей финансовых активов с разным уровнем до-

ходности и риска, которые могут быть сформированы инвестором.

Портфели эффективные – портфели, которые обеспечивают самую высокую доходность для данного уровня риска или наименьшее значение риска для данного значения доходности.

Портфель агрессивный – портфель, ориентированный на максимизацию прибыли или величины капитала, несмотря на то, что это влечет высокий риск, при котором вложенные средства могут в значительной доле или полностью быть потеряны.

Портфель дохода – портфель финансовых активов, ориентированный на максимизацию прибыли в краткосрочной перспективе, невзирая на то, что в перспективе можно было бы получить больший размер дохода.

Портфель консервативный – совокупность финансовых инструментов инвестирования, нацеленных на достижение минимального значения риска.

Портфель оптимальный – портфель финансовых активов, обеспечивающий максимальный уровень доходности при том уровне риска, на который согласен инвестор.

Портфель роста – инвестиционный портфель, в основу которого положен принцип приоритета большей величины прибыли в долгосрочной перспективе, чем получение дохода в ближайшем будущем.

Портфель умеренный – инвестиционный портфель, который стремится к достижению среднерыночной нормы прибыли при среднем значении риска.

Портфель финансовых активов – целенаправленно сформированная совокупность финансовых инструментов, предназначенных для осуществления финансового инвестирования в соответствии с избранной финансовой политикой и стратегическими финансовыми целями.

Процесс (бизнес-процесс) – последовательность действий (подпроцессов), направленная на получение

заданного результата, ценного для организации. От того, как организация развивает и совершенствует свои бизнес-процессы, зависит не только успешная деятельность организации в настоящем, но и выживание в будущем. ССП выделяет те бизнес-процессы, которые являются решающими для успешного выполнения стратегии.

Преактивное планирование – планирование, которое ориентировано на предугадывание будущих тенденций развития внешней среды и на построение траектории развития компании

согласно этим тенденциям.

Предельная цена капитала (МСС) – цена последней денежной единицы вновь привлеченного капитала.

Приведенная стоимость – текущая стоимость какой-либо будущей стоимости денег или последовательности предстоящих платежей, оцениваемая по заданной процентной ставке.

Процент дисконтный – процент, который выплачивается до использования займа, т.е. в момент выдачи ссуды.

Реактивное планирование – планирование, основанное на учете информации о прошлом состоянии компании.

Риск – изменчивость доходности в сравнении с ее ожидаемой величиной.

Риск портфеля финансовых активов – изменчивость доходности, которая измеряется стандартным отклонением (дисперсией) распределения доходности портфеля, т.е. мера разброса возможной ожидаемой доходности.

Риск рыночный (релевантный, эффективный) – риск актива, который является частью хорошо диверсифицированного портфеля.

Рыночная стоимость актива – рыночная цена, по которой этот актив можно продать на конкурентном рынке.

Стандарты кредитоспособности – минимальная финансовая устойчивость, которой должны обла-

дать покупатели для получения отсрочки платежа, и объемы допустимых ссуд, предоставляемых разным группам клиентов.

Сбалансированная система показателей (ССП) – это система стратегического управления компанией на основе измерения и оценки ее эффективности по набору оптимально подобранных показателей, отражающих все аспекты деятельности организации, как финансовые, так и не финансовые. Название системы отражает то равновесие, которое сохраняется между краткосрочными и долгосрочными целями, финансовыми и нефинансовыми показателями, основными и вспомогательными параметрами, а так же внешними и внутренними факторами деятельности.

Стратегическая карта – это диаграмма или рисунок, описывающий стратегию в виде набора стратегических целей и причинно-следственных связей между ними.

Стратегическая цель – это главная цель, достижение которой наиболее важно для выживания организации, для ее успеха. Стратегические цели отличаются от оперативных целей значительным влиянием на конкурентоспособность компании и высокой сложностью реализации.

Стратегические мероприятия (проекты) обеспечивают выполнение стратегии. Все проекты, выполняемые в организации, должны быть увязаны со стратегией в СП. Проекты направлены на достижение поставленных целей в течение заданного периода времени и при установленном бюджете.

Стратегия – это план или модель долговременного развития организации. Стратегия представляет собой путь, складывающийся из нескольких этапов, который должна пройти организация от своего нынешнего состояния до того целевого состояния, которое планируется и предвосхищается.

Стоимость долга – требуемая ставка доходности по инвестициям кредиторов компании.

Стоимость заемного капитала – требуемая кредиторами цена за предоставленные заемные средства.

Стоимость собственного капитала – требуемая владельцами обыкновенных акций компании ставка доходности по их инвестициям в акции компании.

Стратегические цели финансовой деятельности компании – желаемая конечная стратегическая финансовая позиция компании, позволяющая направлять финансовую деятельность в долгосрочной перспективе и оценивать ее результаты.

Структура капитала – соотношение собственных и заемных средств, используемых компанией в процессе финансового обеспечения своей хозяйственной деятельности.

Точка безубыточности (критическая точка равновесия, порог рентабельности) – объем продаж, требуемый для уравнивания совокупных доходов и совокупных издержек; может быть выражен в штуках или денежных единицах.

Управление дебиторской задолженностью – вид деятельности менеджеров по оптимизации процессов предоставления и своевременного гашения задолженности покупателей за товары, работы или услуги, реализованные компанией, а также максимизация прибыльности этого направления.

Управление кредиторской задолженностью – деятельность менеджеров по оптимизации процессов получения и своевременного гашения кредиторской задолженности, а также минимизации ее стоимости.

Управление структурой капитала – поиск оптимального соотношения собственных и заемных ресурсов, при котором достигается минимальная цена капитала и максимальная рыночная стоимость предприятия.

Управление финансовыми активами корпорации – совокупность принципов, правил и методического обеспечения оценки финансовых инструментов размещения свободного капитала, выбор эффективного вари-

анта их сочетания в финансовом портфеле и своевременная корректировки до оптимального состояния.

Финансовая ограничительная политика – политика, ориентированная на минимизацию риска, что влечет снижение финансовых показателей компании.

Финансовая политика – форма реализации финансовой философии и финансовой стратегии компании в разрезе приоритетных зон финансового стратегического развития.

Финансовая политика активных действий – политика, ориентированная на достижение высоких финансовых показателей вне зависимости от риска.

Финансовая стратегия – генеральное направление финансового развития, касающееся всех важнейших аспектов финансовой деятельности и финансовых отношений, реализуемое путем разработки долгосрочных финансовых целей, определения наиболее эффективных способов их достижения, адаптивной корректировки направлений образования и использования финансовых ресурсов в условиях изменения внутренней и внешней среды.

Финансовая уравновешенная политика – политика, ориентированная на достижение среднеотраслевых финансовых результатов при среднем значении риска.

Финансовое планирование – планирование всех поступлений и расходов денежных ресурсов для обеспечения развития предприятия.

Целевое значение показателя – это численное значение показателя, к которому следует стремиться для достижения цели.

Цель – это измеримый результат, который планируется достичь. Система целей компании показывает, что должна достигнуть компания в целом (стратегические цели) и как стратегия будет реализовываться на операционном уровне (операционные цели или цели деятельности). Система целей в сбалансированной системе показателей визуализируется с помощью стратегической

карты и служит для наглядного представления выбранной стратегии и доведения ее до уровня исполнителей.

Цена (стоимость) капитала – совокупность затрат на привлечение различных финансовых источников, выраженная в процентах к величине капитала.

Цена финансового актива – стоимость актива, сложившаяся на финансовом рынке в момент продажи.

Эффект (сила) операционного рычага – процентное изменение валовой прибыли, являющееся результатом однопроцентного изменения уровня продаж.

Эффект (сила) совокупного рычага – процентное изменение чистой прибыли, являющееся результатом однопроцентного изменения объема продаж. Это также есть сила операционного рычага фирмы, умноженная на силу финансового рычага этой фирмы при определенном объеме продаж.

Эффект (сила) финансового левириджа – параметр, показывающий уровень дополнительно формируемой прибыли на собственный капитал в случае разного удельного веса заемных средств в структуре капитала; прирост чистой прибыли, являющийся следствием однопроцентного прироста валовой прибыли.

Эффективная годовая процентная ставка – фактическая процентная ставка, начисляемая (выплачиваемая) после внесения в номинальную ставку поправки на такие факторы, как количество периодов начисления процентов за год.

β -коэффициент финансового актива – показатель чувствительности доходности финансового актива к изменению доходности рыночного портфеля; коэффициент систематического риска.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Бизнес-анализ деятельности организации : учебник / Л.Н.Усенко, Ю.Г.Чернышева, Л.В. Гончарова [и др.] ; под ред. проф. Л. Н. Усенко. – М. : Альфа-М : ИНФРА-М, 2019. – 560 с.

2. Бизнес-планирование: учеб. пособие для студентов вузов, обучающихся по направлениям «Экономика» и «Менеджмент» / В.З. Черняк [и др.] ; под ред. В.З. Черняка, Г.Г. Чараева. – 4-е изд., перераб. и доп. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2017. – 591 с.

3. Богатырев, С. Ю. Корпоративные финансы: стоимостная оценка : учебное пособие / С. Ю. Богатырев. – Москва : РИОР : ИНФРА-М, 2021. – 164 с.

4. Бухгалтерский учет и отчетность : учебник / Н.Н. Хахонова, И.В. Алексеева, А.В. Бахтеев [и др.] ; под ред. проф. Н.Н. Хахоновой. – Москва : РИОР : ИНФРА-М, 2021. – 554 с.

5. Герасимова, Е. Б. Финансовый анализ. Управление финансовыми операциями : учебное пособие / Е. Б. Герасимова, Д. В. Редин. - Москва : ФОРУМ : ИНФРА-М, 2019. - 192 с.

6. Геращенко, И. П. Финансовая стратегия: инновационный аспект : монография / И. П. Геращенко. – Омск : ОмГУ, 2009. – 264 с.

7. Евсин, М. Ю. Финансовые рынки. Практикум : учебное пособие / М.Ю. Евсин, В.А. Спесивцев. – Москва : ИНФРА-М, 2021. – 168 с.

8. Жуков, В. Н. Система внутреннего финансового контроля в корпорациях: содержание и инструменты моделирования : монография / В. Н. Жуков. - Москва : НИЦ ИНФРА-М, 2016. - 212 с.

9. Звонова, Е. А. Международный финансовый рынок: Учебник / Е.А. Звонова, В.К. Бурлачков, В.А. Галанов; Под ред. В.А. Слепова - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Магистр: НИЦ ИНФРА-М, 2018. - 368 с.

10. Интенсивный курс МВА : учебное пособие / под ред. В. К. Фальцмана, Э.Н. Крылатых. – Москва : ИНФРА-М, 2020. – 544 с.

11. Карпова, С. В. Управление ценами : учебник / под ред. С. В. Карповой. – Москва : Вузовский учебник : ИНФРА-М, 2019. – 236 с.

12. Корольков, Д. А. Фундаментальный и технический анализ на финансовых рынках : учебное пособие / Д. А. Корольков. – Санкт-Петербург : ИЭО СПбУТУиЭ, 2011. – 310 с.

13. Корпоративные финансы : учебник / под общ. ред. А.М. Губернаторова. – Москва : ИНФРА-М, 2020. – 399 с.

14. Котелкин, С. В. Международный финансовый менеджмент : учебное пособие / С. В. Котёлкин. – Москва : Магистр : ИНФРА-М, 2020. – 608 с.

15. Крамаренко, Т. В. Корпоративные финансы [Электронный ресурс] : учебное пособие / Т. В. Крамаренко, М. В. Нестеренко, А. В. Щенников. - 3-е изд., стер. - Москва : ФЛИНТА, 2019.-187 с.

16. Кумехов, К. К. Финансовая политика фирмы : учебное пособие / К. К. Кумехов, М. В. Петровская, Н. Ю. Сурова; под. общ. ред. К. К. Кумехова. - Москва : Издательство «Аспект Пресс», 2019. - 208 с.

17. Кумехов, К. К. Финансовая политика фирмы : учебное пособие / К. К. Кумехов, Н. Ю. Сурова, М. В. Петровская ; под общей редакцией К. К. Кумехова. – Москва : Аспект Пресс, 2019. – 208 с.

18. Лапыгин, Ю. Н. Стратегический менеджмент : учеб. пособие / Ю.Н. Лапыгин.— 2-е изд. – М. : ИНФРА-М, 2018. – 208с.

19. Лисовский, А. Л. Оценка стоимости фирмы (бизнеса) : учебное пособие / А.Л. Лисовский, Т.А. Никерова, Л.А. Шмелева. - Москва : Научный консультант, 2017. - 58 с.

20. Маренков, Н. Л. Рынок ценных бумаг в России : учебное пособие / Н. Л. Маренков, Н. Н. Косаренко. – 5-е изд., стер. – Москва : ФЛИНТА, 2016. – 240 с.

21. Медынский, В. Г. Инновационный менеджмент : учебник / В.Г. Медынский. – М. : ИНФРА-М, 2018. – 295 с.

22. Мурашкин, Р. Н. Инвестиционная стратегия : учебно-методическое пособие / Р. Н. Мурашкин. - Нижний Новгород : ННГУ им. Н. И. Лобачевского, 2015. – 111 с.

23. Новиков, А. И. Модели финансового рынка и прогнозирование в финансовой сфере : учебное пособие / А.И. Новиков. – Москва : ИНФРА-М, 2020. – 256 с.

24. Овсянко, Л. А. Инвестиционная стратегия предприятия : учебное пособие / Л. А. Овсянко. – Красноярск : КрасГАУ, 2016. – 151 с.

25. Разумовская, Е. А. Финансовое планирование и прогнозирование : учебное пособие / Е. А. Разумовская. – Екатеринбург : УрФУ, 2017. – 284 с.

26. Рожков, И. М. Финансовый менеджмент : практикум / И. М. Рожков, О. О. Скрябин, А. В. Ковтун. - Москва : Изд. Дом НИТУ «МИСиС», 2019. - 78 с.

27. Савцова, А. В. Финансовая стратегия предприятия: формирование и реализация : коллективная монография / А. В. Савцова, Л. И. Ушвицкий, И. В. Соловьева. – Ставрополь : СКФУ, 2016. – 156 с.

28. Самылин, А. И. Корпоративные финансы : учебник / А.И. Самылин. – изд. испр. и доп. – М. : ИНФРА-М, 2019. – 472 с.

29. Самылин, А. И. Корпоративные финансы. Финансовые расчеты : учебник / А.И. Самылин. – Изд. испр. и доп. – М. : ИНФРА-М, 2018. – 472 с.

30. Симоненко, Н. Н. Краткосрочная и долгосрочная финансовая политика фирмы : учебник / Н. Н. Симоненко, В. Н. Симоненко. – Москва : Магистр : ИНФРА-М, 2019. - 512 с.

31. Сироткин, С. А. Стратегический менеджмент : учебник / С.А. Сироткин, Н.Р. Кельчевская. – Москва : ИНФРА-М, 2021. – 263 с.

32. Терехин, В. И. Корпоративные финансы. Ч. 1: Учебно-практическое пособие / Терехин В.И. - Рязань: Академия ФСИН России, 2012. - 364 с.

33. Терехин, В. И. Корпоративные финансы. Ч. 2: Учебно-практическое пособие / Терехин В.И. - Рязань: Академия ФСИН России, 2012. - 304 с.

34. Финансовое планирование и бюджетирование: методология и практика : монография / А. В. Носов, О. А. Тагирова, М. Ю. Федотова [и др.]. – Пенза : ПГАУ, 2019. – 183 с.

35. Фомичев, А. Н. Стратегический менеджмент : учебник для вузов / А. Н. Фомичев. - 2-е изд. – Москва : Издательско-торговая корпорация «Дашков и К°», 2020. - 466 с.

36. Чараева, М. В. Финансовый менеджмент : учеб. пособие / М.В. Чараева. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва : ИНФРА-М, 2019. – 240 с.

37. Чижик, В. П. Финансовые рынки и институты : учеб. пособие / В.П. Чижик. – Москва : ФОРУМ : ИНФРА-М, 2018. – 384 с.

38. Шарп, У. Ф. Инвестиции : учебник / У. Ф. Шарп, Г. Д. Александер, Д. В. Бэйли ; пер. с англ. А. Н. Буренина, А. А. Васина. – Москва : ИНФРА-М, 2021. – 1028 с.

39. Эльяшев, Д. В. Финансовые рынки : учебно-методическое пособие / Д. В. Эльяшев. — Санкт-Петербург : СПбГАУ, 2018. – 96 с.

40. Яшина, Н. И. Финансовое планирование и прогнозирование : учебно-методическое пособие / Н. И. Яшина, И. М. Осколков. – Нижний Новгород : ННГУ им. Н. И. Лобачевского, 2020. – 14 с.

