


ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Курс лекций для специальности
«**Антикризисное управление**»

Разработчик: к.э.н., доцент Бакунова Т.В.



Тема 1. Функции, цели, задачи и стратегия финансового менеджмента

**Функции финансового
менеджмента
как специальной области
управления предприятием**

Управление активами

- Управление оборотными активами;
- Управление внеоборотными активами;
- Оптимизация состава активов.

Управление капиталом

- Управление собственным капиталом;
- Управление заемным капиталом;
- Оптимизация структуры капитала.

Управление инвестициями

- Управление реальными инвестициями;
- Управление финансовыми инвестициями.

Управление денежными потоками

- Управление денежными потоками от операционной деятельности;
- Управление денежными потоками от инвестиционной деятельности;
- Управление денежными потоками от финансовой деятельности.

Управление финансовыми рисками и предотвращение банкротства

- Управление составом финансовых рисков;
- Управление профилактикой финансовых рисков;
- Управление страхованием финансовых рисков;
- Антикризисное финансовое управление при угрозе банкротства.

Главная цель финансового менеджмента:

Обеспечение максимизации благосостояния собственников бизнеса в текущем и перспективном периоде.

Основные задачи финансового менеджмента:

- Обеспечение формирования достаточного объема финансовых ресурсов в соответствии с задачами развития бизнеса в предстоящем периоде;
- Обеспечение наиболее эффективного использования сформированного объема финансовых ресурсов в разрезе основных направлений деятельности предприятия;
- Оптимизация денежного оборота;
- Обеспечение максимизации прибыли при заданном уровне финансового риска;
- Обеспечение постоянного финансового равновесия бизнеса в процессе его развития.

Финансовая стратегия предприятия

Заключается в реализации функций, целей и задач финансового менеджмента путем формирования определенной политики управления.

Основные направления финансовой политики

Политика управления активами

- Политика управления запасами;
- Политика управления дебиторской задолженностью;
- Политика управления денежными активами;
- Политика финансирования оборотных активов (кредитная политика).

Политика управления капиталом

- Политика формирования структуры капитала;
- Политика управления нематериальными активами;
- Политика финансирования внеоборотных активов.


Политика управления инвестициями (инвестиционная политика)

Политика управления реальными инвестициями:

- Политика управления капитальными инвестициями;
- Политика управления инновационными инвестициями

Политика управления финансовыми инвестициями:

- Политика формирования портфеля денежных инструментов инвестирования;
- Политика формирования портфеля фондовых инструментов инвестирования.



Тема 2. Финансовые отношения
предприятия и финансовая информация

Субъекты финансовых отношений предприятия и их интересы (1 группа)

- *Менеджеры
предприятия:*



- Оценка эффективности производственной и финансовой деятельности;
- Принятие управленческих решений;

- *Органы
налогообложения:*

- Своевременность и полнота поступления налоговых платежей;
- Оптимизация налогообложения.



- *Акционеры:*



- Оценка адекватности дохода степени рискованности сделанных инвестиций;
- Оценка перспектив выплаты дивидендов.

- *Служащие:*



- Оценка стабильности и рентабельности деятельности предприятия в целях определения перспектив своей занятости, получения финансовых и других льгот и выплат от предприятия.

- *Поставщики:*

- Определение наличия ресурсов для оплаты поставок.



- *Покупатели:*



- Оценка того, насколько долго предприятие сможет продолжать свою деятельность;
- Оценка развития и устойчивости бизнеса.

- *Кредиторы:*



- Определение наличия ресурсов для погашения кредитов и выплаты процентов.

Субъекты финансовых отношений предприятия (2 группа)

- Статистические органы;
- Аудиторские компании;
- Консалтинговые компании;
- Биржи;
- Законодательные органы;
- Пресса и информационные агентства;
- Торгово-производственные ассоциации и палаты;
- Профсоюзы;
- Юридические компании.

Финансовая информация как основа финансовых отношений

Состав финансовой информации

- Бухгалтерская и финансовая отчетность;
- Финансовые коэффициенты;
- Финансовые показатели.

Тема 3. Управление оборотными активами предприятия

Классификация активов.

- **АКТИВЫ**

– это экономические ресурсы предприятия в форме совокупных имущественных ценностей, используемых в хозяйственной деятельности с целью получения прибыли.

1. По форме функционирования активы делятся на:

1.1. Материальные:

- основные средства;
- незавершенные капитальные вложения;
- оборудование ,предназначенное к монтажу;
- производственные запасы сырья и полуфабрикатов;
- запасы МБП;
- объем незавершенного производства;
- запасы готовой продукции;
- прочие активы.

1.2. Нематериальные активы:

- права пользования отдельными природными ресурсами;
- патентные права на использование изобретений;
- «ноу-хау» - знания, оформленные в виде технической документации;
- права на промышленные образцы и модели;
- зарегистрированные товарные знаки;
- торговые марки;
- права на использование компьютерных программных продуктов;
- «гудвилл» - разница между рыночной стоимостью предприятия, как целостного имущественного комплекса и его балансовой стоимостью, полученная за счет использования более эффективной системы;
- управления, применения новых технологий, доминирующей позиции на товарном рынке и т.д.

1.3. Финансовые активы:

- денежные активы в национальной и иностранной валюте;
- дебиторская задолженность;
- краткосрочные и долгосрочные финансовые вложения.

2. По характеру участия и скорости оборота активы делятся на:

2.1. оборотные (текущие) активы,

которые характеризуют совокупность имущественных ценностей предприятия, обслуживающих операционную деятельность и полностью потребляемых в течение одного производственного цикла:

- производственные запасы сырья и полуфабрикатов;
- запасы МБП;
- незавершенное производство;
- запасы готовой продукции;
- дебиторская задолженность;
- денежные активы в национальной и иностранной валюте;
- краткосрочные финансовые вложения;

2.2. Внеоборотные активы –

имущественные ценности многократно участвующие в процессе хозяйственной деятельности и переносящие свою стоимость на созданный продукт по частям и со сроком службы более одного года:

- основные средства;
- нематериальные активы;
- незавершенные капитальные вложения;
- оборудование, предназначенное к монтажу;
- долгосрочные финансовые вложения.

3. По характеру обслуживания отдельных видов деятельности активы подразделяются на:

3.1. *Операционные активы* –

непосредственно участвующие в получении операционной прибыли:

- производственные основные фонды;
- нематериальные активы, обслуживающие операционный процесс;
- оборотные операционные активы – вся их совокупность за минусом краткосрочных финансовых вложений.

3.2. Инвестиционные активы:

- незавершенные капитальные вложения;
- оборудование, предназначенное к монтажу;
- долгосрочные и краткосрочные финансовые вложения.

4. По характеру финансовых источников формирования активы делятся на:

4.1. Валовые активы –

сформированные как за счет собственного, так и за счет заемного капитала.

4.2. Чистые активы –

сформированные только за счет собственного капитала.

5. По характеру владения активы подразделяются на :

5.1. Собственные активы –

отражаемые в составе баланса.

5.2. Арендуемые активы –

отражаемые в составе баланса как «право на аренду» в размере ежегодной суммы арендной платы.

6. По уровню ликвидности активы делятся на:

6.1. Абсолютно ликвидные:

- денежные средства в национальной и иностранной валюте.

6.2. Высоколиквидные (срок конвертации до одного месяца):

- краткосрочные финансовые вложения;
- краткосрочная дебиторская задолженность.

6.3. Среднеликвидные (срок конвертации до шести месяцев):

- все формы дебиторской задолженности, кроме краткосрочной и безнадежной;
- запасы готовой продукции, предназначенные к реализации.

6.4. Низколиквидные (срок конвертации от шести месяцев):

- запасы сырья и полуфабрикатов;
- запасы МБП;
- активы в форме незавершенного производства;
- основные средства;
- незавершенные капитальные вложения;
- оборудование, предназначенное к монтажу;
- нематериальные активы;
- долгосрочные финансовые вложения.

7. Неликвидные активы – они не могут быть самостоятельно реализованы. А только в составе целостного имущественного комплекса:

- безнадежная дебиторская задолженность;
- расходы будущих периодов;
- убытки текущие и прошлых лет, отражаемые в составе баланса.

Управление оборотным капиталом

● **ОБОРОТНЫЙ КАПИТАЛ**

- краткосрочные текущие активы, которые оборачиваются в течение одного операционного цикла;

1. все виды запасов;
2. все денежные средства, за исключением краткосрочных текущих пассивов.

● ОПЕРАЦИОННЫЙ ЦИКЛ

– это период полного оборота всей суммы оборотных активов в процессе которого происходит смена отдельных их видов.

Стадии операционного цикла:

1. Приобретение входящих запасов оборотных активов;
2. Создание запасов готовой продукции;
3. Реализация готовой продукции;
4. Инкассация дебиторской задолженности.

Длительность операционного цикла =

А). Период оборота денежных активов (дни)
+
Период оборота материальных запасов (дни)
+
Период оборота запасов готовой продукции (дни)
+
Продолжительность периода инкассации
дебиторской задолженности (дни)

Б). Длительность производственного цикла
+
Длительность финансового цикла

Длительность производственного цикла (дни) =

Период оборота среднего запаса сырья,
материалов, полуфабрикатов

+

Период оборота среднего запаса
незавершенного производства

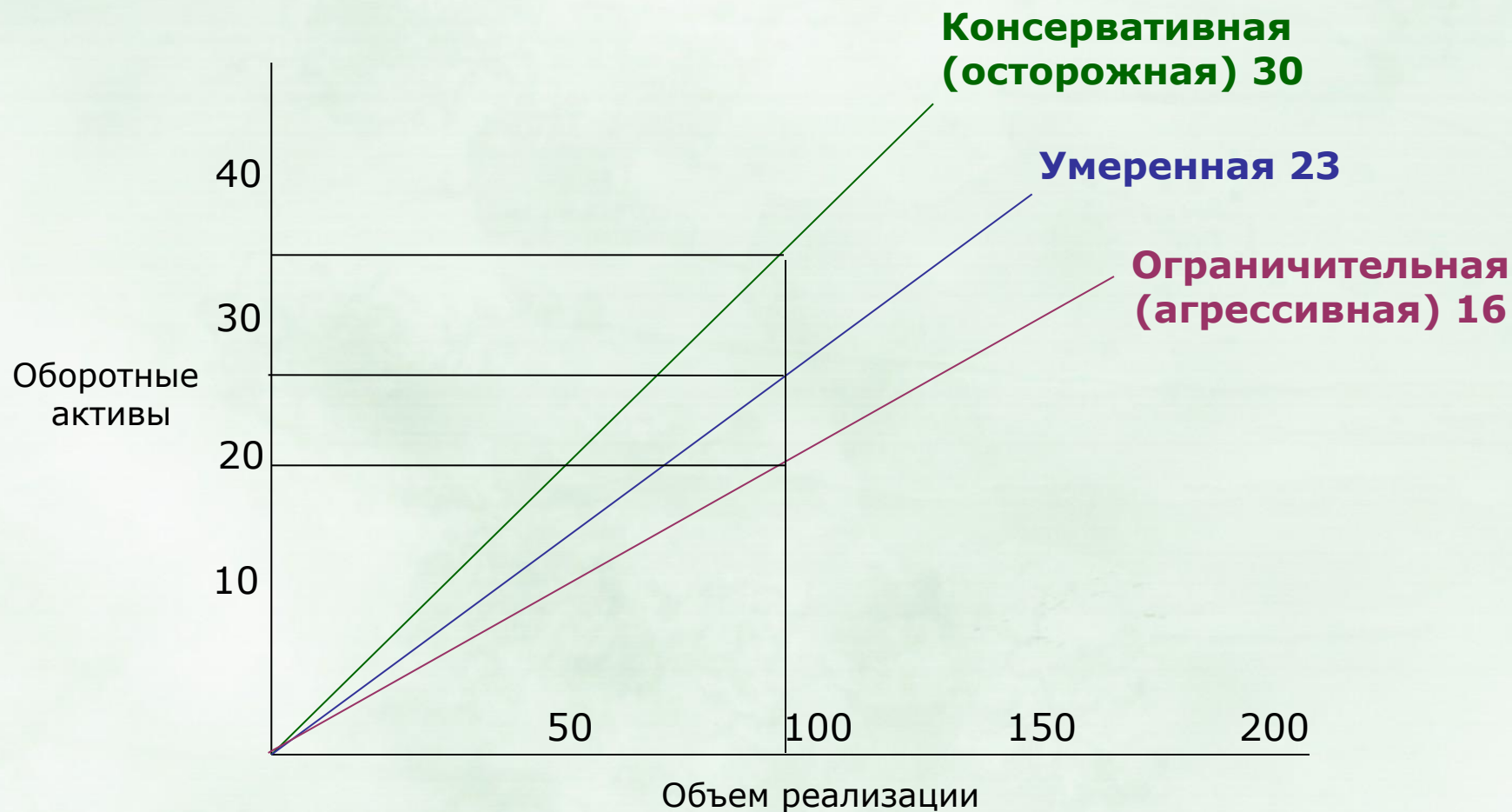
+

Период оборота среднего запаса
готовой продукции

Длительность финансового цикла (дни) =

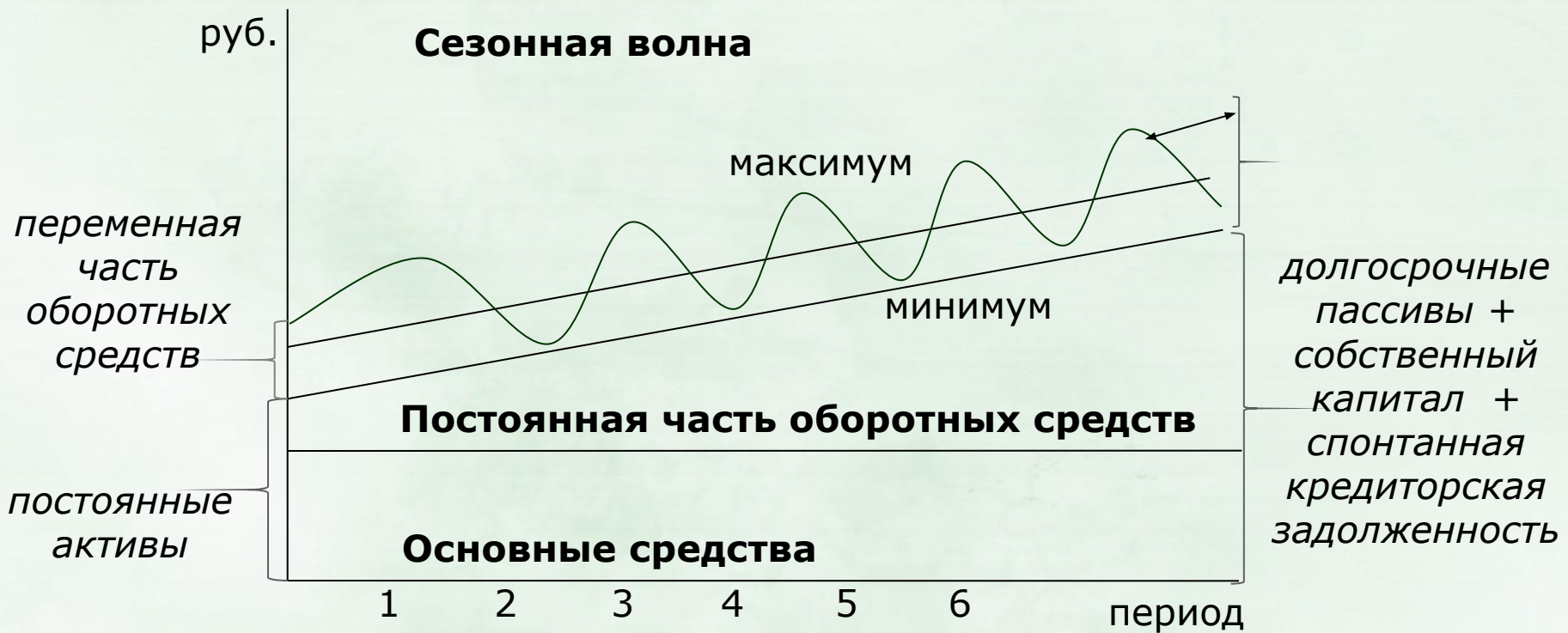
$$\begin{aligned} & \text{Длительность производственного цикла} \\ & \quad + \\ & \text{Период оборота дебиторской задолженности} \\ & \quad - \\ & \text{Период оборота кредиторской задолженности} \end{aligned}$$

Варианты зависимости объема реализации и величины оборотных активов.

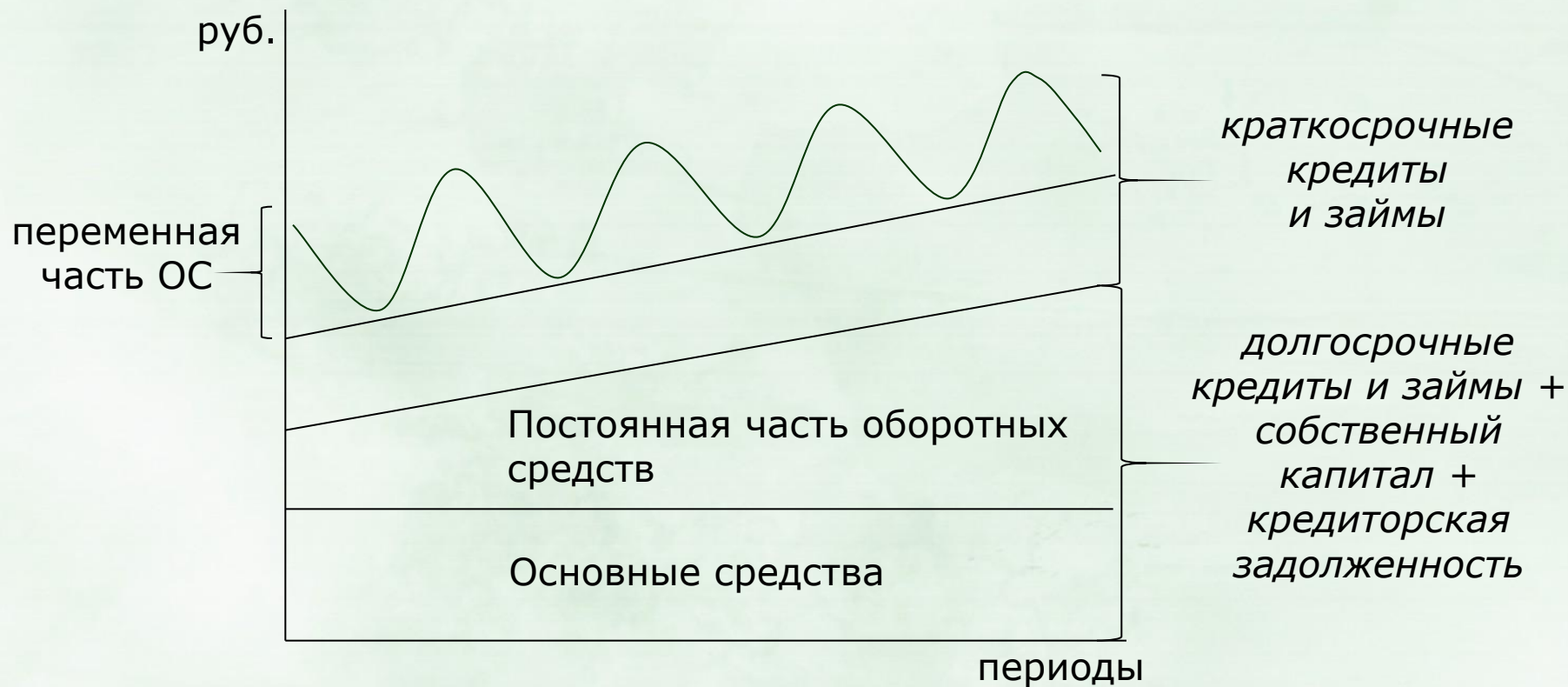


Стратегии управления оборотными активами

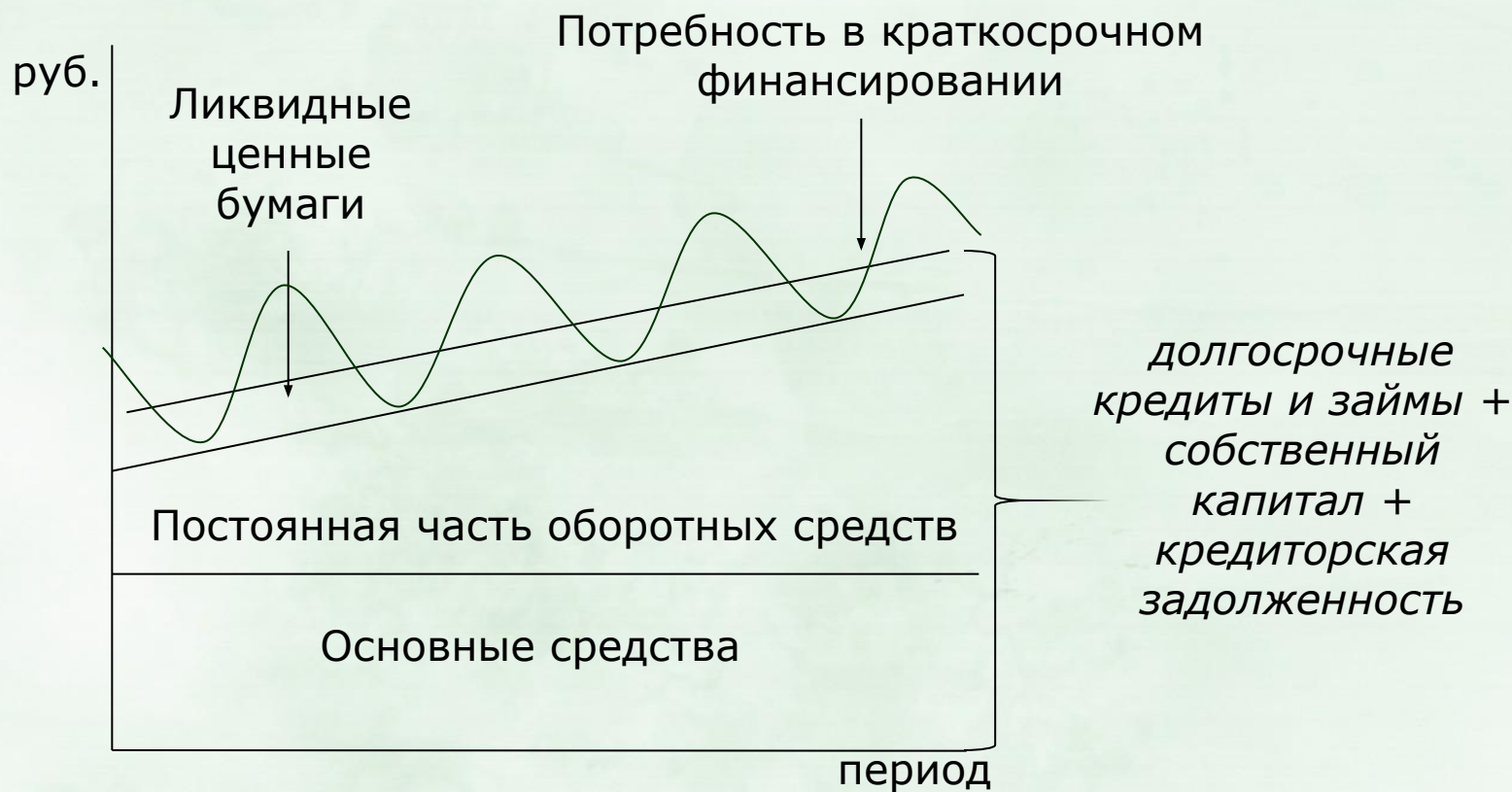
1. Умеренная стратегия (метод согласования сроков существования активов и обязательств)



2. Агрессивная стратегия финансирования



3. Консервативная стратегия финансирования



Управление запасами

● ПОЛИТИКА УПРАВЛЕНИЯ ЗАПАСАМИ

представляет собой оптимизацию общего размера и структуры запасов товарно-материальных ценностей, минимизацию затрат по их обслуживанию и обеспечение эффективного контроля за их движением.

Запас

Текущий

Сезонный

Страховой

Производственный

**Сбытовой
(Готовая продукция)**

**Запас текущего хранения
(постоянно обновляемая часть запаса)**

Нормативы оборотных средств в запасах

Нормирование запасов сырья, основных материалов и полуфабрикатов:

$$H = P \times (T + C + M + A + D),$$

где

- P** - среднедневной расход по данной группе;
- T** - текущий запас;
- C** - страховой запас (50% текущего запаса);
- M** - транспортный запас;
- A** - технологический запас;
- D** - подготовительный запас.

Нормирование незавершенного производства

Величина норматива зависит от 4 факторов:

1. Объем и состав производимой продукции;
2. Длительность производственного цикла;
3. Себестоимость продукции;
4. Характер нарастания затрат в процессе производства.

Формула для расчета норматива в незавершенном производстве

$$Н = В / Д \times Т \times К,$$

где

- В** – объем производимой валовой продукции по смете затрат в 4 квартале при равномерном нарастающем характере производства предстоящего года, руб.;
- Д** - количество дней в периоде;
- Т** – длительность производственного цикла, дни;
- К** – коэффициент нарастания затрат в производстве.

T x K =

**норма оборотных средств
в незавершенном производстве**

Коэффициент нарастания затрат при равномерном нарастании:

$$K = (Z_e + 0,5 Z_n) / (Z_e + Z_n),$$

где

Z_e – единовременные затраты;

Z_n – нарастающие затраты.

Коэффициент нарастания затрат при неравномерном нарастании:

$$K = C / Пс,$$

где

С – средняя стоимость единицы изделия в незавершенном производстве;

Пс – производственная себестоимость изделия.

Норматив оборотных средств в запасах готовой продукции.

$$H = V / D \times T,$$

где

V – выпуск товарной продукции в 4 квартале предстоящего года по производственной себестоимости, руб.;

D – количество дней в периоде (90);

T – норма оборотных средств на готовую продукцию.

T =

норма оборотных средств в запасах готовой продукции на складе
(комплектование и накопление партии, упаковка, маркировка, доставка до станции отправления и погрузка)

+

норма оборотных средств по товарам отгруженным (период времени выписки счетов и платежных документов и сдачи их в банк)

Эффективность использования оборотного капитала

- Длительность одного оборота (оборачиваемость) оборотного капитала в днях;
- Скорость оборота (количество оборотов) за определенный период;
- Коэффициент загрузки (закрепления) оборотных средств;
- Абсолютное высвобождение оборотных средств;
- Относительное высвобождение оборотных средств;
- Рентабельность оборотного капитала.

Решение любой оптимизационной задачи предполагает наличие целевого критерия.

Для запасов – это:

1. Затраты по размещению и выполнению заказа;
2. Затраты по хранению запаса.

Внимание!!!

**Наши целевые критерии
разнонаправлены,**

то есть при росте запаса растут затраты
по хранению запаса и снижаются
затраты по размещению и выполнению
заказа.

Модель экономически обоснованного размера заказа EOQ – model (Economic ordering quantity)

Модель основана на минимизации затрат по закупке и хранению запасов на предприятии.

Все операционные затраты делятся на:

1. Сумма затрат по размещению заказа;
2. Сумма затрат по хранению товаров на складе.

Затраты по размещению и выполнению одного заказа принимаются за **CONST (F)**, тогда применим формулу:

$$\mathbf{ТОС = F \times N,}$$

где

ТОС - общая цена заказов за год (Total Ordering Cost);

N - количество заказов в год.

Затраты по хранению увеличиваются прямо пропорционально среднему размеру запасов.

Величина запасов зависит от частоты их пополнения.

Если запасы расходуются равномерно в течение года и при этом не имеется страховых запасов, то

$$\text{Средний запас } A = (S/N)/2;$$
$$S/N = Q,$$

где

S - годовая потребность в сырье;

N - количество одинаковых партий сырья в год;

Q - величина одного заказа.

Пример.

$S = 120000$ ед. в год;

$N = 4$;

следовательно, **$Q = 30000$; $A = 15000$ ед.**

при цене **$P = 2$ руб. за ед.**

средняя стоимость запаса **$PA = 30000$ руб.**

Если цена капитала, используемого для финансирования
запасов = 10%, то

расходы по обеспечению среднего запаса составят

3000 руб.

Учетом прочие затраты (в руб.):

- аренда помещения, охрана,
коммунальные платежи,
налоги - 2000
- страхование - 500
- потери от уценки - 1000

Всего затраты по хранению составят:

$$3000 + 2000 + 500 + 1000 = \mathbf{6500}$$

или

21,7% от среднегодовой стоимости запасов.

Затраты по хранению запаса обозначим через **C** и запишем формулу годовых затрат по хранению запасов:

$$\mathbf{TCC} \text{ (Total Carrying Cost)} = \mathbf{C \times P \times A}$$

Перепишем формулу $\mathbf{TOC = F \times N}$,
из формулы $\mathbf{A = (S/N)/2}$ следует
 $\mathbf{N = S/2A}$, тогда

$$\mathbf{TOC = F \times (S/2A)}$$

Общие затраты по поддержанию запасов (Total inventory Costs):

$$TIC = C \times P \times A + F \times (S/2A)$$

ИЛИ

$$TIC = C \times P \times Q/2 + F \times S/Q$$

Основные предпосылки построения EOQ - model



Продифференцируем

TIC по Q,

приняв результат равным 0 и выведем
формулу нахождения оптимальной партии заказа:

$$CP/2 - FS/Q^2 = 0,$$

$$\text{тогда } Q^2 = 2FS/CP$$

$$EOQ = \sqrt{2FS/CP}$$

Графически модель бюджет выглядит следующим образом:



- Время исполнения заказа 2 недели
Линия определяет скорость убывания запаса – 71,43 ед. в день ($6500 : (13 \times 7)$)

Следует учитывать, что модель основана на предположениях:

1. Годовой объем реализации, а, следовательно, и потребность в запасах может быть точно спрогнозирована.
2. Объем реализации равномерно распределен в течение года.
3. Не происходит задержек в получении заказов.

Пример.

S = 26000 единиц в год;

F = 1000 руб.;

Q = 6500 ед.;

A = 3250 ед.;

P = 4,92 руб. за единицу.

- Расходы по финансовому обеспечению среднего запаса = 10% от средней стоимости запаса;
- Аренда склада = 1000 руб.;
- Страхование запаса = 500 руб.;
- Уценка запаса = 900 руб.

Сосчитаем **C** (затраты по хранению запаса в процентах к средней стоимости запаса):

1. Средняя стоимость запаса = $P \times A =$
= **15990 руб.** ($4,92 \times 3250$);
2. Затраты по хранению запаса в абсолютном выражении =
= $15990 \times 10\% + 1000 + 500 + 900 =$ **3999 или 4000 руб.**;
3. $C = (4000 : 15990) \times 100\% =$ **25%.**

Рассчитаем EOQ !?

Сколько раз в год фирме нужно разместить заказ, чтобы запас соответствовал EOQ?

Годовые общие затраты по поддержанию запасов при соответствии заказов EOQ:

$$\begin{aligned} \text{TIC} &= \\ &= 0,25 \times 4,92 \times 6500/2 + 1000 \times 26000/6500 = \\ &= 7997,5 \approx \mathbf{8000 \text{ руб.}} \end{aligned}$$

Затраты на приобретение заказов у поставщиков

$$\begin{aligned} &= \\ &= 26000 \times 4,92 = \mathbf{127920 \text{ руб.}} \end{aligned}$$

Определение момента размещения заказа

Если время исполнения заказа в нашем примере составляет 2 недели, то получается, что фирма реализует еженедельно 500 ед. продукции (26000 : 52 недели).

Размещение заказа следует производить, когда запас снизится до 1000 единиц.

Продолжим пример.

Годовой объем реализации **S = 26000**

Уровень затрат по хранению
C = 25% от стоимости запасов

Цена единицы запасов **P = 4,92 руб.**

Затраты на выполнение одного заказа **F = 1000руб.**

$$EOQ = \sqrt{2 \cdot 1000 \cdot 26000 / 0,25 \cdot 4,92} = 6500 \text{ ед.}$$

То есть фирма размещает 4 заказа в год
(26000 : 6500) = 4

При стабильном объеме реализации средний запас составит **3250 ед.**

или в стоимостном выражении

$$3250 \times 4,92 = 15990 \approx \mathbf{16000 \text{ руб.}}$$

Допустим, что объем реализации увеличится в течение года на 100%

и составит **52000 в год**, тогда

$$EOQ = \sqrt{2 \times 1000 \times 52000 / 0,25 \times 4,92} = \mathbf{9195 \text{ ед.}}$$

$$\Delta EOQ = \mathbf{41\%} (9195 : 6500 \times 100\% - 100\%)$$

Таблица вероятностного распределения объема реализации в течение 2 недель.

Объем реализации – 1000 ед. за 2 нед.

Вероятность	Объем реализованных единиц
0,1	0
0,2	500
0,4	1000
0,2	1500
0,1	2000
1,0	1000

В нашем примере затраты по хранению
C = 25% от стоимости запасов.

Удельные затраты по хранению единицы запасов =
= $0,25 \times 4,92 = \mathbf{1,23 \text{ руб.}}$

Затраты по хранению в течение 13 недельного периода =
= $(1,23 \times 13)/52 = \mathbf{0,308 \text{ руб. за ед.}}$

Несмотря на то, что нехватка запасов может обнаружиться только в последние две недели, фирма должна иметь страховой запас в течение всего 13-недельного периода между поступлениями партий.

Финансовый менеджер должен установить возможные потери от нехватки запасов.

Условие принятия решения:

50% покупателей снимут заказ;
50% покупателей согласятся на отсрочку
поставки.

Рассчитаем потери прибыли при различной величине
страхового запаса:

Цена продажи = **9 руб. за ед.**

Ожидаемые потери прибыли на 1 изделие составят:
 $0,5 \times (9,0 - 4,92) = \mathbf{2,04 \text{ руб.}}$

(Анализ размера страхового запаса см. в раздаточном материале)

Расширение границ модели.

1. Введение страхового запаса.

Размер определяется ожидаемым объемом реализации.

Допустим, что фирма запланировала объем реализации в 2 раза выше, чем обычный для нее, то есть не 500, а 1000 единиц в неделю.

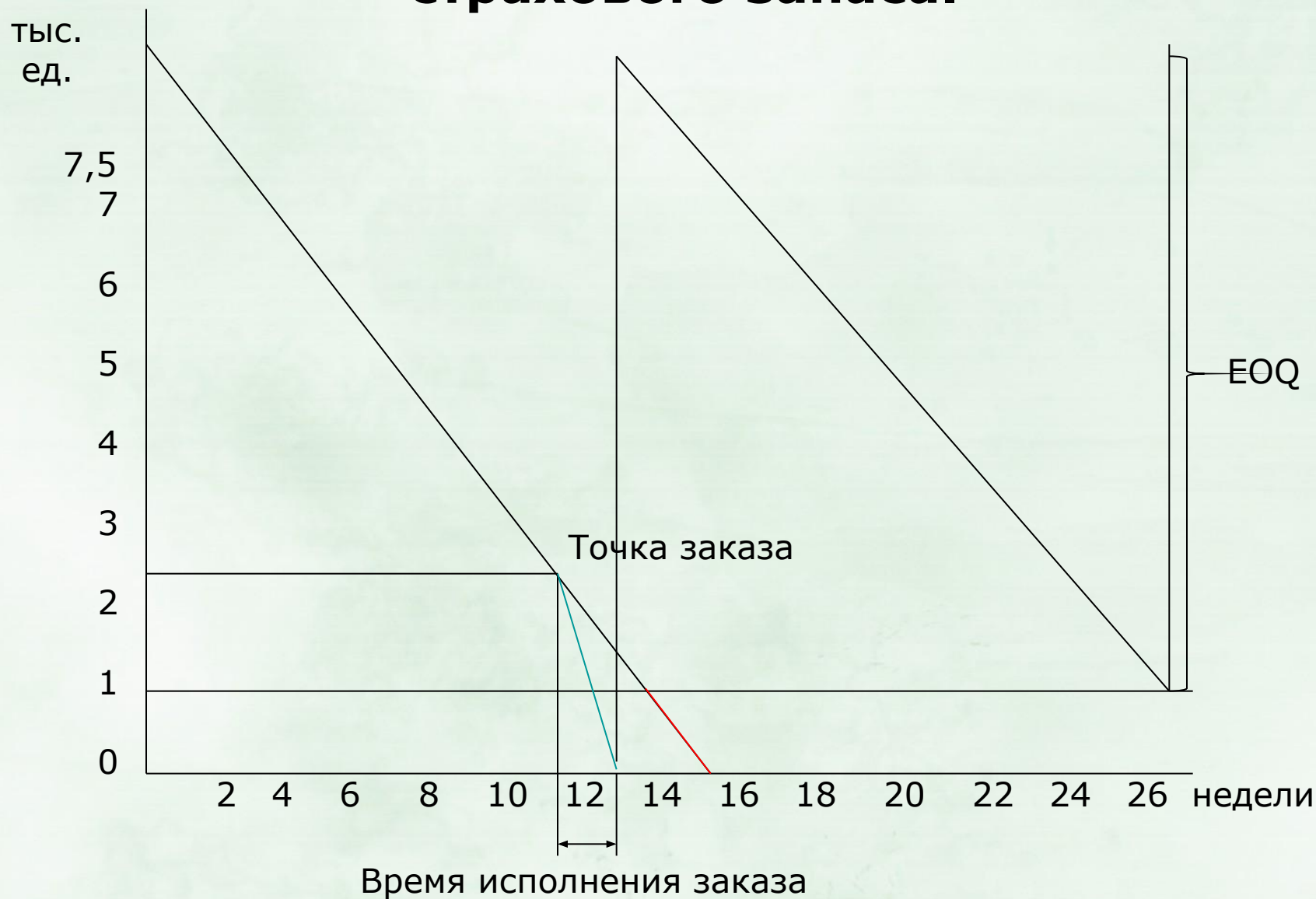
Решение руководства – создать страховой запас в размере 1000 единиц.

Тогда фирме придется приобрести у поставщика не 6500,
а 7500 ед. запаса, то есть
EOQ + страховой запас.

Точка заказа сместится на уровень 2000 единиц,
а EOQ+ страховой запас будут реализованы к моменту
доставки новой партии (зеленый пунктир на графике).

Если произойдет задержка в поставке новой партии
сырья, то фирма сможет продолжать работать в прежнем
нормальном режиме еще 2 недели (красная сплошная
линия на графике).

Графическая модель EOQ с учетом страхового запаса.



!!!

Поддержание страхового запаса приводит к дополнительным затратам.

В нашем примере они составят:
 $6500 : 2 + 1000 = 4250 \times 4,92 =$
= 20910 руб.

Поэтому основным вопросом, касающимся страхового запаса, является его размер.

Введение партионных скидок (quantity discount)

Допустим, что поставщик предлагает 2% скидку при определенном объеме поставок.

Если скидка предлагается начиная с партии в 5000 ед.,
то для нашего предприятия ничего не изменится
(т.к. мы определили оптимальную партию
в размере 6500 ед.)

Если скидка предоставляется при объеме партии
10000 ед. и более:

Менеджер должен определить свою позицию:

- экономить на цене покупки;
- экономить на затратах по хранению.

Пример.

Годовые общие затраты по поддержанию запасов (TIC)
при соответствии заказов

EOQ = 6500 составляют 8000 руб.

Если размер партии увеличится до
10000 ед., то

$$\text{TIC} = 0.25 \times (4,92 \times 0,98) \times 10000 : 2 + \\ + 1000 \times (26000 : 10000) = \mathbf{8625 \text{ руб.}}$$

Увеличение размера партии повлечет **дополнительные
затраты в сумме 625 руб.**

Соотнесем этот показатель с возможной
экономией от снижения цен.

Экономия от снижения цен на ед. запасов =
= $0,02 \times 4,92 = \mathbf{0,0984 \text{ руб.}}$

Годовая экономия = $26000 \times 0,0984 = \mathbf{2958 \text{ руб.}}$

В целом экономия составит:
 $2558 - 625 = \mathbf{1933 \text{ руб.}}$

Вывод : следует увеличить объем заказа против EOQ и воспользоваться скидкой.

Введение фактора инфляции

Умеренная инфляция (до 3% в год) в расчет не принимается;

Если рост цен на используемые предприятием типы сырья и материалов превышает 3% годовых, то

при расчете **$EOQ = \sqrt{2FS/CP}$**

необходимо вычесть годовой темп инфляции в процентах
из
величины C , выраженной в процентах.

Введение фактора сезонности.

EOQ рассчитывается для каждого сезонного периода в отдельности, когда объем реализации относительно стабилен.

Управление кредиторской задолженностью

**Кредиторская задолженность
может рассматриваться
как торговый кредит.**

**Кт задолженность > Дт задолженности
нетто-получение торгового кредита
(мелкие предприятия)**

**Кт задолженность < Дт задолженности
нетто-предоставление торгового кредита
(крупные предприятия)**

!!!

**Удлинение периода
погашения Кт
задолженности наравне с
увеличением объема
реализации и закупок
приводит к
дополнительному
финансированию.**

Практика показывает, что предоставление торгового кредита может оказаться выгодным как продавцу, так и покупателю, так как торговый кредит подразделяется на две части:

- 1. Бесплатный торговый кредит,**
то есть тот, который можно получить в течение действия скидки.
- 2. Платный торговый кредит**
(срок предоставления отсрочки платежа – срок действия скидки).

Торговый кредит (кредиторская задолженность) находит отражение в цене товара (услуги).

Например, компания осуществляет продажу товара на условиях:

2/10 брутто 30

Это означает, что предоставляется скидка 2%, если оплата товара будет осуществлена в течение 10 дней со дня, обозначенного в счете-фактуре.

Максимальный срок оплаты без предоставления скидки составляет 30 дней.

Пример.

Сумма годового контракта по покупке
– **12 млн. руб.**

Цена контракта **2/10 брутто 30.**

1. Что будет если мы, как покупатель, согласимся на скидку?
2. Что будет, если мы откажемся от скидки?

- **1 случай.**

Годовая стоимость покупки составит
11760 тыс. руб. (12 млн. руб. x 98%)

Ежедневная цена покупки составит
 $11760 : 360 = \mathbf{32,6 \text{ тыс. руб.}}$

Кредиторская задолженность составит
 $10 \times 32,6 = \mathbf{326,6 \text{ тыс. руб.}}$

Это сумма кредита, полученная покупателем.

- **2 случай.**

Кредиторская задолженность составит
 $30 \times (12000 : 360) = \mathbf{1000 \text{ тыс. руб.}}$

Дополнительный кредит составит
 $\mathbf{673,4 (1000 - 326,6)}$

Цена кредита или дополнительные затраты составит
 $\mathbf{240 \text{ тыс. руб. (12000} \times \mathbf{2\%)}$

или $\mathbf{36\% (240 : 673,4) \times 100\%}$

Цена торгового кредита может быть определена по формуле:

$$\begin{aligned} & \% \text{ скидки: } (100 - \% \text{ скидки}) \\ & \quad \times \\ & [360 / (\text{срок предоставления кредита} - \\ & \quad \text{срок действия скидки})] \\ & \quad \times \\ & 100 \% \end{aligned}$$

Проверим формулу на нашем примере:

$$2 : (100 - 2) \times 360 : (30 - 10) \times 100\% = \mathbf{36,7\%}$$

Если мы применим формулу эффективной годовой ставки процента и учтем число начислений % в году, а их 18 (360: 20), то получим следующий результат:

$$0,02 \times 0,98 = 0,0204$$

$$1,0204^{18} - 1,0 = 1,438 - 1 = 0,438 \text{ или } \mathbf{43,8\%}$$

Если покупатель будет задерживать платеж, то цена кредита будет снижаться.

Управление дебиторской задолженностью (кредитная политика)

Этапы управления дебиторской задолженностью:

1. Анализ Дт-задолженности в предшествующем периоде по показателям уровня и состава задолженности, а также эффективности инвестирования средств в Дт-задолженность.

1.1. Коэффициент отвлечения оборотных активов в Дт-задолженность = ДЗ/ОА

Этот показатель можно рассчитать по составляющим:

- ДЗ срок оплаты которой не наступил;
- ДЗ неоплаченная в срок;
- ДЗ по векселям полученным;
- ДЗ по расчетам с персоналом;

1.2. Средний период инкассации Дт-задолженности = $DЗ / O_o$,

где

O_o - однодневный оборот по реализации продукции;

1.3. Количество оборотов Дт-задолженности в рассматриваемом периоде = = $OP / DЗ$ сред. геометрическая,

где

OP - общая сумма оборота по реализации продукции;

1.4. Состав Дт-задолженности по возрастным группам.

Определяется по удельному весу Дт-задолженности каждой группы в ее общем объеме.

Возрастные группы:

0 -15; 16-30; 31-45; 46-60, свыше 60 дней.

1.5. Состав просроченной Дт-задолженности и средний «возраст» просроченной (сомнительной и безнадежной) Дт-задолженности.

1.5.1. Коэффициент просроченности =
= ДЗ просроченная / ДЗ;

1.5.2. Средний возраст просроченной ДЗ =
= ДЗ просроч. сред. / O_0 - однодневный оборот по реализации продукции.

Оценка реального состояния дебиторской задолженности ведется по группам с различными сроками возникновения задолженности.

Пример:

- Сумма Дт-зadолженности – 2282 т.р.;
- Сумма безнадежных долгов -125,9 т.р.;
- Реальная Дт-зadолженность – 1156,1т.р.;
- Вероятность безнадежных долгов –
(рассчитывается на основе экспертной оценки или на основе статистики самого предприятия) – и учитывается при формировании страхового резерва по сомнительным долгам;
- В виду отсутствия в примере такой оценки, страховой резерв следует создать в размере 5,52% (125,9 т.р.) от суммы дебиторской задолженности (2282 т.р.).

1.6. Эффект, полученный от инвестирования средств в Дт-задолженность.

$$\text{Пдз} - \text{ТЗ дз} - \text{ФП дз},$$

где

Пдз – дополнительная прибыль предприятия от увеличения объема реализации продукции при предоставлении кредита;

ТЗдз – затраты по оформлению кредита и инкассации долга;

ФПдз – прямые финансовые потери от невозврата долга покупателями (безнадежная Дт-задолженность, списанная в связи с неплатежеспособностью покупателей и истечением срока исковой давности).

**Можно рассчитать относительный
показатель эффекта, полученного от
инвестирования в Дт- задолженность:**

$$\frac{\text{Пдз} - \text{ТЗдз} - \text{ФП дз}}{\text{ДЗ сред. по расчетам с покупателями}}$$

На этом **анализ Дт-задолженности** в предшествующем периоде завершается, и по его результатам разрабатывается **кредитная политика предприятия.**

Элементы кредитной политики:

- Срок предоставления кредита;
- Стандарты кредитоспособности;
- Политика сбора платежей;
- Скидки (льготы).

*Предоставление скидок оправдано в 3
основных ситуациях:*

1. Снижение цены приводит к расширению продаж.
2. Система скидок интенсифицирует приток денежных средств в условиях дефицита последних на предприятии. При этом возможно краткосрочное критическое снижение цен, вплоть до отрицательного финансового результата.
3. Система скидок за ускорение оплаты более эффективна, чем система штрафов за просроченные платежи. Особенно в условиях инфляции.

Типы кредитной политики предприятия

**Общий принцип определения типа
кредитной политики**

– это соотношение

«доходность - риск»

1. Консервативный (жесткий) тип кредитной политики

Цель: минимизация кредитного риска.

- Существенное сокращение круга покупателей в кредит из группы повышенного риска;
- Минимальное время предоставления кредита и повышение его стоимости;
- Применение жесткого режима инкассации Дт-задолженности.

2. Умеренный тип кредитной политики

Цель: оптимизация кредитного риска

- Продажи в кредит по средним рыночным условиям своего сектора товарного рынка;
- Контроль за «возрастом» Дт-задолженности по установленным на предприятии ориентирам (нормативам);
- Последовательное проведение умеренной кредитной политики предыдущего периода.

3. Агрессивный (мягкий) тип кредитной политики.

Цель: максимизация дополнительной прибыли

- Нарращивание коммерческих связей и рост операционной деятельности;
- Диверсификация бизнеса или изменение его профиля;
- Увеличение сроков и снижение цены торгового кредита.

Формы рефинансирования дебиторской задолженности

- **РЕФИНАНСИРОВАНИЕ ДТ-ЗАДОЛЖЕННОСТЕЙ**
– это ускоренный перевод ее в денежную форму и высоколиквидные ценные бумаги:
 1. Факторинг;
 2. Учет векселей, выданных покупателем продукции;
 3. Форфейтинг (учет векселей по крупным экспортно-импортным операциям).

Пример.

Эффективность факторинговой операции.

- Дт-задолженность = 6000 руб.;
- Комиссионные = 2% от суммы;
- Банк предварительно оплачивает 75% и взимает 20% годовых;
- Банковская процентная ставка 25% год.

- Сумма комиссии составит при этом:
 $6000 \times 2 : 100 = 120$ руб.;
- Плата % = $6000 \times 0,75 \times 20 : 100 = 900$ руб.;
- Всего расходов по факторингу = $120 + 900 = 1020$;
- Стоимость факторинга в процентах =
 $(1020 \times 100) : (6000 \times 0,75) = \mathbf{22,7\%}$

Управление денежными потоками фирмы

Классификация денежного потока фирмы.

1. По сфере формирования:

1.1. Денежный поток от основной (операционной деятельности);

1.2. Денежный поток от финансовой деятельности;

1.3. Денежный поток от инвестиционной деятельности.

2. По результату формирования:

2.1. Позитивный денежный поток

(positive cash flow)

(разность между притоками и оттоками денежных средств имеет знак «+»)

2.2. Негативный денежный поток

(negative cash flow)

(разность между притоками и оттоками денежных средств имеет знак «-»)

2.3. Дисконтированный денежный поток

(discounting cash flow)

Будущая стоимость денежных средств, приведенная к условиям настоящего времени с помощью коэффициента дисконтирования .

3. По цели формирования:

3.1. Операционный (транзакционный) остаток;

3.2. Страховой (резервный) остаток;

3.3. Инвестиционный (спекулятивный) остаток;

3.4. Компенсационный остаток (неснижаемый остаток на банковском счете);

Остатки 3.2., 3.3. и 3.4. взаимозаменяемы.

**Попробуем представить себя в
роли финансового менеджера
фирмы по производству
поздравительных открыток и
определить результат
формирования денежного
потока от операционной
деятельности !?**

Прогнозирование денежных потоков

1. *Определение планового объема реализации продукции:*

$$\text{ОРп} = \text{ЗГПн} + \text{ПТП} - \text{ЗГПк},$$

где

ОРп – плановый объем реализации продукции в рассматриваемом периоде;

ЗГПн – сумма запасов готовой продукции на начало периода;

ЗГПк – сумма запасов готовой продукции на конец планируемого периода;

ПТП – планируемая к получению сумма товарной продукции в рассматриваемом периоде.

2. Расчет планового коэффициента инкассации Дт-задолженности (Ки)

производится исходя из фактического его уровня в отчетном периоде с учетом намечаемых мероприятий по изменению политики предоставления торгового кредита.

3. Расчет плановой суммы поступления денежных средств от реализации продукции.

$$\text{ПДСп} = \text{ОРпн} + (\text{ОРтк} \times \text{Ки}) + \text{НОпр},$$

где

ПДСп – плановая сумма поступления денежных средств от реализации продукции в рассматриваемом периоде;

ОРпн – плановый объем реализации продукции без отсрочки платежа в планируемом периоде;

ОРтк – объем реализации продукции в кредит в текущем периоде;

Ки - Коэффициент инкассации текущей
Дт – задолженности, выраженный десятичной
дробью;

НОпр - сумма ранее неинкассированного остатка
Дт- задолженности, подлежащего инкассации
в плановом порядке.

*Рассчитанный показатель плановой суммы поступления
денежных средств от реализации продукции
характеризует планируемый объем положительного
денежного потока предприятия от операционной
деятельности.*

4. Определение плановой суммы операционных затрат на производство и реализацию продукции производится на основе калькулирования себестоимости отдельных видов товаров.

$$\hat{\mathbf{I}}\mathbf{C}\ddot{\mathbf{i}} = \sum_{i=1}^n (\ddot{\mathbf{I}}\mathbf{C}\ddot{\mathbf{i}} + \hat{\mathbf{I}}\ddot{\mathbf{I}}\mathbf{C}\ddot{\mathbf{i}}) \quad \tilde{\mathbf{o}}$$

$$\times \hat{\mathbf{I}}\ddot{\mathbf{I}}\ddot{\mathbf{i}} + \sum_{i=1}^n \mathbf{3}\mathbf{D}\ddot{\mathbf{i}} \times \hat{\mathbf{I}}\mathbf{D}\ddot{\mathbf{i}} + \mathbf{0}\mathbf{X}\mathbf{C}\ddot{\mathbf{i}},$$

где

- ОЗп** – плановая сумма операционных затрат на производство и реализацию продукции;
- Зпi** – плановая сумма прямых затрат на производство ед. продукции;
- ОПЗпi** – плановая сумма общепроизводственных (непрямых) затрат на ед. продукции;
- ОПпi**– планируемый объем производства конкретных видов продукции в натуральном выражении;
- ЗРпi** – плановая сумма затрат на реализацию единицы продукции;
- ОРпi** – планируемый объем реализации конкретных видов продукции в натуральном выражении;
- ОХЗп** – плановая сумма общехозяйственных затрат предприятия (АУП по предприятию в целом).

5. Расчет плановой суммы налоговых платежей, уплачиваемых за счет дохода (входящих в цену продукции), осуществляется исходя из планируемого объема реализации отдельных видов продукции и соответствующих ставок НДС, акцизов и других платежей, если они имеются.

6. Расчет плановой суммы валовой прибыли предприятия по операционной деятельности.

$$\mathbf{ВПп = ОРп - ОЗп - НДСп,}$$

где

ВПп – валовая прибыль предприятия от операционной деятельности в планируемом периоде;

ОРп – плановый объем реализации продукции;

ОЗп – плановая сумма операционных затрат по производству и реализации продукции;

НДСп – плановая сумма налоговых платежей, уплачиваемых за счет дохода.

7. Расчет плановой суммы налогов, уплачиваемых за счет прибыли.

$$\mathbf{НПп = (ВПп \times Нп) : 100 + Нпп,}$$

где

НПп – плановая сумма налогов, уплачиваемых за счет прибыли;

ВПп – валовая прибыль по операционной деятельности в планируемом периоде;

Нп – ставка налога на прибыль в %;

Нпп – сумма прочих налогов и сборов, уплачиваемых за счет прибыли.

8. Расчет плановой суммы чистой прибыли предприятия по операционной деятельности.

$$\mathbf{ЧПп = ВПп - НПп,}$$

где

ЧПп – плановая сумма чистой прибыли предприятия по операционной деятельности в рассматриваемом периоде;

ВПп – плановая сумма валовой прибыли от операционной деятельности в рассматриваемом периоде;

НПп – плановая сумма налогов, уплачиваемых за счет прибыли.

9. Расчет плановой суммы расходования денежных средств по операционной деятельности.

$$\mathbf{РДСп = ОЗп + НДСп + НПп - АОп,}$$

где

РДСп- плановая сумма расходования денежных средств по операционной деятельности в рассматриваемом периоде;

ОЗп – плановая сумма затрат по производству и реализации продукции;

НДСп – плановая сумма налогов и сборов, входящих в цену продукции;

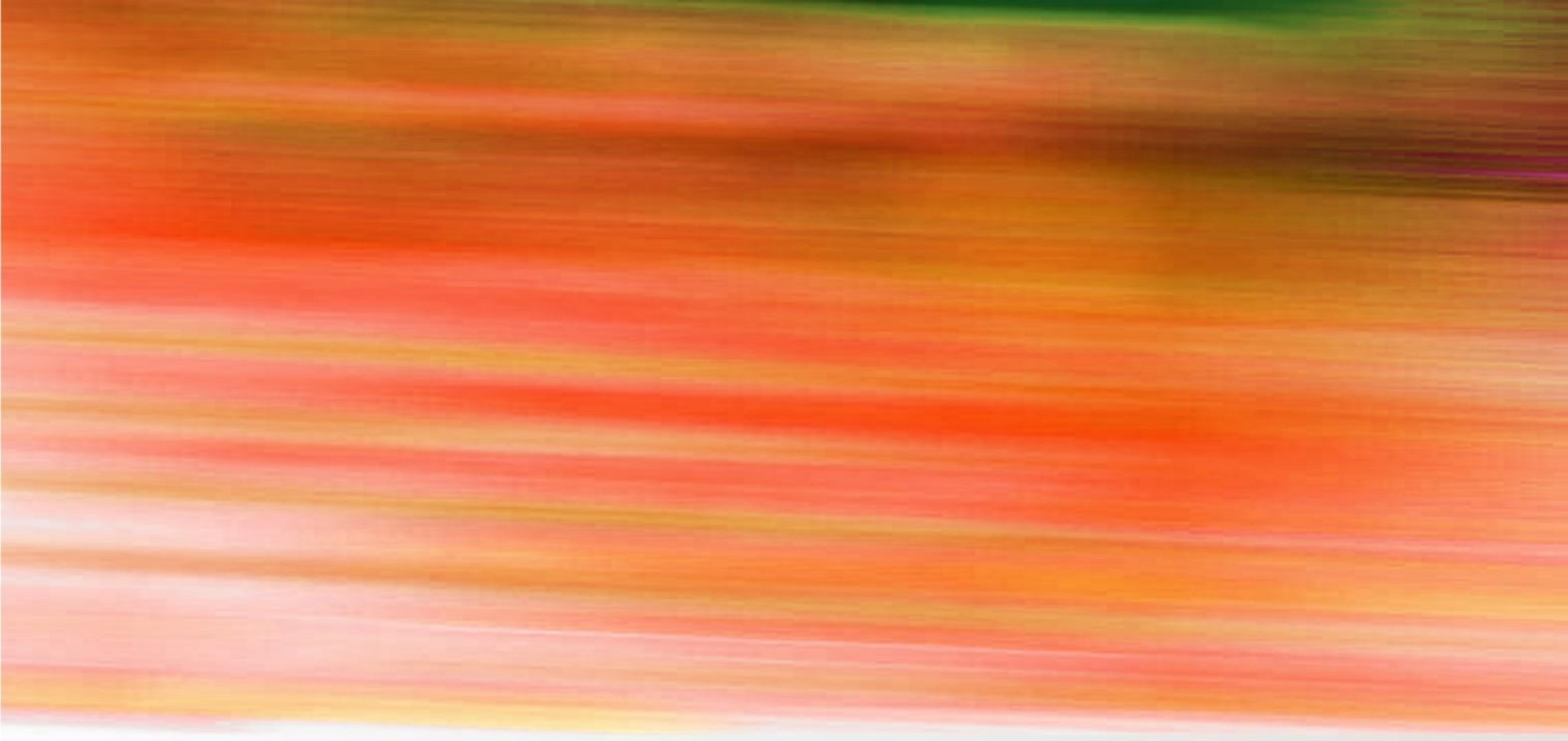
НПп – плановая сумма налогов, уплачиваемых за счет прибыли;

АОп – плановая сумма амортизационных отчислений от основных фондов и нематериальных активов.

10. Расчет планового размера чистого денежного потока.

А. ЧДПп = ЧПп + АОп

Б. ЧДПп = ПДСп - РДСп



Тема 3. Комплексное оперативное управление оборотными активами и краткосрочными обязательствами

Введем понятие

«Чистый оборотный капитал» (ЧОК)

ЧОК =

= текущие активы – текущие пассивы;

ЧОК – это работающий капитал.

Как оценить соотношение Оборотных активов и ЧОК?

1. Оборотные активы = ЧОК
2. Оборотные активы > ЧОК
3. Оборотные активы < ЧОК

Недостаток денежных средств называют

**Текущими финансовыми
потребностями
(ТФП)**

Операционные ТФП = запасы + Дт - Кт

**ТФП полезно исчислять в % к обороту
(объем продаж или выручка от
реализации)
и во времени, относительно оборота.**

Допустим, что

$$\begin{aligned} & \text{ТФП} / \\ & / \text{среднедневной оборот} \times \\ & \times 100\% = 50\% \end{aligned}$$

Что же это значит!?

Цель финансового менеджера:

**добиться снижения ТФП или вообще
получить их со знаком «-».**

Другими словами, если

$СОС = \text{текущие активы} - \text{текущие пассивы} > 0,$

то можно говорить об устойчивой платежеспособности
предприятия, что выражается в

коэффициенте текущей ликвидности.

$$\text{Ктл} = \frac{\text{текущие активы}}{\text{текущие пассивы}}$$

min значение = 1

opt значение = 2

Ситуация 1.

$\text{СОС} = 400 \text{ т.р.}$ $\text{ТФП} = 450 \text{ т.р.}$
(ресурсы) (потребности)

Ситуация 2.

$\text{СОС} = -200 \text{ т.р.}$ $\text{ТФП} = 50 \text{ т.р.}$

Ситуация 3.

$\text{СОС} = 200 \text{ т.р.}$ $\text{ТФП} = -400 \text{ т.р.}$

Ситуация 4.

$\text{СОС} = -250 \text{ т.р.}$ $\text{ТФП} = -350 \text{ т.р.}$

Какие предприятия являются типичными
представителями


«+» ТФП и **«-» ТФП**

Подумаем!?

Закрепим полученные знания !?

Составьте укрупненный баланс предприятия и выполните следующие задания:

1. Рассчитайте ЧОК;
2. Рассчитайте ТФП;
3. Определите потенциальный излишек (дефицит) денежных средств;
4. Определите реальный излишек (дефицит) денежных средств;
5. Определите Ктл.



Тема 4. Управление
финансированием
внеоборотных активов

***Вспомним начало нашего курса и
что мы понимаем под
внеоборотными активами?***

● **ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ**

– имущественные ценности многократно участвующие в процессе хозяйственной деятельности и переносящие свою стоимость на созданный продукт по частям и со сроком службы более одного года:

- основные средства;
- нематериальные активы;
- незавершенные капитальные вложения;
- оборудование, предназначенное к монтажу;
- долгосрочные финансовые вложения.

Управление финансированием
внеоборотных активов связано с
**выбором альтернативного варианта
финансирования.**

Критерием является **сравнение
суммарных потоков платежей** при
различных формах финансирования.

Варианты финансирования:

1. За счет собственных средств;
2. За счет банковского кредита;
3. Приобретение в лизинг.

Финансирование за счет собственных средств:

Расходы по покупке (рыночная цена) за минусом
ликвидационной стоимости.

$$\text{ДПлс} = \text{ЛС} / (1 + i)^n,$$

где

ЛС- ликвидационная стоимость;

i – годовая ставка процента за кредит.

Финансирование за счет банковского кредита:

$$A_{\text{к}} = \sum_{1}^n \frac{P_{\text{к}}(1 - i)}{(1 + i)^n} + \frac{СК}{(1 + n)^n}$$

где

PK – сумма процентов, выплачиваемых в соответствии с

годовой ставкой;

Нп – ставка налога на прибыль;

n – количество интервалов начисления процентов (лет, месяцев);

СК – сумма полученного кредита, подлежащая погашению

в конце периода кредитования.

Финансирование по лизингу:

$$\ddot{A}_{\ddot{i}} = \dot{A}_{\ddot{i}} + \sum_1^n \ddot{L} \ddot{i} (1 - \ddot{i}) / (1 + i)^n$$

где

АПл – авансовый лизинговый платеж;

ЛП – годовая сумма лизингового платежа.

Сравним стоимость оборудования по трем вариантам?

Пример.

- Стоимость актива - 60 т.р.
- Срок эксплуатации - 5 лет
- Ликвидационная стоимость - 10т.р.
- Ставка налога на прибыль - 24%
- Авансовый лизинговый платеж - 5%
- Регулярный лизинговый платеж - 20 т.р.
- % за кредит - 15% год.

$$\text{ДПс} = 60 - 10 (1 + 0,15)^5 = \mathbf{55 \text{ т.р.}}$$

$$\begin{aligned} \text{ДПбк} = & 9,0 (1-0,24)/(1+0,15) + \dots + \\ & + 9,0 (1- 0,24)/ (1+0,15)^5 + \\ & + 60/(1+0,15) - 10 / (1+0,15) = \mathbf{46 \text{ т.р.}} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{ДПл} = & 3 + 20(1-0,24)/ (1+0,15)^5 + \dots + \\ & + 20(1-0,24)/(1+0,15)^5 - 10/(1+0,15) = \mathbf{45 \text{ т.р.}} \end{aligned}$$



Тема 5. Управление капиталом

● **КАПИТАЛ** **ПРЕДПРИЯТИЯ**

характеризует общую стоимость средств в денежной, материальной и нематериальной формах, инвестированных в формирование его активов.

- **Капитал предприятия** является основным фактором производства;
- **Капитал** характеризует финансовые ресурсы предприятия, приносящие доход;
- **Капитал** является главным источником формирования благосостояния его собственников;
- **Капитал предприятия** является главным измерителем его рыночной стоимости;
- Динамика **капитала предприятия** является важнейшим барометром уровня эффективности его хозяйственной деятельности.

Систематизация видов капитала предприятия:

1. По принадлежности предприятию

- Собственный капитал;
- Заемный капитал.

2. По целям использования

- Производительный капитал;
- Ссудный капитал;
- Спекулятивный капитал.

3. По формам инвестирования

- Капитал в финансовой форме;
- Капитал в материальной форме;
- Капитал в нематериальной форме.

4. По объекту инвестирования

- Основной капитал;
- оборотный капитал.

5. По форме нахождения в процессе кругооборота

- Капитал в денежной форме;
- Капитал в производственной форме;
- Капитал в товарной форме.

6. По формам собственности

- Частный капитал;
- Государственный капитал.

7. По организационно-правовым формам деятельности

- Акционерный капитал;
- Паевой капитал;
- Индивидуальный капитал.

8. По характеру использования в хозяйственной деятельности

- Работающий капитал;
- Неработающий («мертвый») капитал.

9. По характеру использования собственниками

- Потребляемый («проедаемый») капитал;
- Накапливаемый (реинвестируемый) капитал.

10. По источникам привлечения

- Национальный капитал;
- Иностраннный капитал.

Цель формирования капитала:

– удовлетворение потребности в приобретении необходимых активов и оптимизация его структуры с позиций обеспечения условий эффективного его использования.

Задача финансового менеджмента:

– максимизация уровня рентабельности собственного капитала при заданном уровне риска.

Механизм решения этой задачи основан
**на формировании оптимальной
структуры капитала.**

- **СТРУКТУРА КАПИТАЛА**
представляет собой соотношение
собственных и заемных
финансовых средств, используемых
предприятием в процессе своей
хозяйственной деятельности.

- **ФИНАНСОВЫЙ ЛЕВЕРИДЖ**
(рычаг).

Финансовый леверидж

характеризует использование предприятием заемных средств, которое влияет на изменение коэффициента рентабельности собственного капитала.

Показатели:

- **НРЭИ** – нетто результат эксплуатации инвестиций (БП + % за кредит, относимые на себестоимость);
- **ЭР** – экономическая рентабельность активов (НРЭИ/ актив x 100%);
- **Снп** – ставка налогообложения прибыли;
- **СРСП** – средняя расчетная ставка процента за анализируемый период;

- **ЗС** – заемные средства;
- **СС** – собственные средства;

$$\mathbf{\text{ЭФР} = (1 - \text{Снп}) \times (\text{ЭР} - \text{СРСП}) \times \text{Х} (\text{ЗС/СС})}$$

- **(1-Снп)** – налоговый корректор финансового рычага;
- **(ЭР – СРСП)** – дифференциал финансового рычага;
- **ЗС/СС** – коэффициент финансового рычага;

- ***Операционный рычаг.***

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

Пример:

Выручка от реализации продукции в первый год	11000тыс.руб.
Переменные затраты	9300тыс.руб
Постоянные затраты	1500тыс.руб.
Затраты в сумме	10800тыс.руб.
Прибыль	200тыс.руб

Если выручка от реализации возрастает до 12000 тыс.руб. (+ 9,1%), то переменные затраты возрастают на те же 9,1% и составляют 9300 тыс.руб. + 846,3 тыс.руб.
= 10146,3 тыс.руб.

Постоянные затраты не изменяются – **1500 тыс.руб.**

Прибыль составит **353,7 тыс.руб.**, что на **77%** больше прибыли прошлого года.

- Для определения силы воздействия операционного рычага применяют отношение валовой маржи к прибыли.
- Валовая маржа представляет собой разницу между выручкой от реализации и переменными затратами.
- Валовая маржа иногда называется суммой покрытия.

Сила воздействия операционного рычага =

Валовая маржа / прибыль

В нашем случае:

$$(11000 - 9300) / 200 = 8,5$$

Это означает, что при возможном увеличении выручки на 1% прибыль возрастет на 8,5%, а при снижении на 1% прибыль снизится на 8,5%.

1. Сила операционного рычага зависит от соотношения постоянных затрат и прибыли, т.е. от структуры валовой маржи.

Коэффициент структуры валовой маржи

– есть доля постоянных затрат в валовой марже.

2. Существует аналитическая зависимость силы операционного рычага (ОР) от коэффициента структуры валовой маржи (α).

**Сила операционного рычага = $1/1-\alpha$,
где α = постоянные затраты/валовая маржа**

Таким образом, чем больше коэффициент структуры валовой маржи, тем больше сила операционного рычага или, чем больше доля постоянных затрат в валовой марже, тем больше сила операционного рычага.

3. Существует аналитическая зависимость запаса финансовой прочности (ЗФП) предприятия от коэффициента структуры валовой маржи (α).

$$\text{ЗФП (в относительных единицах)} = 1 - \alpha$$

Запас финансовой прочности имеет обратно пропорциональную зависимость от коэффициента структуры валовой маржи

или

чем больше доля постоянных затрат в валовой марже (чем меньше доля прибыли в валовой марже),

тем меньше запас финансовой прочности.

4. Существует аналитическая взаимосвязь между силой операционного рычага и запасом финансовой прочности предприятия.

Эту взаимосвязь характеризует универсальное уравнение, показывающее, что произведение запаса финансовой прочности, выраженного в долях единицы и силы операционного рычага в результате всегда будут давать единицу.

$$\mathbf{ЗФП \times ОР = 1} \quad \text{или} \quad \mathbf{ЗФП (\%) \times ОР = 100\%}$$

**5. На основании зависимости
ЗФП= 1-α и универсального
уравнения ЗФП x ОР = 1 можно
рассчитать запас финансовой
прочности в относительных
единицах,
в процентах и в абсолютных
единицах.**

**5.1. ЗФП (о) = Прибыль / Валовая маржа;
ЗФП (о) = 1 / ОР.**

*Запас финансовой прочности предприятия есть
величина
обратная силе операционного рычага.*

Порог рентабельности предприятия также можно определить через силу операционного рычага.

Порог рентабельности в относительных единицах = $1 - 1/OP$

или

через коэффициент валовой маржи

Порог рентабельности в относительных единицах = a .

5.2. Запас финансовой прочности в процентах.

$$\text{ЗФП}(\%) = \text{Прибыль} / \text{Валовая маржа} \times 100\%$$

$$\text{ЗФП}(\%) = 100 / \text{ОР}$$

Порог рентабельности также можно определить через силу операционного рычага:

$$\begin{aligned} \text{Порог рентабельности}(\%) &= \\ &= (1 - 1/\text{ОР}) \times 100\% \end{aligned}$$

5.3. Запас финансовой прочности в абсолютных единицах ЗФП(а).

$$\text{ЗФП(а)} = \text{Прибыль} / \text{коэффициент ВМ}$$

или

$$\text{ЗФП(а)} = \text{Прибыль} / \text{ВМ (\%)} \times 100$$

или

$$\text{ЗФП(а)} = \text{Выручка} / \text{ОР},$$

где

$$\text{Коэффициент ВМ} = \text{ВМ} / \text{Выручка}$$

**Порог рентабельности в
абсолютных единицах =
= Выручка x (1 - 1/ОР),**

а также через коэффициент структуры
валовой маржи (а):

**Порог рентабельности в
абсолютных единицах =
Выручка x а**

Отметим, что:

1. Если выручка предприятия меньше порога рентабельности, то $\alpha > 1$;
2. Если выручка предприятия равна порогу рентабельности, то $\alpha = 1$;
3. Если выручка предприятия больше порога рентабельности, то $\alpha < 1$.

6. С целью проведения анализа безубыточности по всем факторам введено понятие критического значения анализируемого фактора и запаса финансовой прочности по анализируемому фактору.

6.1. Общий вид уравнения для вычисления критических значений анализируемых факторов имеет вид:

Критическое значение анализируемого фактора

**(В абсолютных единицах) = Фактор x
 $x (1 \pm 1/P \text{ фактора}),$**

где

Фактор – абсолютное значение величины анализируемого фактора;

Р фактора – сила операционного рычага по анализируемому фактору.

Знак (+) в этой формуле используется для определения критического значения такого анализируемого фактора при увеличении которого прибыль уменьшается и наоборот.

*Речь идет о двух факторах: **переменных и постоянных затратах.***

6.2. Общий вид уравнения для вычисления ЗФП по анализируемым факторам в %:

$$\text{ЗФП фактора (\%)} = 100 / P \text{ фактора}$$

6.3. Общий вид уравнения для вычисления ЗФП по анализируемым факторам в относительных единицах:

$$\text{ЗФП фактора (о)} = 1 / P \text{ фактора}$$

6.4. Общий вид уравнения для вычисления ЗФП по анализируемым факторам в абсолютных единицах:

$$\text{ЗФП фактора (а)} = \text{Фактор} / P \text{ фактора}$$

7. С целью анализа чувствительности прибыли к изменению одного из факторов введено понятие силы операционного рычага по анализируемому фактору.

Анализ чувствительности посредством операционного рычага осуществляется следующим образом :

$$\Delta \text{ Прибыль}(\%) = \text{ОР} \times \Delta \text{ Реализация} (\%),$$

где

Δ Прибыль – процентное изменение прибыли;
Δ Реализация – процентное изменение объема реализации.

Анализ чувствительности прибыли к изменению других факторов.

Общий вид уравнения для силы операционного рычага по анализируемому фактору:

Сила операционного рычага

По анализируемому фактору = Искомый фактор/Прибыль

Искомые факторы:

**Сила операционного рычага по цене (Р цены) =
= Выручка / Прибыль**

**Сила операционного рычага по переменным затратам
(Р перем.) =
= Переменные затраты / Прибыль**

**Сила операционного рычага по постоянным затратам
(Р пост.) =
= Постоянные затраты / Прибыль**

8. Анализ чувствительности прибыли по любому из факторов можно проводить используя универсальную формулу:

Δ Прибыли (%) = \pm Сила операционного х Δ Фактора (%) ,

рычага по
анализируемому
фактору

где

Δ Фактора – процентное изменение анализируемого фактора;

Знак (-) в этой формуле используется для анализа чувствительности

прибыли к изменению такого анализируемого фактора, при увеличении которого прибыль уменьшается и наоборот.

В этом случае речь идет о двух факторах: **переменных и постоянных затратах.**

В дальнейшем то, что называлось
силой операционного рычага,

будем называть

***силой операционного рычага по
объему реализации***

(так как у нас появились понятия
«сила операционного рычага по
анализируемым факторам»).

9. Для определения компенсирующего изменения объема реализации при изменении одного из факторов следует пользоваться формулами:

9.1. При изменении цены или переменных затрат:

$$\Delta \text{ Реализации (\%)} = - \left(\frac{\Delta \text{ Прибыль}(o)}{OP + \Delta \text{ Прибыль}(o)} \times 100 \right)$$

или

$$\Delta \text{ Реализации (\%)} = - \left(\frac{\Delta \text{ Прибыль (\%)}}{OP + \Delta \text{ Прибыль (o)}} \right)$$

9.2. При изменении постоянных затрат:

$$\Delta \text{ Реализации (\%)} = - \left[\frac{(\Delta \text{ Прибыль (o)})}{\text{ОР}} \times 100 \right]$$

или

$$\Delta \text{ Реализации (\%)} = - \left[\frac{\Delta \text{ Прибыль (\%)}}{\text{ОР}} \right]$$

$$\Delta \text{ Прибыль (o)} = \Delta \text{ Прибыль (\%)} / 100$$

Проведение первичного операционного экспресс-анализа

Технология первичного операционного экспресс-анализа



Для проведения полного первичного экспресс-анализа необходимо:

1. Определить силу рычага по каждому из анализируемых факторов.
2. Произвести анализ чувствительности к анализируемым факторам.
3. Провести анализ безубыточности.
4. Определить компенсирующий объем реализации при прогнозируемом изменении одного из факторов.

Пример.

Финансовые показатели предприятия

Объем реализации (штук) (РЕАЛ)	10000
Цена (руб/штука)	26
Переменные затраты на ед. прод. (Уд. пер.)	16
Выручка от реализации (руб.) (РЕАЛ x Цена)	260000
Переменные затраты, руб. (Уд. Пер. x РЕАЛ)	160000
Валовая маржа, руб. (ВМ = выручка – переменные затраты)	100000
Постоянные затраты, руб. (ПОСТ)	75000
Прибыль, руб. (ВМ – ПОСТ)	25000

Определение силы операционного рычага по каждому фактору

1. Сила операционного рычага по объему реализации (ОР) = $100000/25000 = 4$
2. Сила операционного рычага по цене (Р цены) = $260000/25000 = 10,4$
3. Сила операционного рычага по переменным затратам (Р пер.) = $160000/25000 = 6,4$
4. Сила операционного рычага по постоянным затратам (Р пост.) = $75000/25000 = 3$

Проведение анализа чувствительности прибыли к изменению одного из факторов.

1. Анализ чувствительности прибыли к изменению объема реализации.

$$\Delta \text{Прибыли (\%)} = \text{ОР} \times \Delta \text{Реализации(\%)}$$

Если прогнозируемое изменение объема реализации составит:

-15%; -10%; -5%; +5%; +10%; +15%, то

Ожидаемое изменение прибыли составит соответственно:

-60%; -40%; -20%; +20%; +40%; +60%

2. Анализ чувствительности прибыли к изменению цены.

В формулу:

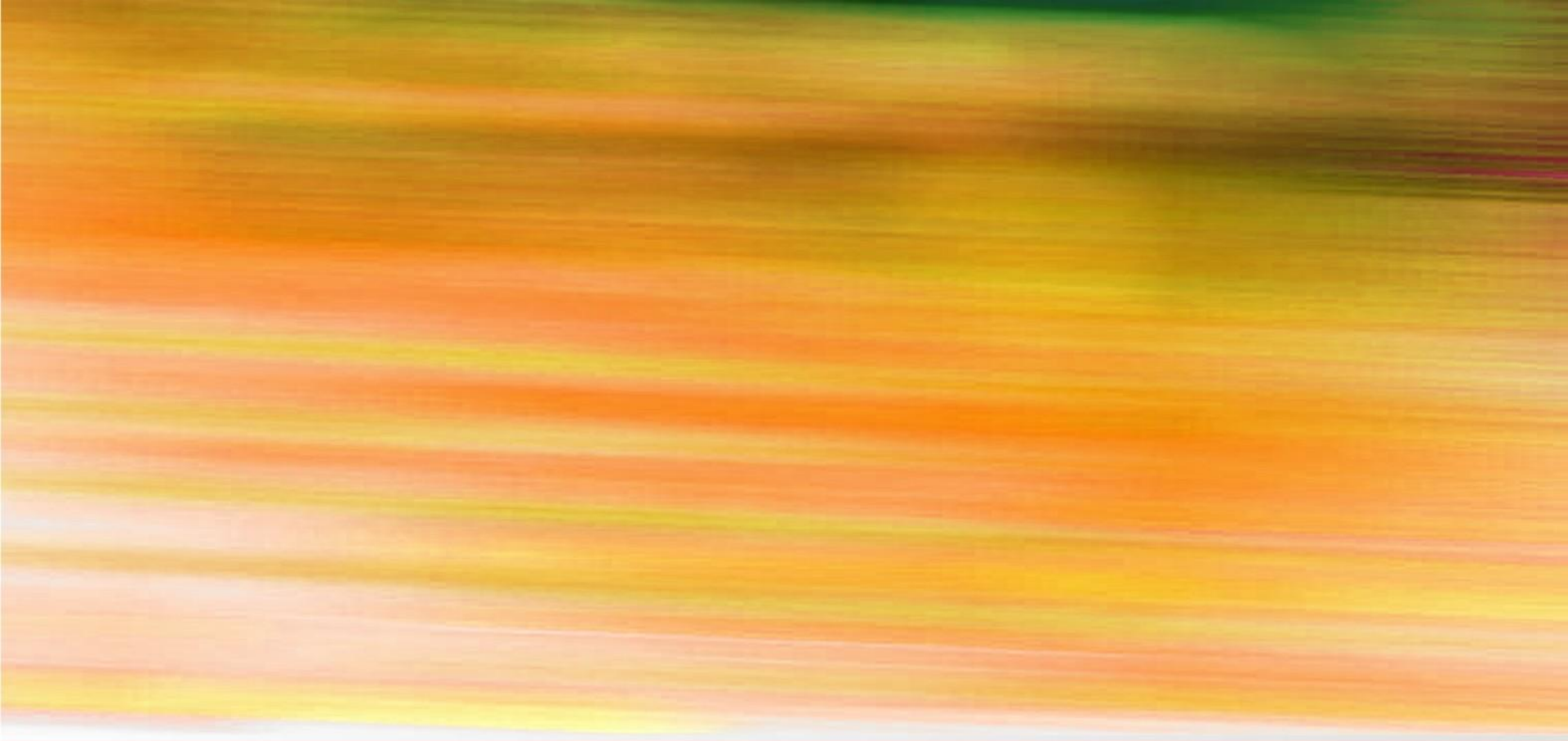
**Δ Прибыли \pm Сила операционного рычага \times
 \times Δ Фактора (%) по анализируемому
фактору**

Подставляем значение силы операционного рычага по цене (Р цены), а в качестве Δ Цены любые возможные реальные изменения цены.

Анализ полученных результатов

Общие закономерности:

1. Изменение объема реализации всегда в большей мере влияет на прибыль. Чем изменение постоянных затрат.
2. Изменение цены всегда в наибольшей степени влияет на изменение прибыли по сравнению с другими факторами.
3. Как правило, изменение переменных затрат или расходов оказывает на прибыль большее влияние, чем изменение объема реализации или постоянных расходов.
4. Влияние переменных затрат в такой мере больше или меньше влияния постоянных затрат на прибыль, во сколько раз переменных затраты больше или меньше постоянных затрат.



Тема 6.
Управление инвестициями

Стратегия компании и инвестиционные решения

● ИНВЕСТИЦИИ

представляют собой вложение капитала во всех его формах с целью обеспечения его роста в предстоящем периоде, получения текущего дохода или решения определенных социальных задач.

- Основу инвестиционной деятельности предприятия составляет реальное инвестирование.
- **Реальные инвестиции** представляют собой вложения капитала в материально осязаемые объекты: землю, недвижимость, технологическое оборудование и другие объекты инвестирования.
- На большинстве предприятий это инвестирование является в современных условиях единственным направлением инвестиционной деятельности. Это определяет высокую роль управления реальными инвестициями в системе инвестиционной деятельности предприятия.

**Осуществление реальных
инвестиций характеризуется
рядом особенностей,
основными из которых
являются:**

1. *Реальное инвестирование*
является главной формой
реализации стратегии
экономического развития
предприятия.

2. Реальное инвестирование

**находится в тесной
взаимосвязи с операционной
деятельностью предприятия.**

3. Реальные инвестиции

**обеспечивают, как правило,
более высокий уровень
рентабельности в сравнении с
финансовыми инвестициями.**

4. Реализованные реальные инвестиции обеспечивают предприятию устойчивый чистый денежный поток.

5. Реальные инвестиции
подвержены высокому уровню
риска морального старения.

6. Реальные инвестиции
*имеют высокую степень
противоинфляционной защиты.*

8. При реализации *реальных инвестиционных проектов* формируется «высокая цена» неверного управленческого решения.

Реальные инвестиции осуществляются предприятиями в разнообразных формах, основными из которых являются следующие:

- Приобретение целостных имущественных комплексов;
- Новое строительство;
- Реконструкция;
- Модернизация;
- Обновление отдельных видов оборудования;
- Инновационное инвестирование в нематериальные активы;
- Инвестирование прироста запасов материальных оборотных активов.

Все перечисленные формы реального инвестирования могут быть сведены к трем основным его направлениям:

- капитальному инвестированию или капитальным вложениям ;
- инновационному инвестированию;
- инвестированию прироста оборотных активов.

Все формы цикла реального инвестирования проходят три основные стадии :

- 1. *Преинвестиционная стадия***, в процессе которой разрабатываются варианты альтернативных инвестиционных решений, проводится их оценка и принимается к реализации конкретный их вариант;
- 2. *Инвестиционная стадия***, в процессе которой осуществляется непосредственная реализация принятого инвестиционного решения;
- 3. *Постинвестиционная стадия***, в процессе которой обеспечивается контроль за достижением предусмотренных параметров инвестиционных решений в процессе эксплуатации объекта инвестирования.

Согласно Закону № 39-ФЗ:

“инвестиционный проект есть обособление экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений, в том числе необходимая проектно-сметная документация, разработанная в соответствии с законодательством Российской Федерации и утвержденными в установленном порядке стандартами (нормами и правилами), а также описание практических действий по осуществлению инвестиций (бизнес-план)”.

Классификация инвестиционных проектов.

1. По функциональной направленности:

- Инвестиционные проекты развития;
- Инвестиционные проекты санации.

2. По целям инвестирования:

- Инвестиционные проекты, обеспечивающие прирост объема выпуска продукции;
- Инвестиционные проекты, обеспечивающие расширение (обновление) ассортимента продукции;
- Инвестиционные проекты, обеспечивающие повышение качества продукции;
- Инвестиционные проекты, обеспечивающие снижение себестоимости продукции;
- Инвестиционные проекты, обеспечивающие решение социальных, экологических и других задач.

3. По совместимости реализации:

- Инвестиционные проекты, независимые от реализации других проектов предприятия;
- Инвестиционные проекты, зависимые от реализации других проектов предприятия;
- Инвестиционные проекты, исключающие реализацию иных проектов.

4. По срокам реализации:

- Краткосрочные инвестиционные проекты (с периодом реализации до одного года);
- Среднесрочные инвестиционные проекты (с периодом реализации от одного года до трех лет);
- Долгосрочные инвестиционные проекты (с периодом реализации свыше трех лет).

5. По объему необходимых инвестиционных ресурсов:

- Небольшие инвестиционные проекты (до 100 тыс. долл. США);
- Средние инвестиционные проекты (от 100 до 1000 тыс. долл. США);
- Крупные инвестиционные проекты (свыше 1000 тыс. долл. США).

6. По предполагаемой схеме финансирования:

- Инвестиционные проекты, финансируемые за счет внутренних источников;
- Инвестиционные проекты, финансируемые за счет акционирования (первичной или дополнительной эмиссии акций);
- Инвестиционные проекты, финансируемые за счет кредита;
- Инвестиционные проекты со смешанными формами финансирования.

7. По отношению к риску:

- Наименее рискованные проекты, выполняемые по государственному заказу;
- Наиболее рискованные проекты, связанные с созданием новых производств и технологий.

Методы оценки эффективности инвестиционных проектов.

1. Статистические (простые) модели:

- коэффициент доходности инвестиционного проекта;
- коэффициент рентабельности инвестиционного проекта;
- период окупаемости проекта;

2. Динамические модели, базирующиеся на дисконтированных оценках денежных потоков инвестиционных проектов.

- Метод чистого приведенного дохода или чистого дисконтированного дохода (Net Present Value, NPV);
- Метод дисконтированного индекса доходности (Discounted Profitability Index, DPI);
- Метод дисконтированного периода окупаемости капвложений (Discounted Payback, Period, DPP);
- Метод внутренней нормы доходности (Internal Rate of Return, IRR);
- Метод модифицированной внутренней нормы доходности (Modified Internal Rate of Return, MIRR).

Метод чистого приведенного дохода (NPV):

● **ПРИВЕДЕННЫЙ ДОХОД**

– это денежные поступления от проекта, приведенные к настоящей стоимости (Present Value, PV).

$$PV = FV / (1 + r)^t,$$

где

FV – будущая стоимость поступлений (доходов) от проекта (Future Value);

r – ставка дисконтирования в долях единицы;

t – расчетный период (лет, месяцев).

● ЧИСТЫЙ ПРИВЕДЕННЫЙ ДОХОД

– это разница между приведенными к настоящей стоимости (путем дисконтирования) суммами денежных поступлений за период эксплуатации проекта и инвестированными в его реализацию денежными средствами.

$$NPV = PV - IC,$$

где

IC – сумма инвестиций, направленных на реализацию проекта.

При осуществлении проекта в несколько этапов
(интервалов)

чистая приведенная стоимость – NPV

(Net Present Value) определяется по формуле:

$$\mathbf{NPV} = \sum_{t=1}^n \frac{\mathbf{CF}_t}{(\mathbf{1} + \mathbf{r})^t} - \sum_{j=1}^m \frac{\mathbf{IC}_j}{(\mathbf{1} + \mathbf{i})^j}$$

Если рассчитанная таким образом чистая современная стоимость потока платежей имеет положительный знак (**NPV > 0**), это означает, что в течение своей экономической жизни проект возместит первоначальные затраты, т.о. обеспечит получение прибыли согласно заданному стандарту, а также ее некоторый резерв, равный NPV.

Отрицательная величина NPV показывает, что заданная норма прибыли не обеспечивается и проект убыточен.

При **NPV == 0** проект только окупает произведенные затраты, но не приносит дохода. Нулевой NPV означает, что генерируемого проектом денежного потока вполне достаточно:

- 1) для возмещения вложенного в проект капитала и
- 2) для обеспечения требуемой отдачи на этот капитал.

Однако проект с $NPV=0$ имеет все же дополнительный аргумент в свою пользу – в случае реализации проекта объемы производства возрастут, т.е. компания увеличится в масштабах (что нередко рассматривается как положительная тенденция).

Общее правило NPV: если $NPV > 0$, то проект принимается, иначе его следует отклонить.

Метод внутренней нормы доходности или маржинальной эффективности капитала (IRR).

Внутренняя норма доходности или **маржинальная эффективность капитала** показывает уровень прибыльности (доходности) проекта, выражаемой дисконтной ставкой, по которой будущая стоимость капиталовложений приводится к настоящей стоимости авансированных средств.

При единовременном вложении капитала
IRR определяется по формуле:

$$\mathbf{IRR = NPV / IC \times 100\%}$$

Для оценки IRR используется показатель цены капитала (Capital Cost, CC)

- Если **IRR > CC**, то это означает, что проект окупится, и обеспечит увеличение капитала компании;
- Если же **IRR = CC**, то он не обеспечит рост капитала компании и возможность выплаты дивидендов акционерам;
- При **IRR < CC** – проект является неэффективным и должен быть отвергнут.

Методика составления инвестиционного проекта с участием иностранного инвестора или кредитора.

В соответствии с рекомендациями ЮНИДО (Организации Объединенных Наций по Промышленному Развитию) инвестиционный проект должен содержать следующие основные разделы:

1. Краткая характеристика проекта (или его резюме):

- Изложение материала бизнес-плана начинается с краткого описания **всех разделов** инвестиционного проекта (резюме). Однако работа над бизнес-планом не начинается, а заканчивается этим разделом.
- Следует обратить внимание на то, что резюме должно быть лаконичным и не превышать по объему 3 страницы.
- Его цель – сформировать у читателя полное представление о содержании бизнес-плана.

2. Предпосылки и основная идея проекта:

- Отличительной чертой инвестиционного проекта является то, что для его составления не требуется описания общих сведений о предприятии; приводятся данные, связанные только с непосредственной реализацией локального проекта (или его этапа):
 - цель;
 - задачи;
 - основные мероприятия.

3. Анализ рынка и концепция маркетинга:

- Этот раздел бизнес-плана довольно сложен и трудоемок при составлении. Если для потенциального инвестора он имеет существенное значение, то следует согласовать с ним степень детализации характеристик рынка и целесообразность привлечения специалистов по маркетингу. Обычно эти дополнительные затраты включаются в стоимость всего инвестиционного проекта.

4. Сырье и поставки:

- Необходимо указать на наличие основного сырья в регионе и его доступность. Акцент следует сделать на специфических возможностях предприятия удовлетворить потребности рынка.
- Избегайте резкой критики продукции конкурентов. Естественной реакцией читателей бизнес-плана будет стремление занять позицию непредставленной стороны – ваших конкурентов. Предоставьте читателю возможность сформировать собственное заключение о конкурентных возможностях предприятия на основе данного раздела и раздела «Анализ рынка и концепция маркетинга».

5. Месторасположение, строительный участок и окружающая среда:

- Приводится точный адрес участка, его план.
- Отмечается наличие производственной инфраструктуры и возможности ее использования.
- Описывается возможность эксплуатации инвестиционного проекта и ограничения, связанные с действующим экологическим режимом на данной территории.

6. Проектирование и технология:

- Содержит все технологические характеристики проекта. Подробные планы зданий и сооружений, описание технологического оборудования (с указанием паспортных данных машин и механизмов).
- Раздел относится к наиболее трудоемким и требует при составлении участия специалистов по профилю проекта. Возможно привлечение исследовательских и конструкторских организаций.

7. Организация управления:

- Таланты и навыки команды управляющих составляют и определяют по настоящему значимые факторы успеха предприятия. Если целью бизнес-плана является привлечение инвесторов, то необходимо убедительно показать, что квалификация и познания управляющих в состоянии обеспечить превосходство над конкурентами.

Профессионалы инвестируют в личности, а не в идеи.

8. Трудовые ресурсы:

- В разделе анализируется наличие квалифицированных по профилю проекта кадров в регионе, уровень заработной платы в отрасли. Выявляется возможность и необходимость привлечения к реализации проекта новых специалистов и расширения штата.

9. Планирование реализации проекта:

- В разделе сосредоточена вся детализирующая, дополнительная или конфиденциальная информация, представляющая интерес для читателя, но не предназначенная для вручения каждому получателю бизнес-плана.
- Материалы раздела могут быть переплетены отдельно от остальных разделов плана и вручаться читателям по мере необходимости.

10. Финансовый план и оценка эффективности инвестиций:

- В этом разделе следует отразить все без исключения аспекты новых или дополнительных финансовых отношений, представленных в прогнозируемых формах финансовой отчетности.
- При необходимости следует составить несколько альтернативных вариантов финансового плана. В данном случае трудно переоценить важность специальных знаний. При отсутствии в команде специалиста соответствующей квалификации, вероятно, потребуются прибегнуть к услугам стороннего эксперта.

Показатели эффективности реальных инвестиционных проектов, рассчитываемые в разделе «Финансовый план» проекта, выполненного по методике ЮНИДО.

1. Чистый приведенный доход (ЧПД):

$$\text{ЧПД} = \text{ЧДП} - \text{ИЗ},$$

где

ЧДП – дисконтированный денежный поток за период эксплуатации объекта инвестирования (лет) (если этот период не определен, то он принимается за 5 лет);

ИЗ - сумма инвестиционных затрат, дисконтированная с учетом периода реализации проекта.

Индекс (коэффициент) доходности инвестиционного проекта (ИД).

$$\text{ИД} = \text{ЧДП} / \text{ИЗ},$$

где

ЧДП – дисконтированная сумма чистого денежного потока за период эксплуатации объекта инвестирования;

ИЗ – сумма инвестиционных затрат, дисконтированная с учетом периода инвестирования;

Индекс (коэффициент) рентабельности инвестиционного проекта (ИРи)

$$\text{ИРи} = \text{ЧПи} / \text{ИЗ},$$

где

ЧПи – среднегодовая сумма чистой инвестиционной прибыли за период эксплуатации проекта (индексированная);

ИЗ – сумма инвестиционных затрат, дисконтированная с учетом периода инвестирования.

Период окупаемости инвестиционного проекта (ПО).

$$ПО = ИЗ / ЧДПг,$$

где

ИЗ - сумма инвестиционных затрат, дисконтированная с учетом периода инвестирования;

ЧДПг – среднегодовая сумма чистого денежного потока за период эксплуатации проекта (если период эксплуатации не определен, он принимается за 5 лет).

Внутренняя ставка доходности инвестиционного проекта (ВСД).

$$\text{ВСД} = n\sqrt{\text{ЧДП}/\text{ИЗ}} - 1,$$

где

ЧДП – дисконтированная сумма чистого денежного потока за период эксплуатации объекта инвестирования;

ИЗ – сумма инвестиционных затрат, дисконтированная с учетом периода инвестирования;

*Пример!!!
(см. раздаточный материал)*

Реальное инвестирование во всех его формах сопряжено с многочисленными рисками:

- **Под риском реального инвестиционного проекта (проектным риском)**

понимается вероятность возникновения неблагоприятных финансовых последствий в форме потери ожидаемого инвестиционного дохода в ситуации неопределенности условий его осуществления.

Классификация рисков по этапам осуществления проекта:

- ***Проектные риски прединвестиционного этапа.***

Эти риски связаны с:

- выбором инвестиционной идеи;
- подготовкой бизнес-планов;
- выбором рекомендуемых к использованию инвестиционных товаров;
- обоснованностью оценки основных результативных показателей проекта.

- ***Проектные риски инвестиционного этапа.***

В состав этой группы входят риски:

- несвоевременного осуществления строительномонтажных работ по проекту;
- неэффективный контроль за качеством этих работ;
- неэффективное финансирование проекта по стадиям его строительства;
- низкое ресурсное обеспечение выполняемых работ.

- ***Проектные риски постинвестиционного (эксплуатационного) этапа.***

Эта группа рисков связана с:

- несвоевременным выходом производства на предусмотренную проектную мощность;

- недостаточным обеспечением производства необходимыми сырьем и материалами;

- неритмичной поставкой сырья и материалов;
низкой квалификацией операционного персонала;

- недостатками в маркетинговой политике и т.п.

Классификация рисков по комплексности исследования:

- ***Простой проектный риск.***

Он характеризует вид проектного риска, который не расчленяется на отдельные его подвиды. (Пример: инфляционный риск).

- ***Сложный финансовый риск.***

Он характеризует вид проектного риска, который состоит из комплекса рассматриваемых его подвидов. Примером сложного проектного риска является риск инвестиционного этапа проекта.

Классификация рисков по источникам возникновения:

- **Внешний, систематический или рыночный риск**
(все термины определяют этот риск как независящий от деятельности предприятия). Этот вид риска возникает при смене отдельных стадий экономического цикла, изменении конъюнктуры инвестиционного рынка и в ряде других аналогичных случаев, на которые предприятие в процессе своей деятельности повлиять не может. К этой группе рисков могут быть отнесены инфляционный риск, процентный риск, налоговый риск;
- **Внутренний, несистематический или специфический риск** (все термины определяют этот проектный риск как зависящий от деятельности конкретного предприятия). Он может быть связан с неквалифицированным инвестиционным менеджментом, неэффективной структурой активов и капитала, чрезмерной приверженностью к рисковому (агрессивным) инвестиционным операциям с высокой нормой прибыли, недооценкой хозяйственных партнеров и другими аналогичными факторами, отрицательные последствия которых в значительной мере можно предотвратить за счет эффективного управления проектными рисками.

Классификация рисков по финансовым последствиям:

- **Риск, влекущий только экономические потери.**

При этом виде риска финансовые последствия могут быть только отрицательными (потеря дохода или капитала);

- **Риск, влекущий упущенную выгоду.**

Он характеризует ситуацию, когда предприятие в силу сложившихся объективных и субъективных причин не может осуществить запланированную инвестиционную операцию (например, при снижении кредитного рейтинга предприятие не может получить необходимый кредит для формирования инвестиционных ресурсов);

- **Риск, влекущий как экономические потери, так и дополнительные доходы.** Этот вид финансового риска часто называется „спекулятивным риском“, так как он связывается с осуществлением спекулятивных (агрессивных) инвестиционных операций (например, риск реализации реального инвестиционного проекта, доходность которого в эксплуатационной стадии может быть ниже или выше расчетного уровня).

Классификация рисков по характеру проявления во времени:

- **Постоянный проектный риск.** Он характерен для всего периода осуществления инвестиционной операции и связан с действием постоянных факторов. Примером такого проектного риска является процентный риск.
- **Временный проектный риск.** Он характеризует риск, носящий перманентный характер, возникающий лишь на отдельных этапах осуществления инвестиционного проекта. Примером такого вида финансового риска является риск неплатежеспособности эффективно функционирующего предприятия.

Классификация рисков по уровню финансовых потерь:

- ***Допустимый проектный риск.***

Он характеризует риск, финансовые потери по которому не превышают расчетной суммы прибыли по осуществляемому инвестиционному проекту;

- ***Критический проектный риск.***

Он характеризует риск, финансовые потери по которому не превышают расчетной суммы валового дохода по осуществляемому инвестиционному проекту;

- ***Катастрофический проектный риск.***

Он характеризует риск, финансовые потери по которому определяются частичной или полной утратой собственного капитала (этот вид риска может сопровождаться утратой и заемного капитала).

Классификация рисков по возможности предвидения:

- Прогнозируемый проектный риск;
- Непрогнозируемый проектный риск.

Классификация рисков по возможности страхования:

- Страхуемый проектный риск;
- Нестрахуемый проектный риск.

С учетом классификации проектных рисков производится оценка их уровня:

Комплексный показатель уровня риска может быть представлен не как сумма значений индивидуальных рисков, а как их функция, имеющая следующий вид:

$$УРп = f (P1; P2;...Pn),$$

где

УРп - общий уровень риска проекта;

P1, 2,...n - уровень отдельных видов риска, идентифицированных по проекту;

f - значение функции, обеспечивающее взаимопогашение отдельных видов проектных рисков в избранном показателе эффективности проекта.

В целях проведения сопоставимой оценки уровня риска по отдельным реальным инвестиционным проектам колеблемость рассматриваемых конечных показателей, их эффективности определяется в относительных показателях на основе расчета коэффициента вариации. Рассчитывается коэффициент вариации как отношение среднеквадратического (стандартного) отклонения к среднему ожиданию значения дохода по рассматриваемой инвестиционной операции.

$$CV = \sigma / R,$$

где

CV - коэффициент вариации;

σ - среднеквадратическое (стандартное) отклонение;

R - среднее ожидание значения дохода по рассматриваемой инвестиционной операции.

$$\sigma = \sqrt{\sum (R_i - R)^2 * P_i},$$

где

σ - среднеквадратическое (стандартное) отклонение;

R_i - конкретное значение возможных вариантов ожидаемого дохода по рассматриваемой инвестиционной операции;

R - среднее ожидание значения дохода по рассматриваемой инвестиционной операции;

P_i – возможная частота (вероятность) получения отдельных вариантов ожидаемого дохода по инвестиционной операции;

n – число наблюдений.

Чем выше расчетное значение коэффициента вариации по рассматриваемому проекту, тем соответственно выше общий уровень его риска.

Источники финансирования инвестиционных проектов подразделяются на:

- **собственные (внутренние)**
- **внешние средства.**

К собственным средствам предприятий, осуществляющих инвестиционные проекты, относятся:

- Амортизационные отчисления на существующие фонды;
- Прибыль от производственно хозяйственной деятельности, направляемая на производственное развитие;
- Суммы, полученные от страховых компаний в виде возмещения ущерба за понесенные убытки в результате стихийных бедствий и несчастных случаев;
- Средства от продажи ненужных основных средств и их излишков, иммобилизация излишков оборотных средств;
- Средства от реализации нематериальных активов;
- К собственным источникам инвестирования предприятий относятся также привлекаемые средства из различных источников.

К привлеченным средствам финансирования инвестиционных проектов относятся:

- Средства, вырученные в результате выпуска и продажи инвестором акций и других ценных бумаг;
- Средства других предприятий и организаций, привлеченных к участию в инвестиционном проекте на правах компаньонов и на соответствующих условиях участия в распределении дивидендов;
- Средства, выделяемые вышестоящими холдинговыми и акционерными компаниями, промышленно-финансовыми группами на безвозмездной основе;
 - государственные субсидии, различного рода денежные взносы и пожертвования из региональных и местных бюджетов, фондов поддержки предпринимательства и др., предоставляемые на безвозмездной основе

К внешним источникам инвестиций относятся различные формы заемных средств:

- Бюджетные кредиты, предоставляемые на возвратной основе; банковские и коммерческие кредиты различных финансовых, пенсионных фондов и других институциональных инвесторов.
- Кроме того, к внешним источникам инвестиций относятся ассигнования из федерального, региональных и местных бюджетов, различных фондов поддержки предпринимательства, предоставляемые на безвозмездной основе, а также иностранные инвестиции, предоставляемые в форме финансового или иного материального и нематериального участия в уставном капитале совместных предприятий.

Схемы финансирования реальных инвестиционных проектов.

1. Полное внутреннее самофинансирование;
2. Акционирование;
3. Венчурное финансирование;
4. Кредитование;
5. Смешанное финансирование.

Методы управления денежными потоками предприятия.

Основной целью управления денежными потоками является

обеспечение финансового равновесия предприятия в процессе его развития путем балансирования объемов поступления и расходования денежных средств и их синхронизации во времени.

1. Прогнозирование поступления и расходования денежных средств по операционной деятельности предприятия.

1.1. Определение планового объема реализации продукции:

$$\text{ОРп} = \text{ЗГПн} + \text{ПТП} - \text{ЗГПк}, \text{ где}$$

ОРп - плановый объем реализации продукции в рассматриваемом периоде (месяце);

ЗГПн - сумма запасов готовой продукции на начало планируемого периода;

ПТП - суммарный объем производства готовой товарной продукции в рассматриваемом периоде;

ЗГПк - сумма запасов готовой продукции на конец рассматриваемого периода.

1.2. Расчет планового коэффициента инкассации дебиторской задолженности

осуществляется исходя из фактического ее уровня в отчетном периоде с учетом намеченных мероприятий по изменению политики предоставления товарного (коммерческого) кредита.

1.3. Расчет плановой суммы поступления денежных средств от реализации продукции.

$$\text{ПДСп} = \text{ОРпн} + (\text{ОРпк} \times \text{КИ}) + \text{НОпр},$$

где

ПДСп - плановая сумма поступления денежных средств от реализации продукции в рассматриваемом периоде;

ОРпн - плановый объем реализации продукции за наличный расчет в рассматриваемом периоде;

ОРпк - объем реализации продукции в кредит в текущем периоде;

КИ - Коэффициент текущей инкассации дебиторской задолженности, выраженный десятичной дробью;

НОпр – сумма ранее неинкассированного остатка дебиторской задолженности (подлежащего инкассации в плановом порядке).

1.4. Определение плановой суммы операционных затрат по производству и реализации продукции.

$$\text{ОЗп} = \sum (\text{ПЗп}_i + \text{ОПЗп}_i) \times \text{ОПп}_i + \sum \text{ЗРп}_i \times \text{ОРп}_i + \text{ОХЗп},$$

где

ОЗп – плановая сумма операционных затрат по производству и реализации продукции;

ПЗп_i – плановая сумма прямых затрат на производство единицы продукции;

ОПЗп_i – плановая сумма общепроизводственных (непрямых) затрат на производство единицы продукции;

ОПп_i – планируемый объем производства конкретных видов продукции в натуральном выражении;

ЗРп_i – плановая сумма затрат на реализацию единицы продукции;

ОРп_i – планируемый объем реализации конкретных видов продукции в натуральном выражении;

ОХЗп – плановая сумма общехозяйственных затрат предприятия (административно-управленческих расходов по предприятию в целом).

1.5. Расчет плановой суммы налоговых платежей, уплачиваемых за счет дохода (входящих в цену продукции).

Производится исходя из планируемого объема реализации отдельных видов продукции и соответствующих ставок НДС, акцизного сбора и других аналогичных налогов.

1.6. Расчет плановой суммы валовой прибыли предприятия по операционной деятельности.

$$\mathbf{ВПп = ОРп - ОЗп - НПд,}$$

где

ВПп – плановая сумма валовой прибыли предприятия по операционной деятельности в рассматриваемом периоде;

ОРп – плановый объем реализации продукции в рассматриваемом периоде;

ОЗп – плановая сумма операционных затрат по производству и реализации продукции;

НПд - плановая сумма налоговых платежей, уплачиваемых за счет дохода (входящих в цену продукции).

**1.7. Расчет плановой суммы налогов,
уплачиваемых за счет прибыли.**

$$\mathbf{НПп = (ВПп \times Нп) / 100 + Нпп,}$$

где

НПп – плановая сумма налогов, уплачиваемых за счет прибыли;

ВПп – плановая сумма валовой прибыли предприятия по операционной деятельности;

Нп – ставка налога на прибыль, в процентах;

Нпп – сумма прочих налогов и сборов, уплачиваемых за счет прибыли.

1.8. Расчет плановой суммы чистой прибыли предприятия по операционной деятельности.

$$\mathbf{ЧПп = ВПп - НПд,}$$

где

ЧПп – плановая сумма чистой прибыли предприятия по операционной деятельности в рассматриваемом периоде;

ВПп – плановая сумма валовой прибыли предприятия по операционной деятельности в рассматриваемом периоде;

НПд – плановая сумма налогов, уплачиваемых за счет прибыли.

1.9. Расчет плановой суммы расходования денежных средств по операционной деятельности.

$$\mathbf{РДСп = ОЗп + НПд + НПп - АОп,}$$

где

РДСп – плановая сумма расходования денежных средств по операционной деятельности в рассматриваемом периоде;

ОЗп – плановая сумма операционных затрат по производству и реализации продукции;

НПд – плановая сумма налогов и сборов, уплачиваемых за счет дохода (входящих в цену продукции);

НПп – плановая сумма налогов, уплачиваемых за счет прибыли;

АОп – плановая сумма амортизационных отчислений от основных средств и нематериальных активов.

1.10. Расчет плановой суммы чистого денежного потока.

$$\begin{aligned} & \text{ЧДПп} - \text{ЧПп} + \text{АОп} \\ & \text{или} \\ & \text{ЧДПп} = \text{ПДСп} - \text{РДСп}, \end{aligned}$$

где

ЧДПп – плановая сумма чистого денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде;

ЧПп – плановая сумма чистой прибыли предприятия по операционной деятельности;

АОп – плановая сумма амортизационных отчислений от основных средств и нематериальных активов;

ПДСп – плановая сумма поступления денежных средств от реализации продукции;

РДСп – плановая сумма расходования денежных средств по операционной деятельности.

2. Прогнозирование поступления и расходования денежных средств по инвестиционной деятельности.

2.1. Программа реального инвестирования, характеризующая объем вложения денежных средств в разрезе отдельных осуществляемых или намечаемых к реализации инвестиционных проектов.

2.2. Проектируемый к формированию портфель долгосрочных финансовых инвестиций. Если такой портфель на предприятии уже сформирован. То определяется необходимая сумма денежных средств для обеспечения его прироста или объем реализации инструментов долгосрочных финансовых инвестиций.

2.3. Предполагаемая сумма поступления денежных средств от реализации основных средств и нематериальных активов. В основу этого расчета должен быть положен план их обновления.

2.4. Прогнозируемый размер инвестиционной прибыли. В этом разделе прогнозируется размер прибыли только по долгосрочным финансовым инвестициям – дивидендам и процентам к получению.

3. Прогнозирование поступления и расходования средств по финансовой деятельности.

3.1. Намечаемый объем дополнительной эмиссии собственных акций или привлечения дополнительного паевого капитала.

В план поступления денежных средств включается только та часть дополнительной эмиссии акций, которая может быть реализована в конкретном предстоящем периоде.

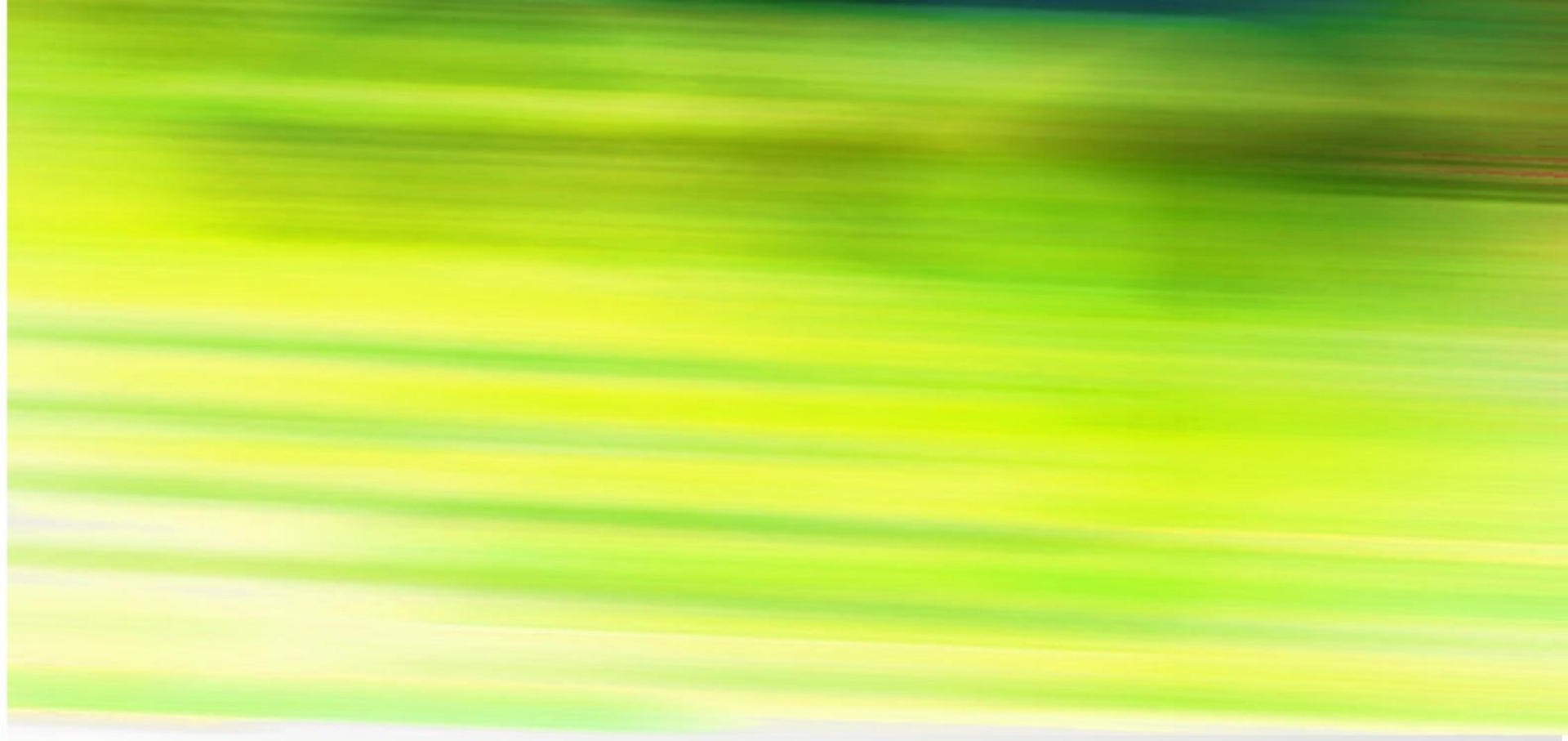
3.2. Намечаемый объем привлечения долгосрочных и краткосрочных финансовых кредитов и займов во всех их формах

(привлечение и обслуживание товарного кредита, а также краткосрочной внутренней кредиторской задолженности отражается денежными потоками по операционной деятельности).

3.3. Сумма ожидаемого поступления средств в порядке безвозмездного целевого финансирования. Эти показатели включаются в план на основе утвержденных государственного бюджета или соответствующих бюджетов других государственных и негосударственных органов (фондов, ассоциаций и т.п.).

3.4. Сумма предусмотренных к выплате в плановом периоде основного долга по долгосрочным и краткосрочным финансовым кредитам и займам. Расчет осуществляется на основе конкретных кредитных договоров с банками или другими финансовыми институтами (в соответствии с условиями амортизации основного долга).

3.5. Предполагаемый объем дивидендных выплат акционерам (процентов на паевой капитал).



Тема 7. Корпоративные финансы
как специальная область управления
предприятием

КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ – ЭТО СИСТЕМА:

Управления финансовыми рисками и предотвращение банкротства:

- Управление составом финансовых рисков;
- Управление профилактикой финансовых рисков;
- Управление страхованием финансовых рисков;
- Антикризисное финансовое управление при угрозе банкротства.

Основы финансовой стратегии и критические факторы успеха развития бизнеса

Аналитические показатели:

1. Результат финансовой деятельности (РФД)

По смыслу это – «По смыслу РФД – это финансовая политика компании, включающая:

- политику привлечения заемных средств /увеличение или сокращение их объема;
- налоговую политику;
- дивидендную политику;
- эмиссионную политику;
- политику долгосрочных финансовых вложений;
- политику получения и уплаты процентов.

2. Результат финансово-хозяйственной деятельности (РФХД)

- **По сути РФХД**

– это сумма чистого денежного потока предприятия (разницы между положительным (доходным) и отрицательным (расходным) денежными потоками).

$$\mathbf{РФХД = РХД + РФД}$$

Управление РФХД решает следующие вопросы:

- Идти ли на отрицательный результат хозяйственной деятельности (РХД) во имя бурного наращивания инвестиций?
- Если «да», то каков предел снижения РХД по объему и по времени?
- Добиваться ли выраженного положительного значения результата финансовой деятельности (РФД)?
- Если «да», то каков предел уплаты процентов и налогов для сохранения положительного эффекта финансовой деятельности компании?
- Добиваться ли симметричного изменения РХД и РФД?
- Если «да», то какова должна быть финансовая стратегия компании с позиций GENERAL MANAGEMENT?

Матрица финансовой стратегии

Этот инструмент позволяет спрогнозировать «критический путь» Компании на ближайшие годы, наметить допустимые пределы риска и выявить порог возможностей предприятия, то есть определить критические факторы успеха для Компании.

A	РФД << 0	РФД = 0	РФД >> 0
РХД >> 0	РФХД = 0 1	РФХД > 0 4	РФХД >> 0 6
РХД = 0	РФХД < 0 7	РФХД = 0 2	РФХД > 0 5
РХД << 0	РФХД << 0 9	РФХД < 0 8	РФХД = 0 3
			B

Можно комбинировать РХД и РФД, добиваясь приближения их суммы к нулю.

Равновесное положение достигается в интервале между 0% и (+/-) 10 % добавленной стоимости и имеющих разные знаки.

A	РФД << 0	РФД = 0	РФД >> 0
РХД >> 0	РФХД = 0 1	РФХД > 0 4	РФХД >> 0 6
РХД = 0	РФХД < 0 7	РФХД = 0 2	РФХД > 0 5
РХД << 0	РФХД << 0 9	РФХД < 0 8	РФХД = 0 3

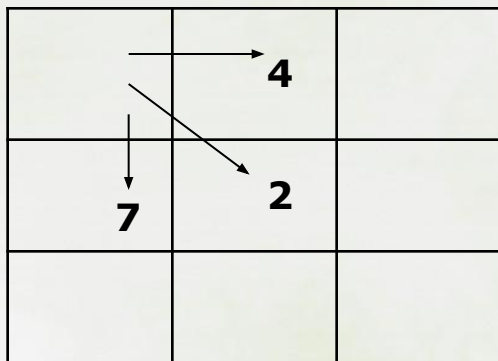
B

По диагонали АВ проходит граница между двумя основными зонами. Над диагональю зона успехов – зона положительных значений аналитических показателей. Под диагональю – зона дефицитов – зона отрицательных значений аналитических показателей.

Каждый квадрат матрицы - это своеобразное описание возможностей, открывающихся перед Компанией, а также благоприятных и неблагоприятных последствий экономических решений и действий.

ТРИ ПОЗИЦИИ РАВНОВЕСИЯ □РФХД = 0, квадраты 1, 2, 3.

Квадрат 1. «Отец семейства»

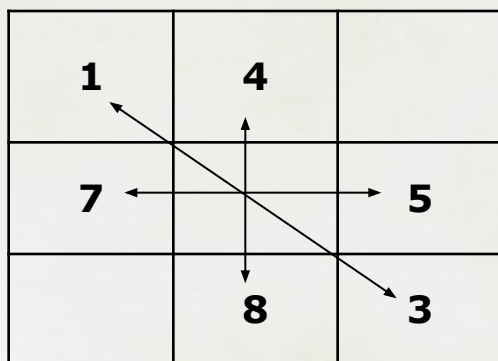


Темпы роста оборота Компании ниже потенциала. Не все внутренние ресурсы задействованы. Предприятие обходится преимущественно своими собственными средствами, почти не пользуясь эффектом финансового рычага.

- При растущих темпах роста оборота это «завидная» Компания: она располагает потенциальными возможностями развития.
- При реактивизации этих возможностей есть шанс переместиться в квадрат 4 (политика привлечения заемных средств) или в квадрат 2 (рост инвестиций или даже инвестиционный рывок).
- При снижающихся темпах роста оборота – это стареющая Компания. Есть угроза со временем переместиться в квадрат 7. Необходимо переориентировать бизнес.

ТРИ ПОЗИЦИИ РАВНОВЕСИЯ \square РФХД = 0, квадраты 1, 2, 3.

Квадрат 2: «Устойчивое равновесие»

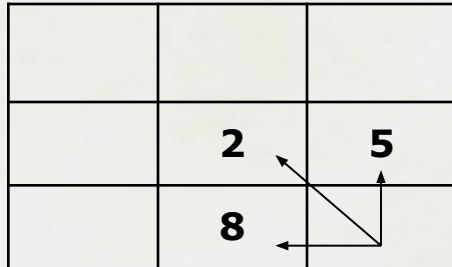


Как сохранить эту ценную характеристику деятельности Компании – «устойчивое состояние»?

- Если поставлена цель соответствовать бурному развитию конъюнктуры рынка, то придется задействовать финансовые результаты, «разуравновесить» РФХД и перемещаться к квадратам 3, 5 или 8.
- Если темпы роста замедлены, по сравнению с рыночными возможностями, но они разумно рассчитаны, то произойдет перемещение в квадраты 1, 4.
- Если темпы роста оборота низки они существенно ниже рыночных возможностей, а кредиторы не испытывают доверия к предприятию, то следует ожидать перемещения в квадрат 7.

ТРИ ПОЗИЦИИ РАВНОВЕСИЯ \square РФХД = 0, квадраты 1, 2, 3.

Квадрат 2: «Неустойчивое равновесие»

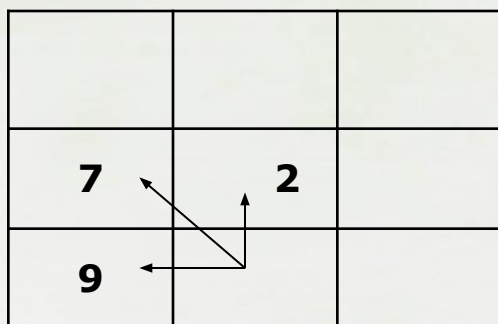


Это не совсем естественное состояние
Компании !

- **До поры до времени удастся устоять благодаря наращиванию задолженности...**
- **Если любой ценой наращивать темпы оборота, чтобы удержаться в рыночной конъюнктуре, придется пойти на реинвестирование прибыли. Необходимость стабилизации РФД подводит Компанию к стратегии увеличения собственных средств. Квадрат 8.**
- **Если удастся добиться увеличения рентабельности, превышающей темпы роста оборота, то Компания будет перемещаться к 5 квадрату.**
- **Если темп роста рентабельности и темп рост оборота сравняются, то компания будет приближаться ко 2 квадрату.**

ТРИ ПОЗИЦИИ ДЕФИЦИТА □РФХД < 0, КВАДРАТЫ 7, 8, 9.

Квадрат 8: «Дилемма»

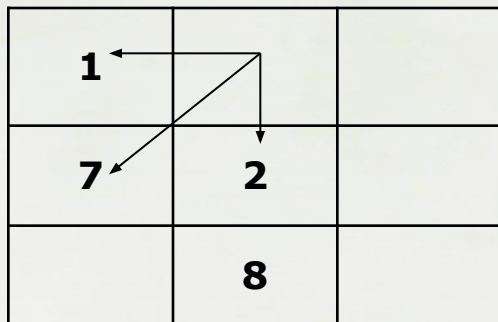


Компания частично использует свои возможности по наращиванию задолженности, но этого недостаточно для обеспечения внутренних потребностей функционирования. Наблюдается непокрытый дефицит ликвидных средств.

- Если Компания принимает меры к восстановлению уровня рентабельности, но кредиторы не испытывают доверия к Компании, то можно подняться в квадрат 7.
- Если Компания предпримет меры к восстановлению уровня экономической рентабельности и добьется, что темпы роста рентабельности опередят темпы роста оборота, то возможен подъем в квадрат 2.
- Если экономическая рентабельность стагнирует или уменьшается, то не миновать квадрата 9.

ТРИ ПОЗИЦИИ УСПЕХА \square РФХД > 0, КВАДРАТЫ 4, 5, 6.

Квадрат 4: «Рантье»»

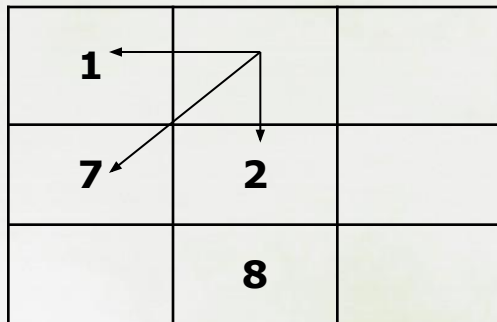


Компания довольствуется умеренными по сравнению со своими возможностями темпами роста оборота и поддерживает задолженность на нейтральном уровне.

- Если конкуренция на рынке будет расти, а уровень экономической рентабельности Компании останется практически неизменным и невысоким, то вероятно перемещение в квадраты 1 или 7.
- Если экономическая рентабельность достаточно высока и продолжает расти, то у Компании появляется возможность подготовки к диверсификации производства или к наращиванию оборота. Также появляется возможность щедрого награждения акционеров дивидендами (квадрат 2).

ТРИ ПОЗИЦИИ УСПЕХА \square РФХД > 0 , КВАДРАТЫ 4, 5, 6.

Квадрат 5: «Атака»

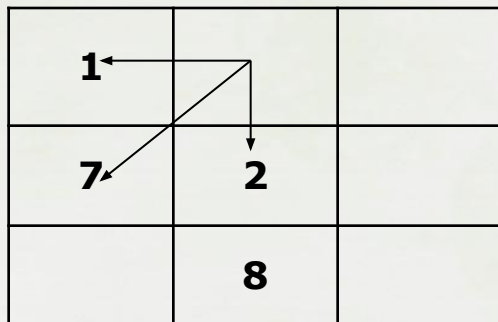


Компания наращивает заимствования, хотя интересы внутреннего равновесия этого и не требуют, нет дефицита собственных средств. Тогда можно предположить начало диверсификации, подготовку к инвестиционному скачку.

- Если при этом поддерживается достаточно высокий уровень экономической рентабельности, то возможно перемещение в квадрат 2.
- При падении уровня экономической рентабельности предприятие рискует угодить в квадрат 8.

ТРИ ПОЗИЦИИ УСПЕХА \square РФХД > 0 , КВАДРАТЫ 4, 5, 6.

Квадрат 6: «Материнское общество»



Компания становится материнской и обеспечивает финансирование дочерних обществ за счет увеличения заемных средств.

- Если соотношение заемные средства/собственные средства поднимается слишком высоко, то возникает тенденция к перемещению в квадрат 4.
- Если Материнская компания утрачивает собственный рынок (он «стареет», исчерпывается), то возникает тенденция к перемещению в квадрат 5.

Заметим! Что в квадрат 6 нельзя попасть ни из одного из соседних квадратов. Но если Компании удалось оказаться в столь завидном положении, то есть достичь наивысшей эффективности сочетания РФД и РХД, то можно только пожелать ей как можно дольше оставаться в этом квадрате.

**Реализовав факторы успеха, не
следует забывать:**

расслабляться никогда нельзя!

Роль стоимости компании в сфере финансов корпорации

...Оскар Уайльд принадлежит определение циника, как человека, «знающего цену всякой вещи, но не имеющего никакого представления относительно ее ценности».

Можно ли отнести это определение к описанию некоторых аналитиков и многих инвесторов?

Подход инвестора к приобретению актива основан на принципе:

«Не платить за актив больше того, что он стоит».

Сколько стоят активы корпорации?

Франко Модильяни и Мертон Миллер (1958г.): «... Стоимость любой фирмы определяется ее будущими доходами и, следовательно, не зависит от структуры капитала»

Асват Дамодаран (2002г.): « Внутренняя стоимость = это стоимость приписанная фирме хорошо известным аналитиком, который не только корректно определил денежные потоки фирмы, но и верно определил ставку дисконтирования для данных потоков, при этом его оценки были абсолютно точными.»

В сфере финансов корпорации стоимость активов оценивается по показателям денежного потока.

● **ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК (cash flow)**

– представляет собой совокупность распределенных во времени поступлений и выплат денежных средств, генерируемых его хозяйственно-финансовой деятельностью.

Классификация денежных потоков предприятия

1. По масштабам обслуживания хозяйственного процесса:

- **Денежный поток по предприятию в целом;**
- **Денежный поток по отдельным видам хозяйственной деятельности предприятия;**
- **Денежный поток по отдельным структурным подразделениям (центрам ответственности) предприятия;**
- **Денежный поток по отдельным хозяйственным операциям.**

2. По видам хозяйственной деятельности:

- Денежный поток по отдельным хозяйственным операциям;
- Денежный поток по операционной деятельности;
- Денежный поток по инвестиционной деятельности;
- Денежный поток по финансовой деятельности.

3. По направленности движения денежных средств:

- Денежный поток по финансовой деятельности;
- Положительный денежный поток (positive cash flow);
- Отрицательный денежный поток (negative cash flow);

4. По методу исчисления объема:

- Валовой денежный поток (gross cash flow);
- Чистый денежный поток (net cash flow).

5. По уровню достаточности объема:

- Избыточный денежный поток;
- Дефицитный денежный поток.

6. По методу оценки во времени:

- Настоящий денежный поток;
- Будущий денежный поток.

7. По непрерывности формирования в рассматриваемом периоде:

- Регулярный денежный поток;
- Дискретный денежный поток.

В целях дальнейшего изложения определим понятие:

- **ДИСКОНТИРОВАННЫЙ ЧИСТЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК (discounting cash flow)**

- дисконтированная сумма ожидаемого чистого денежного потока.

Для приведения будущей стоимости к настоящей используется метод дисконтирования денежных потоков.

Дисконтный множитель (ДМ) = $1 / (1 + i)^t$, где i – процент, принимаемый при дисконтировании, учитывающий:

- годовой темп инфляции;
- или стоимость капитала фирмы;
- или ожидаемую доходность инвестиций.

При определении стоимости Компании в качестве ставки дисконтирования принимается стоимость капитала фирмы – собственного, заемного или средневзвешенная стоимость капитала.

Тогда:

- при оценке стоимости собственного капитала $I = k_e$, где k_e - стоимость собственного капитала (cost of equity), то есть норма доходности, требуемая собственниками капитала фирмы.
- при определении стоимости Компании $I = \mathbf{WACC}$, где **WACC** – средневзвешенная стоимость капитала (weighted average cost of capital).

Взаимосвязь стратегии и стоимости

ЧТО ЯВЛЯЕТСЯ ОБЪЕКТОМ УПРАВЛЕНИЯ: ВНУТРЕННЯЯ СТОИМОСТЬ ИЛИ РЫНОЧНАЯ КАПИТАЛИЗАЦИЯ

Если объектом управления является внутренняя стоимость, то стратегия Компании определяется увеличением оборота (расширение объемов производства, ценовая политика, управление затратами, изменение структуры капитала и т.д.), генерирующего денежные потоки.

На подобную стратегию ориентированы технические аналитики.

Если объектом управления является рыночная капитализация Компании, то стратегия определяется увеличением капитала, то есть балансовой стоимости Компании (инвестирование в форме капитальных вложений: слияния и поглощения, новое строительство).

На подобную стратегию ориентированы фундаментальные аналитики.

Если объектом управления является **рыночная капитализация** Компании, то стратегия определяется увеличением капитала, то есть балансовой стоимости Компании (инвестирование в форме капитальных вложений: слияния и поглощения, новое строительство).

На подобную стратегию ориентированы фундаментальные аналитики.

Факторы, влияющие на стоимость компании:

- Доходы, генерируемые существующими активами (прибыль, денежный поток и т.д.);
- Стоимость капитала Компании;
- Восприятие инвестора;
- Затраты на собственный и заемный капитал.

Концепция управления, ориентированная на повышение Стоимости Компании (Value-Based management, VBM)

Value-Based Management (наиболее подходящий перевод – управление, нацеленное на создание стоимости):

концепция управления, направленная на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях организации за счет концентрации усилий всех лиц, принимающих решения, на ключевых факторах стоимости. Координация и мотивация принятия решений, ведущих к созданию долгосрочных конкурентных преимуществ.

Из всего множества альтернативных целевых функций в рамках концепции VBM выбирается **максимизация стоимости** Компании.

Стоимость Компании определяется ее дисконтированными будущими денежными потоками, и новая стоимость создается лишь тогда, когда Компания получает отдачу от инвестированного капитала, превышающую затраты на привлечение капитала.

Основные факторы, влияющие на стоимость Компании:

- Затраты на собственный и заемный капитал;
- Доходы, генерируемые существующими активами (прибыль, денежный поток и т.д.)

Показатели, отражающие процесс создания стоимости:

EVA – economic value added (экономическая добавленная стоимость);

MVA – market value added (рыночная добавленная стоимость);

SVA – shareholder value added (добавленная стоимость акционеров);

CFROI – cash flow return on investment (денежный поток на инвестиции);

CVA – cash value added (чистая (остаточная) добавленная стоимость);

Показатель, лежащий в основе системы VBM, должен не только отражать стоимость Компании, но и показывать эффективность принятия решений на всех уровнях иерархии, а также служить инструментом мотивации..

ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)

EVA является индикатором качества управленческих решений: постоянная положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, тогда как отрицательная – о ее снижении.

EVA вычисляется по формуле:

$$\mathbf{EVA = NORAT - Kw \times C,}$$

где

NORAT – чистая операционная прибыль за вычетом налогов, но до выплаты процентов (Net Operating Profits After Taxes);

Kw – средневзвешенная цена капитала (WACC);

C – стоимостная оценка капитала.

EVA устраняет существующие в традиционной бухгалтерской отчетности искажения путем внесения более 150 поправок. В основном поправки вносятся для нивелирования общей направленности традиционной бухгалтерской отчетности на интересы кредитора.

Пути улучшения показателя EVA:

1. Увеличение доходов, генерируемых вложенными средствами. Данный результат может достигаться различными путями – через управление издержками, повышение эффективности бизнес-процессов посредством инжиниринга и т.д.
2. Путем расширения, т.е. инвестирования средств в проекты, рентабельность которых превышает затраты на капитал, вовлеченный в реализацию такого проекта.
3. Повышение эффективности управления активами – продажа непрофильных, убыточных активов, сокращение сроков оборачиваемости дебиторской задолженности. Запасов и т.д.
4. Управление структурой капитала.

Недостатки модели управления, основанной на показателе EVA:

- Игнорирование денежных потоков.
- Увеличение EVA в рассматриваемом периоде может быть связано с возрастанием риска, что отразится на будущей стоимости капитала (как собственного, так и заемного). Таким образом, настоящая стоимость всех будущих EVA может уменьшаться. Даже при росте EVA в одном из периодов.
- Рост данного показателя в каком-либо периоде может быть вызван факторами, имеющими негативные последствия в долгосрочной перспективе.

MVA – критерий по которому в качестве стоимости рассматривается рыночная капитализация и рыночная стоимость долгов Компании.

С точки зрения корпоративных финансов MVA отражает дисконтированную стоимость всех настоящих и будущих инвестиций.

MVA = Рыночная стоимость долга + рыночная капитализация – совокупный капитал.

В балансовую оценку капитала должны быть внесены поправки для устранения искажений, вызванных методами учета и некоторыми учетными принципами.

Недостатки модели управления, основанной на показателе MVA.

- На данный показатель оказывают влияние многие факторы, часть из которых неподконтрольна менеджменту Компании.
- Если результаты работы Компании будут оцениваться по этому показателю и мотивационные схемы также будут привязаны к нему, то возможно принятие решений руководством, оказывающее краткосрочное влияние на курсовую стоимость акций, но разрушающее стоимость в долгосрочной перспективе.

SHAREHOLDER VALUE ADDED (SVA)

SVA – это приращение между расчетной стоимостью акционерного капитала (например, методом дисконтированных денежных потоков) и балансовой стоимостью акционерного (собственного) капитала.

Для определения SVA необходимо определить рыночную стоимость акционерного капитала методом оценки стоимости Компании путем дисконтирования денежных потоков.

SHAREHOLDER VALUE ADDED (SVA)

Метод определения SVA:

1. Определяются потоки денежных средств в пределах горизонта планирования.
2. Определяется ставка дисконтирования и сумма дисконтированных денежных потоков в пределах горизонта планирования.
3. Определяется продленная стоимость (terminal value) завершающего денежного потока, т.е. дисконтированная стоимость денежных потоков за пределами горизонта планирования.
4. Определяется суммарная дисконтированная стоимость денежных потоков (стоимость акционерного капитала фирмы).
5. Полученная величина подвергается корректировкам.
6. Рассчитывается $SVA = \text{расчетная стоимость акционерного капитала (п.5)} - \text{балансовая стоимость акционерного капитала}$.

Недостатки модели управления, основанной на показателе SVA:

- Трудоемкость расчетов и сложности, связанные с прогнозированием денежных потоков.

CASH FLOW RETURN ON INVESTMENT (CFROI)

CFROI – ставка, при которой суммарные денежные оттоки будут равны денежным притокам.

CASH FLOW RETURN ON INVESTMENT (CFROI)

Расчет CFROI:

1. Определить денежные притоки в течение экономического срока службы активов. (Суммарная стоимость активов/ амортизационные отчисления)
2. Рассчитать отток денежных средств (суммарную сумму активов);
3. Скорректировать оттоки и притоки на коэффициенты инфляции, то есть привести к текущим ценам;
4. Внести поправки в расчетные величины для нивелирования искажений, вызываемых учетными принципами;
5. Рассчитать CFROI = скорректированные денежные притоки (cash in) в текущих ценах / скорректированные денежные оттоки (cash out) в текущих ценах

Недостатки модели управления по показателю CFROI:

- Результат выражается в виде относительного показателя, а не суммой созданной (или разрушенной) стоимости;
- Сложность расчета данного показателя, так как для этого необходимо идентифицировать все денежные потоки, генерируемые как существующими, так и будущими активами.

CASH VALUE ADDED (CVA)

Этот показатель часто называют также **Residual Cash Flow (RCF)**. В его основе лежит концепция остаточного дохода (residual income).

$$\mathbf{RCF (CVA) = AOCF - WACC \times TA,}$$

где

AOCF – скорректированный операционный денежный поток;

WACC – средневзвешенная цена капитала (таким образом учитываются затраты на привлечение и обслуживание капитала из разных источников);

TA – суммарные скорректированные активы.

Корректировки аналогичны тем, которые рассматривались ранее.