Предмет и задачи финансового менеджмента.

2. Базовые показатели финансового менеджмента.

**Добавленная стоимость, брутто- и нетто-результаты эксплуатации инвестиций,**

**экономическая рентабельность**

Первый: добавленная стоимость (ДС).

Если из стоимости продукции, произведенной предприятием за тот или иной период,

включая увеличение запасов готовой продукции, стоимость реализации, внереализационные

доходы, а также работы для внутрипроизводственного потребления, вычесть стоимость

потребленных материальных средств производства (сырье, материалы, энергия и пр.) и услуг, то

получится показатель добавленной стоимости. Добавленная стоимость состоит из платежей

государству, оплаты труда, процентов за кредит, выплат различным инвесторам, наконец, из

прибыли на собственный капитал. Динамика добавленной стоимости свидетельств о масштабах

деятельности предприятия и о его вкладе в создание национального богатства.

Второй: брутто-резулътат эксплуатации инвестиций (БРЭИ).

Вычтем из добавленной стоимости расходы по оплате труда и все связанные с ней платежи

– получим брутто-результат эксплуатации инвестиций.

Третий: нетто-результат эксплуатации инвестиций (НРЭИ).

Из предыдущего показателя вычтем все затраты на восстановление основных средств

производства – это и будет нетто-результат эксплуатации инвестиций. По существу, это

экономический эффект, снимаемый предприятием с затрат. На практике для быстроты расчетов

можно принимать за НРЭИ балансовую прибыль, увеличенную на сумму фактически понесенных

финансовых издержек по задолженности, но при этом надо избегать повторного счета

уплачиваемых банку процентов.3

Четвертый: экономическая рентабельность активов (ЭР).

Существует множество способов определения экономической рентабельности. Мы будем

пользоваться показателем, основанным на наиболее общей формуле эффективности производства:

**ЭФФЕКТИВНОСТЬ ПРОИЗВОДСТВА = (ЭФФЕКТ ПРОИЗВОДСТВА / ЗАТРАТЫ)** ×

**100%**

Что подставить в числитель этой формулы, Вы, конечно, уже поняли – нетто-результат

эксплуатации инвестиций (НРЭИ). А в знаменатель, помня, что именно в активе баланса

предприятия отражены направления расходования как собственных, так и заемных средств,

подставим объем актива за минусом отсроченных платежей поставщикам и другим субъектам

экономической жизни кредиторской задолженности). Для сопоставимости числителя со

знаменателем основные средства в составе актива возьмем по остаточной стоимости.

**ЭКОНОМИЧЕСКАЯ РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ АКТИВОВ = (HETTO-РЕЗУЛЬТАТ**

**ЭКСПЛУАТАЦИИ ИНВЕСТИЦИЙ / (АКТИВ – ОТСРОЧЕННЫЕ ПЛАТЕЖИ))** ×**100% =**

**= (БАЛАНСОВАЯ ПРИБЫЛЬ + ФИНАНСОВЫЕ ИЗДЕРЖКИ ПО**

**ЗАДОЛЖЕННОСТИ) / (АКТИВ – КРЕДИТОРСКАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ)** × **100%**

3 В соответствии с действующим Положением о составе затрат по производству и реализации продукции (работ,

услуг), включаемых в себестоимость продукции (работ, услуг), и о порядке формирования финансовых результатов,

учитываемых при налогообложении прибыли, затраты на оплату процентов по кредитам банка и процентов за

приобретение материальных ресурсов в кредит включаются в себестоимость в пределах ставок, установленных

законодатель- России. Выплаты процентов, превышающих эти ставки, а также по отсроченным и просроченным

ссудам, осуществляются за счет прибыли, остающейся в распоряжении предприятия.

66

Финансово-эксплуатационные потребности предприятия

В процессе эксплуатации инвестиций, то есть в текущей хозяйственной деятельности,

предприятие испытывает краткосрочные потребности в денежных средствах: необходимо закупать

сырье, оплачивать топливо, формировать запасы, предоставлять отсрочки платежа покупателям и

т. д.

Разница между средствами, иммобилизованными в запасах и клиентской задолженности,

задолженностью предприятия поставщикам называется финансово-эксплуатационными

потребностями (ФЭП).

Величину ФЭП часто обозначают также как потребность в оборотных средствах или просто

как эксплуатационные потребности.

ДЛЯ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ

а) БЛАГОПРИЯТНО:

Получение отсрочек платежа от поставщиков (коммерческий кредит), от работников

предприятия (если имеет место задолженность по зарплате), от государства (если в краткосрочном

периоде есть задолженность по уплате налогов) и т.д.. Отсрочки платежа дают источник

финансирования, порождаемый самим эксплуатационным циклом.

б) НЕБЛАГОПРИЯТНО:

1. Замораживание определенной части средств в запасах (резервных и текущих запасах

сырья, запасах готовой продукции). Это порождает первостепенную потребность предприятия в

финансировании.

2. Предоставление отсрочек платежа клиентам. Такие отсрочки соответствуют, однако,

коммерческим обычаям. Предприятие воздерживается при этом от немедленного возмещения

затрат – отсюда вторая важнейшая потребность в финансировании.

Финансово-эксплуатационные потребности вытекают из разницы между

неблагоприятными и благоприятными феноменами жизни предприятия, которые мы только что

рассмотрели.

Известно, что для достижения своих целей предприятию необходимы адекватные средства

– производственный аппарат. Затраты на производственный аппарат отражаются в активе баланса.

Для целей анализа (но не для бухгалтерской и статистической отчетности!) мы можем представить

актив как совокупность сумм, иммобилизованных в основных средствах и вложениях, и

финансово-эксплуатационных потребностей:

ИММОБИЛИЗОВАННЫЕ АКТИВЫ

•Здания, сооружения

+ Машины, станки, оборудование

+ Нематериальные активы (патенты, лицензии...)

+

ФИНАНСОВО-ЭКСПЛУАТАЦИОННЫЕ

ПОТРЕБНОСТИ

Запасы сырья и готовой продукции

+ Долговые права к клиентам

– Долевые обязательства поставщикам

Финансово-эксплуатационные потребности принято исчислять в процентах к обороту

(объему продаж, выручке от реализации), например ФЭП =... процентов от оборота, или во

времени относительно оборота, например, ФЭП эквивалентны ... дням, месяцам оборота:

ФЭП \* 360 дней / ОБОРОТ

Желательно, чтобы “кредит” поставщиков с лихвой перекрывал клиентскую

задолженность. Тогда у предприятия в каждый данный момент оказывается денежных средств

даже больше, чем необходимо для обеспечения бесперебойности производства. Но как же

добиться отрицательной величины финансово-эксплуатационных потребностей? Задача эта

67

сводится к расчету разумной длительности отсрочек платежей по поставкам сырья (услугам

других организаций) и реализации готовой продукции (услуг). Вскоре мы сделаем такой расчет,

но прежде отметим, что величина ФЭП неодинакова для различных отраслей и даже для

предприятий одной и той же отрасли.

На ФЭП оказывают влияние :

• длительность эксплуатационного цикла (чем быстрее сырье превращается в готовую

продукцию, тем меньше иммобилизация денежных средств в запасах);

• темпы роста производства, поскольку финансово-эксплуатационные потребности

вытекают непосредственно из величины оборота, то и величина их будет изменяться параллельно

динамике оборота;

• величина добавленной стоимости (чем меньше добавленная стоимость, тем в большей

степени “кредит” поставщиков может компенсировать клиентскую задолженность. Парадокс

заключается в том, что при высокой НОРМЕ ДОБАВЛЕННОЙ СТОИМОСТИ (ДС / ОБОРОТ) \*

100%) и, казалось бы, небольшой степени зависимости предприятия от закупок сырьем, фирме

приходится просить своих поставщиков о более длительных отсрочках платежей.

Попробуем на небольшом примере показать расчет разумной длительности отсрочек по

клиентской задолженности, с одной стороны, и по платежам поставщикам, с другой стороны.

Два предприятия – А и В – получают 1 месяц отсрочки платежа по поставкам сырья и, в

свою очередь, предоставляют клиентам 1-месячные отсрочки. Идеальная ситуация? Нет! Если

месячный оборот предприятия А составляет 100 тыс. руб., а стоимость потребляемого сырья – 50

тыс. руб., то клиентская задолженность перекрывается кредитом поставщиков лишь наполовину:

100000 руб.( клиентская задолженность, или 1 мес. \* месячный оборот) –

50000 руб.( кредит поставщиков, или 1 мес. \* месячный объем закупок сырья) =

50000 руб.

У предприятия В с таким же месячным оборотом (100 тыс. руб.), но с меньшим

потреблением сырья (25 тыс. руб.) и большей нормой добавленной стоимости выходит:

100 тыс. руб. – 25 тыс. руб. = 75 тыс. руб.

Следовательно, предприятию А необходима 2-месячная отсрочка по платежам

поставщикам, чтобы компенсировать 1-месячную отсрочку клиентам..., а для более эффективно

работающего предприятия В это соотношение равно 4÷1. Далее, чтобы величина ФЭП стала

отрицательной и превратилась в источник финансирования, предприятию А нужно просить у

поставщиков 2,5 – 3 месяца отсрочек, а предприятию Б – 4.5, 5 и даже 6 месяцев. Ужесточение же

сроков расчета с клиентами грозит осложнениями в сбыте продукции.

Но не будем впадать в депрессию. Чтобы “обернуться” по срокам выплат и поступлений,

предприятие может прибегнуть к банковскому кредиту либо к учету векселей, либо к такой форме

финансирования текущих потребностей как факторинг.

Делая выводы из материала этой главы, отметим одно очень важное ПРЕИМУЩЕСТВО

МАЛЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ: ОТРИЦАТЕЛЬНОЕ ЗНАЧЕНИЕ ВЕЛИЧИНЫ ФЭП. Таким

предприятиям легче удается “поменять знак” величины финансово-эксплуатационных

потребностей благодаря невысокой норме добавленной стоимости и удачному соотношению в

сроках платежей по закупкам сырья, с одной стороны, и поступлений за готовую продукцию, с

другой стороны. Тогда “кредит” поставщиков не только покрывает средства, замороженные в

запасах, и клиентскую задолженность, но и порождает ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЙ ИСТОЧНИК

ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЛЯ ПРЕДПРИЯТИЯ.

3. Определение чистой рентабельности собственных средств.

4. Уровень эффекта финансового рычага (первая концепция).

первая концепция расчета эффекта позволяет определить безопасную величину и условия кредита

Эффект финансового рычага рассмотрим на примере двух предприятий с одинаковым уровнем экономической

рентабельности, %. Различия между предприятиями в том, что одно из них А не пользуется кредитами и не выпускает

облигаций, а другое Б привлекает заемные средства.

 У предприятия А: актив – 1000 млн. р., пассив – 1000 млн. р. У предприятия Б актив – 1000 млн. р., пассив – 500 млн. р.

собственных средств и 500 млн. р. заемных средств (кредитов и займов).

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

 Если эти предприятия не платят налогов, то выходит, что предприятие А получает 200 млн. р. исключительно благодаря

эксплуатации собственных средств, которые покрывают весь актив. Рентабельность (отдача) собственных средств

предприятия А составляет:

 200 млн. р.

 РА = ⋅ 100 = 20 %.

 1000 млн. р.

 Предприятие Б должно выплатить проценты по задолженности (допустим 15 %) – 500 ⋅ 0,15 = 75 млн. р.

 Тогда рентабельность собственных средств предприятия Б будет равна

 РБ =

 (200 − 75) ⋅ 100 = 25 %.

 500

 В результате различной структуры финансовых источников предприятия имеет различную рентабельность собственных

средств. Эта разница в пять процентных пунктов и есть уровень эффекта финансового рычага (ЭФР).

 Эффект финансового рычага – это приращение к рентабельности собственных средств, получаемое благодаря

использованию кредита, несмотря на платность последнего.

 Введем в расчеты налогообложение прибыли по условной ставке одна треть и произведем расчеты. По логике должны

получиться принципиально такие же результаты так как и проценты за кредит и налоги составляют обязательные платежи из

наработанного предприятием экономического эффекта.

Видно, что у предприятия Б чистая рентабельность выше на 3,3 пункта, чем у предприятия А, только лишь за счет иной

финансовой структуры пассива.

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

налогообложения прибыли.

 • Предварительные выводы.

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

экономической рентабельности

 РСС = 2/3 ЭР.

 где РСС – чистая рентабельность собственных средств.

 2 Предприятие, использующие кредит, увеличивает либо уменьшает рентабельность собственных средств, в

зависимости от соотношения собственных и заемных средств в пассиве и от величины процентной ставки. Тогда и возникает

эффект финансового рычага

 РСС = 2/3 ЭР + ЭФР

 Для компенсации налоговых изъятий приростом собственных средств необходимо рассмотреть механизм действия

финансового рычага. Этот эффект возникает из-за расхождения между экономической рентабельностью и “ценой” заемных

средств – средней расчетной ставкой процента (СРСП), т.е. предприятие должно наработать такую экономическую

рентабельность, чтобы хватило средств для уплаты хотя бы процентов за кредит.

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

 Все фактические финансовые

 издержки по всем кредитам

 Средняя расчетная за анализируемый период

 = ⋅ 100 .

 ставка процента Общая сумма заемных средств,

 используемых в анализируемом

 периоде

 • Необходимо помнить, что проценты по кредитам банков относятся по действующему законодательству, на

себестоимость продукции в пределах устанавливаемого ЦБ норматива, увеличенного на три пункта, остальная часть

относится на прибыль после налогообложения.

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

 • Эффект финансового рычага можно разделить на две составляющие:

 – дифференциал – разница между ЭР активов и средней расчетной ставкой процента по заемным средствам. Из-за

 2

налогообложения от дифференциала остается лишь две трети (1/3 ставка налогообложения прибыли), т.е. (ЭР − СРСП ) .

 3

 – плечо финансового рычага – характеризует силу воздействия финансового рычага. Это соотношение между заемными

(ЗС) и собственными средствами (СС). Тогда эффект финансового рычага с учетом обеих составляющих

 Уровень эффекта финансового рычага

 =

 ЭФР

 2 плечо финансового

 = дифференциала ×

 3 рычага

или

 2

 Уровень ЭФР = (ЭР − СРСП ) ЗС .

 3 СС

 По нашим данным

 2

 ЭФР = (20 % − 15 % ) 500 = 3,3 % .

 3 500

 Таким образом:

 – первый способ расчета уровня эффекта финансового рычага

  ставка налого −  ЗС

  обложения прибыли  (ЭР − СРСП ) СС .

 ЭФР = 1 − 

  

 2

 Формула РСС = ЭР + ЭФР дает возможность определить безопасный уровень объема заемных средств.

 3

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

финансового рычага.

 При наращивании заемных средств финансовые издержки по обслуживанию долга увеличиваются, растет средняя

расчетная ставка процента и ведет к сокращению дифференциала.

 Сокращение дифференциала указывает на то, что риск банкира увеличился, а для предприятия это выгодно (например,

 1500

предприятие Б доведет плечо рычага до = 3 ) даже при росте средний расчетной ставке процента (например, с 15 % до

 500

18 %)

 2 1500

 (20 % − 18 %) =4%

 3 500

 Два важнейших правила.

 1 Если новое заимствование приносит предприятию увеличение уровня эффекта финансового рычага, то такое

заимствование выгодно. При этом необходимо следить за состоянием дифференциала. Если дифференциал становится

отрицательным, то он снижает уровень рентабельности собственных средств. Например, в нашем случае при СРСП > 20 %

 2

 ЭФР = (20 % − 22 % ) 3 = −4 % .

 3

 2

 Тогда РСС = 20 % + (−4) = 9,3 против 13,3 %.

 3

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

дифференциал, тем больше риск.

 • Главный вывод в управлении соотношением собственных и заемных средств:

 Разумный финансовый менеджер не станет увеличивать любой ценой плечо финансового рычага, а будет регулировать

его в зависимости от дифференциала.

 А Дифференциал не должен быть отрицательным.

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

рентабельности активов.

5. Факторы, определяющие возрастание ЭФР.

6. Рациональная заемная политика.

Рациональная заемная политика – в этом случае пойдет речь не о бухгалтерском, а об аналитическом баланса,

т.е. балансе, который используется для ниже приведенных расчетов. Составляется он таким образом:

 а) берется средняя величина источников собственных средств: (первый раздел пассива плюс резервы, минус убытки,

минус расчеты с учредителями, проходящие по активу);

 б) из Приложения к балансу берется вся сумма заемных средств, которой располагало предприятие в данном периоде

(без кредиторской задолженности);

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

принимается равным пассиву.

 • Главный принцип составления аналитического баланса – уловить абсолютно все заимствования предприятия за

период анализа, а не только те, что отражаются в отчетном балансе.

7. Варианты и условия привлечения заемных средств, графическая интерпретация.

8. Эффект финансового рычага (вторая концепция).

позволяет определить степень финансового риска, и используется для расчета совокупного риска предприятия

Эффект финансового рычага можно также трактовать как изменение чистой прибыли на каждую обыкновенную акцию

(в процентах), происходящее за счет изменения нетто-результата эксплуатации инвестиций (в процентах). Это характерно

для американской школы финансового менеджмента.

 Сила воздействия финансового рычага рассчитывается следующим образом:

 Изменение процента чистой

 Сила воздействия прибыли на акцию

 = ,

 финансового рычага Изменение процента НРЭИ

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

 процент.

 Формулу можно преобразовать

 Сила ∆НРЭИ(1 − ставка налогообложения прибыли )

 воздействия количество обыкновенных акций

 = ×

 финансового  ставка налого - 

  обложения прибыли 

 1 − 

 рычага

 (НРЭИ − прoценты за кредит )  количество обык - 

 новенных акций

 НРЭИ ∆ HPЭP НРЭИ

 × = =

 ∆ НPЭИ НРЭИ − проценты за кредит ∆ HРРЭ

 НРЭИ

 = =

 НРЭИ − проценты за кредит

 Балансовая Проценты за

 +

 прибыль кредит Проценты за кредит

 = = 1+ .

 Балансовая прибыль Балансовая прибыль

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

предприятия А.

 Для предприятия Б

 Сила воздействия 200

 = = 1,6 .

 финансового рычага 200 − 75

 Выводы:

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

 1 Возрастает риск невозмещения кредита с процентами для банкира.

 2 Возрастает риск падения дивиденда и курса акций для инвестора.

 3 Данная формула не дает ответа на вопрос о безопасной величине и условиях заимствования. Это решается с

помощью первой формулы.

9. Финансовый риск.

Под финансовым риском предприятия понимается вероятность возникновения неблагоприятных финансовых последствий в форме потери дохода и капитала в ситуации неопределенности условий осуществления его финансовой деятельности.

Финансовые риски предприятия характеризуются большим многообразием и в целях осуществления эффективного управления ими классифицируются по следующим основным признакам:

1. По видам. Этот классификационный признак финансовых рисков является основным параметром их дифференциации в процессе управления. Характеристика конкретного вида риска одновременно дает представление о генерирующем его факторе, что позволяет "привязать" оценку степени вероятности возникновения и размера возможных финансовых потерь по данному виду риска к динамике соответствующего фактора. Видовое разнообразие финансовых рисков в классификационной их системе представлено в наиболее широком диапазоне. При этом следует отметить, что появление новых финансовых инструментов и другие инновационные факторы будут соответственно порождать и новые виды финансовых рисков.

На современном этапе к числу основных видов финансовых рисков предприятия относятся следующие:

Риск снижения финансовой устойчивости(или риск нарушения равновесия финансового развития). Этот риск генерируется несовершенством структуры капитала (чрезмерной долей используемых заемных средств), порождающим несбалансированность положительного и отрицательного денежных потоков предприятия по объемам. Природа этого риска и формы его проявления рассмотрены в процессе изложения действия финансового левериджа. В составе финансовых рисков о степени опасности (генерированные угрозы банкротства предприятия) этот вид риска играет ведущую роль.

Риск неплатежеспособности предприятия. Этот риск генерируется снижением уровня ликвидности оборотных активов, порождающим разбалансированность положительного и отрицательного денежных потоков предприятия во времени. По своим финансовым последствиям этот вид риска также относится к числу наиболее опасных.

Инвестиционный риск. Он характеризует возможность возникновения финансовых потерь в процессе осуществления инвестиционной деятельности предприятия. В соответствии с видами этой деятельности разделяются и виды инвестиционного риска - риск реального инвестирования и риск финансового инвестирования. Все рассмотренные виды финансовых рисков, связанных с осуществлением инвестиционной деятельности, относятся к так называемым "сложным рискам", подразделяющимся в свою очередь на отдельные их подвиды. Так, например, в составе риска реального инвестирования могут быть выделены риски несвоевременного завершения проектно-конструкторских работ; несвоевременного окончания строительно-монтажных работ; несвоевременного открытия финансирования по инвестиционному проекту; потери инвестиционной привлекательности проекта в связи с возможным снижением его эффективности и т.п. Так как все подвиды инвестиционных рисков связаны с возможной потерей капитала предприятия, они также включаются в группу наиболее опасных финансовых рисков.

Инфляционный риск. В условиях инфляционной экономики он выделяется в самостоятельный вид финансовых рисков. Этот вид риска характеризуется возможностью обесценения реальной стоимости капитала (в форме финансовых активов предприятия), а также ожидаемых доходов от осуществления финансовых операций в условиях инфляции. Так как этот вид риска в современных условиях носит постоянный характер и сопровождает практически все финансовые операции предприятия, в финансовом менеджменте ему уделяется постоянное внимание.

Процентный риск. Он состоит в непредвиденном изменении процентной ставки на финансовом рынке (как депозитной, так и кредитной). Причиной возникновения данного вида финансового риска (если элиминировать раннее рассмотренную инфляционную его составляющую) является изменение конъюнктуры финансового рынка под воздействием государственного регулирования, рост или снижение предложения свободных денежных ресурсов и другие факторы. Отрицательные финансовые последствия этого вида риска проявляются в эмиссионной деятельности предприятия (при эмиссии как акций, так и облигаций), в его дивидендной политике, в краткосрочных финансовых вложениях и некоторых других финансовых операциях.

Валютный риск. Этот вид риска присущ предприятиям, ведущим внешнеэкономическую деятельность (импортирующим сырье, материалы и полуфабрикаты и экспортирующим готовую продукцию). Он проявляется в недополучении предусмотренных доходов в результате непосредственного взаимодействия изменения обменного курса иностранной валюты, используемой во внешнеэкономических операциях предприятия, на ожидаемые денежные потоки от этих операций. Так, импортируя сырье и материалы, предприятие проигрывает от повышения обменного курса соответствующей иностранной валюты по отношению к национальной. Снижение же этого курса определяет потери предприятия при экспорте готовой продукции.

Депозитный риск. Этот риск отражает возможность невозврата депозитных вкладов (непогашения депозитных сертификатов). Он встречается относительно редко и связан с неправильной оценкой и неудачным выбором коммерческого банка для осуществления депозитных операций предприятия. Тем не менее случаи реализации депозитного риска встречаются не только в нашей стране, но и в странах с развитой рыночной экономикой.

Кредитный риск. Он имеет место в финансовой деятельности предприятия при предоставлении товарного (коммерческого) или потребительского кредита покупателям. Формой его проявления является риск неплатежа или несвоевременного расчета за отпущенную предприятием в кредит готовую продукцию, а также превышения расчетного бюджета по инкассированию долга.

Налоговый риск. Этот вид финансового риска имеет ряд проявлений: вероятность введения новых видов налогов и сборов на осуществление отдельных аспектов хозяйственной деятельности; возможность увеличения уровня ставок действующих налогов и сборов; изменение сроков и условий осуществления отдельных налоговых платежей; вероятность отмены действующих налоговых льгот в сфере хозяйственной деятельности предприятия. Являясь для предприятия непредсказуемым (об этом свидетельствует современная отечественная фискальная политика), он оказывает существенное воздействие на результаты его финансовой деятельности.

Структурный риск. Этот вид риска генерируется неэффективным финансированием текущих затрат предприятия, обуславливающим высокий удельный вес постоянных издержек в общей их сумме. Высокий коэффициент операционного леверидж при неблагоприятных изменениях конъюнктуры товарного рынка и снижении валового объема положительного денежного потока по операционной деятельности генерирует значительно более высокие темпы снижения суммы чистого денежного потока по этому виду деятельности (механизм проявления этого вида риска подробно рассмотрен при изложении вопроса операционного левереджа).

Криминогенный риск. В сфере финансовой деятельности предприятий он проявляется в форме объявления его партнерами фиктивного банкротства; подделки документов, обеспечивающих незаконное присвоение сторонними лицами денежных и других активов; хищения отдельных видов активов собственным персоналом и другие. Значительные финансовые потери, которые в связи с этим несут предприятия на современном этапе, обуславливают выделение криминогенного риска в самостоятельный вид финансовых рисков.

Прочие виды рисков. Группа прочих финансовых рисков довольно обширна, но по вероятности возникновения или уровню финансовых потерь она не столь значима для предприятий, как рассмотренные выше. К ним относятся риски стихийных бедствий и другие аналогичные "форс-мажорные риски", которые могут привести не только к потере предусматриваемого доъода, но и части активов предприятия (основных средств; запасов товарно-материальных ценностей); риск несвоевременного осуществления расчетно-кассовых операций (связанный с неудачным выбором обслуживающего коммерческого банка); риск эмиссионный и другие.

10. Формирование рациональной структуры источников средств предприятия. Целевая установка.

Одна главнейших проблем финансового менеджмента состоит в формировании рациональной структуры источников средств предприятия в целях финансирования необходимых объемов затрат и обеспечения желательного уровня доходов.

Известны два вида источников пополнения средств предприятия: внешние — за счет заимствований и эмиссии акций — и внутренние — за счет нераспре­деленной прибыли. Данные виды финансирования тесно взаимозависимы. Это не означает, тем не менее, взаимозаменяемости. Так, внешнее долговое финансирование ни в коем случае не должно подменять привлечение и использование собственных средств. Только достаточный объем собственных средств может обеспечивать развитие предприятия и укреплять его независимость, а также свидетельствовать о намерении акционеров разделять связанные с предприятием риски и подпитывать тем самым доверие партнеров, поставщиков, клиентов и кредиторов.

Внося прямой вклад в финансирование стратегических потребностей предприятия, собственные средства одновременно становятся важным козырем в финансовых взаимоотношениях предприятия со всеми персонажами рынка.

Почему, например, банкир, рассматривая баланс предприятия, прежде всего обращает внимание на уже достигнутое соотношение между заемными и собственными средствами? Потому что в критической ситуации именно собственные средства способны стать обеспечением кредита.

При достаточных собственных средствах увеличение плеча финансового рычага может не сопровождаться сильным снижением дифференциала. Уровень эффекта финансового рычага и дивидендные возможности предприятия возрастают. Одновременно увеличивается курс его акций и потенциал привлечения новых собственных средств. Это, в свою очередь, повышает заемные потенции предприятия и ... все начинается сначала.

Но не будем принижать и роль заемных средств в жизни предприятия. Задолженность смягчает конфликт между администрацией и акционерами, уменьшая акционерный риск, но обостряет конфликт между акционерами и кредиторами. Противостояние между акционерами и руководством предприятия порождается неодинаковым отношением к собственности.

Во-первых, руководители склонны к наращиванию своей доли в доходе предприятия (престижные расходы, суперзарплаты и т. п.). Вряд ли это соответствует коренным интересам акционеров.

Во-вторых, связывая с предприятием судьбу, вкладывая в него свой человеческий капитал, руководители становятся более чувствительными к изменчивости доходов предприятия, чем акционеры, которым легче диверсифицировать свои капиталовложения. Поэтому администрация обычно тяготеет к выбору менее рискованных, но и менее рентабельных проектов, не оправдывающих надежды акционеров на повышенный дивиденд.

В-третьих, поскольку горизонт руководителей ограничен их присутствием на фирме, они часто отдают предпочтение краткосрочным проектам в ущерб долгосрочной стратегии предприятия.

В рыночной экономике существуют, однако, механизмы примирения этих противоречий, например, система бухгалтерского учета, отчетности и аудита облегчает акционерам контроль над управлением предприятием. Есть и возможности стимулирования руководителей, основанные на приобщении их к собственности (право приобретения акций или опционов и др.). Наконец, обладая правом голоса, акционеры могут отклонять нежелательные решения ад­министрации. Все это внутренние механизмы смягчения конфликта между акционерами и администрацией. Но есть и внешние. В частности, финансовый и товарный рынки и рынок труда ограничивают отклонения администрации от разумной линии управления предприятием. Наличие задолженности заставляет руководителей быть гибкими, сведущими, расторопными, чтобы избежать банкротства и увольнения. Снижая для себя риск остаться без работы, руководители должны способствовать улучшению финансовых результатов предприятия.

Теперь — о причинах конфликтов между акционерами и кредиторами.

Первая причина таится в дивидендной политике. Увеличение дивидендов при уменьшении нераспределенной прибыли ведет к относительному снижению собственных средств предприятия по сравнению с заемными. К тому же приводят и привлечение новых кредитов и выпуск привилегированных акций. Это увеличивает риск банкира и влечет за собой своеобразную «девальвацию» выданных им ссуд.

Вторая причина связана с тем, что при чрезвычайно высоком уровне задолженности у предприятия возникает повышенный риск банкротства. В такой ситуации акционеры склонны идти «ва-банк», выбирая самые рискованные проекты. Кредиторов же это никак не устраивает. Если ко всему этому добавляется тяготение администрации к наименее рискованным проектам, то руководители предприятия оказываются не на стороне акционеров, а на стороне кредиторов!

Наконец, третья причина: если при эмиссии облигаций новые заемные средства привлекаются на более выгодных для инвесторов условиях, чем предшествующие, то ранее выпущенные облигации могут претерпеть падение курса.

И вновь: в рыночной экономике существуют механизмы смягчения этих противоречий. Широко известный способ — выпуск таких финансовых активов, которые позволяют держателям облигаций стать акционерами, т. е. тоже владельцами предприятия (облигации, конвертируемые в акции, облигации с подписными купонами и пр.). В англосаксонских странах практикуется четкое очерчивание, а по существу — ограничение прав акционеров в области инвестиций, финансирования и распределения, фиксируемое непосредственно в Уставе и в Учредительном договоре. Наконец, предприятия могут последовательно проводить политику постоянного возобновления заемных средств, привлекаемых на краткосрочной основе на цели долгосрочного финансирования. Тогда при каждом очередном исправном возмещении кредитов или погашении облигаций кредиторы убеждаются в добропорядочности руководства предприятия и в чистоте целей акционеров.

По идее, когда соотношение между заемными и собственными средствами для данного юридического лица ограничивается законодательно установленными нормативами ликвидности (такому регулированию подвергаются в нашей стране в основном банки), то возможности привлечения заемных средств оказываются суженными. Иногда ограничивают эти возможности и затверженные учредителями в уставных документах положения. Наконец, и это самое главное, условия денежного и финансового рынков могут сдерживать свободу финансового маневра предприятия. Поэтому предприятие вне экстремальных условий не должно полностью исчерпывать свою заемную способность. Всегда должен оставаться резерв «заемной силы», чтобы в случае необходимости покрыть недостаток средств кредитом без превращения дифференциала финансового рычага в отрицательную величину. Опытные финансовые менеджеры в США считают, что лучше не доводить удельный вес заемных средств в пассиве более чем до 40% — этому положению соответствует плечо финансового рычага 0,67. При таком плече рычага фондовый рынок обычно максимально оценивает курсовую стоимость акций предприятия.

В формировании рациональной структуры источников средств исходят обычно из самой общей целевой установки: найти такое соотношение между заемными и собственными средствами, при котором стоимость акции предприятия будет наивысшей. Это, в свою очередь, становится возможным при достаточно высоком, но не чрезмерном эффекте финансового рычага. Уровень задолженности служит для инвестора чутким рыночным индикатором благо­получия предприятия. Чрезвычайно высокий удельный вес заемных средств в пассивах свидетельствует о повышенном риске банкротства. Когда же предприятие предпочитает обходиться собственными средствами, то риск банкротства ограничивается, но инвесторы, получая относительно скромные дивиденды, считают, что предприятие не преследует цели максимизации прибыли, и начинают сбрасывать акции, снижая рыночную стоимость предприятия.

Итак, для зрелых, давно работающих компаний новая эмиссия акций расценивается обычно инвесторами как негативный сигнал, а привлечение заем­ных средств — как благоприятный или нейтральный. Это, кстати говоря, еще один аргумент в пользу того, что предприятию не стоит до конца использовать свою заемную способность, необходимо сохранять резерв финансовой гибкости, чтобы всегда иметь возможность привлечь кредиты, займы на нормальных условиях

11. Внешнее и внутреннее финансирование.

Известны два вида источников пополнения средств предприятия: внешние — за счет заимствований и эмиссии акций — и внутренние — за счет нераспре­деленной прибыли. Данные виды финансирования тесно взаимозависимы. Это не означает, тем не менее, взаимозаменяемости. Так, внешнее долговое финансирование ни в коем случае не должно подменять привлечение и использование собственных средств. Только достаточный объем собственных средств может обеспечивать развитие предприятия и укреплять его независимость, а также свидетельствовать о намерении акционеров разделять связанные с предприятием риски и подпитывать тем самым доверие партнеров, поставщиков, клиентов и кредиторов.

12. Основные способы внешнего финансирования. Преимущества и недостатки.

13. Сравнительный анализ чистой рентабельности собственных средств и чистой прибыли в расчете на акцию.

14. Расчет порогового (критического) значения нетто-результата эксплуатации инвестиций.

15. Критерии формирования рациональной структуры средств предприятия.

16. Финансовый менеджмент об основных подходах к максимизации прибыли.

17. Классификация затрат предприятия: постоянные переменные. Практическая польза.

**Классификация затрат** – разнесение затрат по определенным признакам. Это средство для

решения задач управления: принимая решение, руководитель должен четко представлять себе все

его последствия. Чтобы принять правильное решение, руководителю важно знать, какие затраты и

выгоды оно за собой повлечет.

Перед предпринимателем всегда встает задача определения оптимального объема продаж

продукции, выпускаемой на его предприятии. Различные объемы выпуска товаров требуют

разных по объему и структуре издержек. Изменение объема выпуска или реализации любого

вида продукции связано с изменением прибыли, поэтому, принимая решение, руководитель

должен представлять как оно отразиться на затратах и выручке.

В этом случае категорию издержек нельзя рассматривать как некий монолит, отдельные

структурные элементы которого подчиняются тем же законам, что и целое. Становится

необходимым выделение из валовых (совокупных) издержек постоянных и переменных

издержек.

*Релевантной* является та часть затрат и выгод, которая изменяется при изменении объема

производства данной продукции.

В этой связи затраты разделяют на следующие виды:

• ***Постоянные издержки*** (FC – от англ. Fixed Costs) – в относительно короткие

промежутки времени не зависят от объема выпуска.

Они не изменяются в пределах установленной производственной мощности**5** и,

соответственно, изменяются скачкообразно при изменении производственной мощности

(рисунок 2). Могут контролироваться в долговременном периоде. Постоянные издержки по своей экономической природе являются затратами на создание условий для конкретной

деятельности. К ним относятся расходы по содержанию зданий, помещений, арендная плата,оплата труда административного аппарата, отчисления на обязательное страхование

имущества, амортизационные отчисления и пр.;

• ***Переменные издержки*** (VC – от англ. Variable Costs)– изменяются пропорционально

объему выпуска продукции;

Экономическая природа переменных издержек – это затраты на практическое осуществление деятельности, ради которой создана

фирма. К ним относятся затраты на сырье, материалы, топливо, газ и электроэнергия, расходы на оплату труда (в их переменной

составляющей).

• ***Смешанные*** – включающие в себя постоянную и переменную части:

На каждом предприятие разграничение затрат на постоянные u1080 и переменные происходит посредством анализа конкретных статей,

определяющих предпринимательские издержки и формирующих цену предприятия.

5 **Производственная мощность** – максимальные возможности предприятия по выпуску продукции

80

• ***Совокупные (валовые) издержки*** (ТС – от англ. Total Costs) представляют собой все предпринимательские расходы, связанные с

валовым выпуском продукции, это сумма постоянных и переменных издержек предприятия.

*F = a0; V = a1Q; M = b1Q + b0*, (1)

где *F, V, M* – постоянные, переменные и смешанные затраты на весь объем выпуска *Q* (соответственно).

Анализ формул показывает, что зависимость затрат на единицу продукции является линейной.

Постоянные, переменные и смешанные затраты на единицу продукции (удельные) находят делением соответствующих затрат (1) на объем

выпуска:

*f = a0 / Q;*

*v = a1 = const;*

*m = b1 + b0 / Q.*

Для того чтобы выделить постоянные и переменные затраты, нужно определить:

• период времени, когда возникают затраты;

• интервал объемов выпуска (выход валовой продукции).

0 Q, тыс.руб.

Постоянные затраты, млн.руб.

Рисунок 2 – Постоянные затраты на длительном периоде времени

*Руководитель может управлять не только переменными затратами, но и постоянными*.

Постоянные затраты не зависят от объема производства, но могут изменяться под воздействием

других факторов (например, затраты на содержание заводской столовой являются постоянными

относительно объема выпуска, но зависят от числа работников). В связи с этим полезно

проанализировать все факторы, от которых зависят затраты (*cost drivers*), чтобы определить, от

каких факторов зависят данные затраты и каковы параметры этой зависимости (коэффициенты

пропорциональности).

Примером затрат, изменяющихся пропорционально факторам, отличным от объема

выпуска, представлены в таблице. 3.

Воздействуя на факторы (таблица 3), менеджер может управлять постоянными затратами. Зависимость затрат от перечисленных факторов не

всегда является линейной.

Таблица 3 – Влияние некоторых факторов на затраты

***Факторы, влияющие на***

***затраты***

***Виды затрат***

Площадь помещения

Стоимость имущества

Количество работников

Количество заказов

Количество переналадок

Фонд времени работы

оборудования

Арендная плата

Страхование

Затраты на содержание столовой

Затраты на оформление заказов

Затраты на переналадку оборудования

Затраты на проведение технического осмотра

оборудования

Важно иметь ввиду, что общие (приходящиеся на весь объем производства) и удельные (на единицу продукции) затраты при изменении объема

производства ведут себя по разному (таблица 4)

18. Основные методы дифференциации издержек.

19. Дифференциация издержек методом максимальной и минимальной точки. Алгоритм.

20. Операционный анализ. Ключевые элементы ключевого анализа.

21. Сила воздействия операционного рычага.

22. Определение валовой маржи.

23. Безубыточность производственного предприятия и торгово-посреднической организации.

24. Планирование рентабельности на основе запаса финансовой прочности.

25. Разработка ассортиментной политики фирм.

26. Уровень и динамика ключевых показателей операционного анализа.

27. Вопросы сочетания постоянных и переменных затрат и интерпретация результатов (при росте выручки от реализации и неизменных постоянных затратах).

28. Варианты сочетания постоянных и переменных затрат и интерпретация результатов (при данной выручке от реализации и переменных затратах).

29. Основные источники предпринимательского риска.

30. Определение совокупности риска, связанного с предприятием. Взаимодействие операционного и финансового рычагов.

31. Задачи снижения совокупного предпринимательского риска.

32. Внутренние темпы роста собственных средств как соотношение между нормой распределения прибыли и увеличением собственных средств.

33. Основные этапы разработки дивидендной политики в сочетании с финансовым прогнозированием.

34. Задачи комплексного оперативного управления текущими активами и пассивами предприятия.

35. Экономическое содержание финансово-эксплуатационных потребностей.

36. Планирование и контроль уровня запасов.

37. Современные методы оборачиваемости оборотных средств.

38. Формирование прибыли предприятия в условиях риска.

39. Анализ чувствительности финансовых результатов коммерческой деятельности к изменениям цены и структуры затрат.

40. Прогнозирование вероятности банкротства.

41. Опыт стран развитого рынка в прогнозах банкротства на основе двух- и пятифакторной моделей.

42. Пятифакторная модель Э. Альтмана.

43. Определение экономической стоимости предприятия.