

Московский государственный технический университет
гражданской авиации

Репина О.В.

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Пособие по изучению дисциплины
для студентов 5-го курса специальности
061100 дневной формы обучения

Москва - 2001.

Введение

Финансовый менеджмент по определению известного американского ученого в области экономики и финансов, профессора Калифорнийского университета **Джеймса К. Ван Хорна** это управление финансами. По сути дела это то же самое, что управление финансовой деятельностью предприятия

(фирмы). Такое определение дает другой известный французский ученый, профессор Университета Дофин (Париж) **Бернар Коласс**.

Прежде, чем приступить к изучению дисциплины “Финансовый менеджмент” хотелось бы отметить, как появилась эта дисциплина, каковы цели ее изучения, какова роль полученных знаний в рамках данного курса для экономистов и финансистов в их практической деятельности.

С 1920 - х годов в нашей стране всячески поощрялся курс анализа хозяйственной деятельности, который иногда называли экономическим анализом. Во всех экономических вузах создавались кафедры, огромными тиражами издавались учебники. Каждый новый вариант типовой учебной программы включал все больше число часов по этой дисциплине. Однако анализ хозяйственной деятельности почти не касался вопросов, связанных с управлением финансовой деятельностью предприятий, и этот курс оказался неприемлемым при переходе нашей страны к рыночной экономике. Вот почему именно в области анализа, как ни в какой другой отрасли экономических знаний, необходимо восприятие опыта экономически развитых стран.

Финансовый анализ позволяет наиболее рационально распределить материальные, трудовые и финансовые ресурсы как

отдельно взятого предприятия, компании (микроуровень), так и экономики в целом, т.е. на макроуровне. Известно, что любые ресурсы ограничены, и добиться максимального эффекта можно не только за счет регулирования их объема, но и путем оптимального (по критерию достижения поставленной предприятием цели) соотношения разных ресурсов.

Знания по финансовому анализу необходимы руководителям предприятий и компаний, инвесторам и бухгалтерам, статистикам и экономистам, но больше всего они нужны **финансовым директорам.**

Финансовый директор играет все большую роль в развитии современной фирмы. В первой половине нашего века финансовые директора западных фирм занимались в основном наращиванием фондов и финансовыми расчетами. В нашей же стране, когда не существовало такого разнообразия организационно-правовых форм создания предприятий, да и форма собственности практически была одна - государственная, такая должность как финансовый директор отсутствовала. В 50-е годы с распространением концепции “текущей стоимости” (т.е. современной оценки фондов) круг ответственности финансовых директоров (на западе) расширился прежде всего за счет принятия решения по выбору проекта капитальных вложений. У нас в стране и в это время, по-прежнему, царила командно-административная экономика, и вопросы эффективности капитальных вложений подчас решались далеко не профессионалами. Усиление влияния внешних факторов, таких, как конкуренция, технологические изменения, инфляция и изменчивость процентных ставок, неопределенность экономической ситуации, заставляют **анализировать едва ли не ежедневные данные.** Понятно, что чем больше изменчивость явления, тем чаще его

следует наблюдать, или как сейчас модно говорить проводить мониторинг. Финансовый директор должен уметь адаптироваться к изменяющейся обстановке. В этом состоит условие выживания любой фирмы. То есть, **условия выживания любой фирмы - умение адаптироваться к изменяющейся обстановке.**

В результате изучения курса "Финансовый менеджмент" студенты должны овладеть знаниями об управленческом учете на предприятии, об особенностях реализации инвестиционных проектов, об управлении активами предприятия, о дивидендной политике, о специфических методах работы с оборотными средствами и денежными активами, об отношениях с банками через методы финансового управления и о многом, многом другом.

Данное пособие содержит порядок изучения курса, его структуру, методические указания по изучению теоретических основ курса, а также более глубокое раскрытие наиболее сложных тем курса.

Программа и методические указания по темам курса "Финансовый менеджмент".

Содержание дисциплины:

1. Основные понятия, информационная база и математический аппарат финансового менеджмента.

1.1. Учет и отчетность - информационная основа финансового менеджмента.

1.2. Математические основы финансового менеджмента.

1.3. Терминология и базовые показатели финансового менеджмента.

2. Логика функционирования финансового механизма предприятия.

2.1. Эффект финансового рычага. Финансовый риск.

2.2.Эффект операционного рычага. Предпринимательский риск.

2.3.Распределение прибыли. Дивидендная политика и политика развития производства.

3.Стратегический и оперативно-тактический финансовый менеджмент.

3.1.Стратегия финансового менеджмента.

3.2.Тактика финансового менеджмента.

3.3.Сочетание стратегии и тактики финансового менеджмента.

3.4.Риск-менеджмент.

4.Специальные темы финансового менеджмента

4.1.Особенности финансового менеджмента в коммерческом банке.

4.2.Финансовый менеджмент малого бизнеса.

Тема 1.Основные понятия, информационная база и математический аппарат финансового менеджмента.

Финансовая отчетность в системе финансового менеджмента. Основные показатели учета и отчетности, используемые в финансовом менеджменте. Анализ денежных потоков. Основные финансовые коэффициенты отчетности.

Методические указания.

Для принятия решения финансовому менеджеру необходимо иметь информацию о деятельности предприятия за прошлые периоды, позволяющую оценить потенциальные финансовые возможности предприятия на предстоящий период.

Основные показатели, отражающие финансовое положение предприятия, представлены в балансе.

Баланс содержит подробную характеристику ресурсов предприятия. Однако для финансового менеджмента необходимо выделить некоторые необходимые параметры, которые характеризуют эффективность решений, принятых в прошлые отчетные периоды, и являются базой предстоящих финансовых решений. К этим показателям относятся:

- * Общая стоимость активов предприятия;
- * Доли долгосрочных и краткосрочных активов в общей сумме активов;
- * Доли вложений в физические и финансовые активы в общей сумме активов;
- * Общая стоимость собственного капитала;
- * Прирост стоимости вложенного капитала;
- * Стоимость заемного капитала;
- * Доля долгосрочных и краткосрочных источников финансирования в общей сумме пассивов.

Основные финансовые коэффициенты отчетности.

В финансовом менеджменте наиболее важными признаются следующие группы финансовых коэффициентов:

1. Коэффициенты ликвидности.
2. Коэффициенты деловой активности.
3. Коэффициенты рентабельности
4. Коэффициенты платежеспособности или структуры капитала.
5. Коэффициенты рыночной активности.

В состав коэффициентов каждой группы входят:

1.КОЭФФИЦИЕНТЫ ЛИКВИДНОСТИ.

- коэффициент общей (текущей) ликвидности,
- коэффициент срочной ликвидности,
- коэффициент абсолютной ликвидности,
- чистый оборотный капитал.

Вы знаете, что существуют общепринятые международные стандарты, по которым определяются, так называемые, “безопасные” пределы этих коэффициентов. Встречаются также и отраслевые рекомендуемые нормативы, учитывающие специфику той или иной сферы экономики.

Так, считается, что коэффициент общей ликвидности должен находиться в пределах **от 1 до 2** (при анализе коэффициента особое внимание обращают на его динамику); коэффициент срочной ликвидности также должен быть выше **1** (в Российской практике нормальное значение определено как **0,7 - 0,8**); коэффициент абсолютной ликвидности в западной практике рассчитывается редко, в России его уровень считается нормальным в пределах **0,2 - 0,25**.

Что касается чистого оборотного капитала, то в анализе ликвидности предприятия его изучение имеет большое значение. **Чистый оборотный капитал** (работающий капитал или его еще называют “текущие финансовые потребности”) рассчитывается как разница между оборотными активами предприятия и его краткосрочными обязательствами. Чистый оборотный капитал необходим для поддержания финансовой устойчивости предприятия, поскольку превышение оборотных средств над краткосрочными обязательствами означает, что предприятие не только может погасить свои краткосрочные обязательства, но и

имеет финансовые ресурсы для расширения своей деятельности в будущем. Наличие чистого оборотного капитала служит для инвесторов и кредиторов положительным индикатором к вложению средств в компанию.

2. КОЭФФИЦИЕНТЫ ДЕЛОВОЙ АКТИВНОСТИ.

Коэффициенты деловой активности (показатели оборачиваемости) позволяют проанализировать, насколько эффективно предприятие использует свои средства. Как правило, к этой группе относятся различные показатели оборачиваемости. В финансовом менеджменте наиболее часто используют следующие показатели оборачиваемости:

- коэффициент оборачиваемости активов,
- коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности,
- коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности,
- коэффициент оборачиваемости материально-производственных запасов,
- длительность операционного цикла.

Помимо перечисленных коэффициентов, могут быть рассчитаны коэффициенты оборачиваемости основных средств (или фондоотдача), оборачиваемости собственного капитала и ряд показателей, характеризующих эффективность использования рабочей силы

3. КОЭФФИЦИЕНТЫ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ.

- коэффициент рентабельности всех активов предприятия (рентабельность активов),
- коэффициент рентабельности реализации (рентабельность реализации),
- коэффициент рентабельности собственного капитала (рентабельность собственного капитала).

Для оценки уровня коэффициентов оборачиваемости и рентабельности полезно сопоставить эти показатели между собой. Например, сравнить рентабельность всех активов с рентабельностью собственного капитала, рассчитанных по чистой прибыли. Разница между этими показателями обусловлена привлечением компанией внешних источников финансирования. Положительной оценки в этом случае будет заслуживать такая ситуация, при которой компания посредством привлечения заемных средств получает большие прибыли, чем должна получить процентов на этот заемный капитал.

Другим важным приемом анализа является оценка взаимозависимости рентабельности активов, рентабельности реализации и оборачиваемости активов. Если числитель и знаменатель формулы расчета коэффициента рентабельности активов умножить на объем реализации, то мы получим следующее:

$$\text{ЧП} / \text{А} = \text{ЧП} \times \text{РП} / \text{А} \times \text{РП} = \text{ЧП} / \text{РП} \times \text{РП} / \text{А},$$

где:

ЧП - чистая прибыль (после уплаты налогов);

А - стоимость всех активов компании;

РП - объем реализованной продукции.

Полученное уравнение называется **формулой ДЮПОНА**, поскольку именно компания Дюпона первой стала использовать ее в системе финансового менеджмента (до этого приоритеты финансового управления концентрировались в основном на показателе рентабельности реализации). Данная формула отражает зависимость рентабельности активов не только от рентабельности реализации, но и от оборачиваемости активов, а также показывает:

- * значение коэффициентов оборачиваемости активов для обеспечения конкурентоспособного уровня рентабельности активов;
- * значение коэффициента реализованной продукции;
- * возможность альтернативного выбора между рентабельностью реализованной продукции и скоростью оборота активов компании в процессе поиска пути сохранения или увеличения соответствующего уровня рентабельности активов.

Дробление рентабельности активов на две составляющие позволяет выявить, что является причиной недостаточно высокого уровня этого показателя: рентабельность реализации, скорость оборачиваемости, или оба этих коэффициента вместе. По результатам анализа финансовый менеджер может принять решение об увеличении рентабельности реализации, скорости оборота активов, или же повысить оба этих показателя.

Увеличение рентабельности реализации может быть достигнуто уменьшением расходов, повышением цен на реализуемую продукцию, а также повышением темпов роста объема реализуемой продукции над темпами роста расходов. Расходы могут быть снижены, например, за счет:

- использования более дешевых сырья и материалов;
- автоматизации производства в целях увеличения производительности труда (что, правда, может привести к увеличению активов и, следовательно, при прочих равных условиях снизить скорость их оборота);
- сокращения условно-постоянных расходов, таких, как расходы на рекламу, расходы на научно-исследовательские разработки, расходы на совершенствование системы управления.

Повышение цен на реализуемую продукцию также может служить средством увеличения рентабельности активов. Однако в

условиях развитой рыночной экономики это достаточно сложная задача. Только компании, имеющие ценовую власть, могут повышать цены на свою продукцию и таким образом сохранять уровень рентабельности активов даже в условиях ухудшающейся экономической конъюнктуры. Под ценой властью понимается также способность компании увеличивать издержки производства, оплачиваемые потребителем, которые не приводят при этом к усилению внутренней или внешней конкуренции, политической оппозиции, не вызывает новые законодательные акты и не провоцирует угрозу вытеснения данного продукта новым видом продукции. Обычно к таким компаниям относятся такие компании, выпускающие уникальную продукцию или оказывающие услуги, суть которых важнее, чем их цена.

Повышение скорости оборота активов может быть обеспечена посредством увеличения объема реализации при сохранении активов на постоянном уровне, или же при уменьшении активов.

Например, компания может:

- снизить материально-производственные запасы (при условии четкого контроля за уровнем этих запасов);
- ускорить темпы оплаты дебиторской задолженности;
- выявить и ликвидировать неиспользуемые основные средства;
- использовать денежные средства, полученные в результате вышеперечисленных действий для погашения долга, выкупа своих акций, или для вложения в другие более доходные виды деятельности.

4. ПОКАЗАТЕЛИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА (ИЛИ КОЭФФИЦИЕНТЫ ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТИ).

Они характеризуют степень защищенности интересов кредиторов и инвесторов, имеющих долгосрочные вложения в

компанию. Они отражают способность предприятия погашать долгосрочную задолженность. К коэффициентам этой группы относятся:

- коэффициент собственности ,
- коэффициент заемного капитала,
- коэффициент финансовой зависимости,
- коэффициент защищенности кредиторов (или покрытие процента).

5. КОЭФФИЦИЕНТЫ РЫНОСНОЙ АКТИВНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ.

Эти коэффициенты включают в себя различные показатели, характеризующие стоимость и доходность акций компании. Основными показателями в этой группе являются:

- прибыль на одну акцию,
- соотношение рыночной цены акции и прибыли на одну акцию,
- балансовая стоимость одной акции,
- соотношение рыночной стоимости одной акции и ее балансовой стоимости,
- доходность одной акции и доля выплаченных дивидендов.

Математические основы финансового менеджмента.

Четкое представление о базовых понятиях финансовой математики необходимо для понимания всего последующего материала. Главное из таких понятий - процентные деньги (далее - проценты), определение которых составляет сущность большинства финансовых расчетов. К ним относятся:

1. Простые ставки ссудных процентов.

2. Простые учетные ставки.
3. Сложные ставки ссудных процентов.
4. Сложные учетные ставки.
5. Эквивалентность процентных ставок различного типа.
6. Учет инфляционного обесценения денег в принятии финансовых решений.
7. Аннуитеты.
8. Дивиденды и проценты по ценным бумагам. Доходность операций с ценными бумагами.

Существуют две концепции и, соответственно, два способа определения и начисления процентов.

Декурсивный способ. Проценты начисляются в конце каждого интервала начисления. Их величина определяется исходя из величины предоставляемого капитала. Соответственно декурсивная процентная ставка или, что то же, ссудный процент, представляет собой выраженное в процентах *отношение суммы начисленного за определенный интервал дохода к сумме, имеющейся на начало данного интервала.*

Антисипативный способ (предварительный).

Проценты начисляются в начале каждого интервала начисления. Сумма процентных денег определяется исходя из наращенной суммы. Процентной ставкой будет выраженное в процентах *отношение суммы дохода, выплачиваемого за определенный интервал, к величине наращенной суммы, полученной по прошествии этого интервала.* Определяемая таким способом процентная ставка называется учетной ставкой или антисипативным процентом.

В мировой практике декурсивный способ начисления процентов получил наибольшее распространение. В странах

развитой рыночной экономики антисипативный метод начисления процентов применялся, как правило, в периоды высокой инфляции.

При обоих способах начисления процентов процентные ставки могут быть **простыми** (если они применяются к одной и той же первоначальной денежной сумме в течение всего периода начисления), либо **сложными** (если по прошествии каждого интервала начисления они применяются к сумме долга и начисленных за предыдущие интервалы процентов).

Терминология и базовые показатели финансового менеджмента.

В этой теме нам предстоит овладеть принятой во всем мире предпринимательской терминологией и внутрифирменной системой финансовых показателей. Без этого мы не только не можем говорить на равных с иностранными партнерами, но и лишаем себя возможности приобщиться к ценнейшему опыту финансового менеджмента, накопленному западными промышленниками и банкирами за многовековую историю рыночной цивилизации.

Итак, четыре основных показателя, используемых уже не только в западной, но и в отечественной практике.

- 1. Добавленная стоимость (ДС).**
- 2. (Брутто - результат эксплуатации инвестиций (БРЭИ).**
- 3. Нетто-результат эксплуатации инвестиций (НРЭИ).**
- 4. Экономическая рентабельность (ЭР) активов, или, что то же, экономическая рентабельность всего капитала предприятия**

Рассчитывая и анализируя показатель экономической рентабельности необходимо учитывать два важнейших показателя: коммерческая маржа (КМ) и коэффициент трансформации (КТ).

ТЕМА 2. Логика функционирования финансового механизма предприятия.

В этой теме целесообразно рассмотреть следующие вопросы:

1. Эффект финансового рычага (первая концепция).
Рациональная заемная политика.
2. Эффект финансового рычага (вторая концепция).
Финансовый риск.

Важно усвоить, что:

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

и

Дифференциал не должен быть отрицательным!

ЭФР можно также трактовать как изменение чистой прибыли на каждую обыкновенную акцию (в процентах), порождаемое данным изменением нетто-результата эксплуатации инвестиций (тоже в процентах). Такое восприятие ЭФР характерно в основном для американской школы финансового менеджмента. Вот как американские экономисты рассчитывают силу воздействия финансового рычага:

$$\text{СИЛА ВОЗДЕЙСТВИЯ ФИНАНСОВОГО РЫЧАГА} = \frac{\text{ИЗМЕНИЕНИЕ (\%) ЧИСТОЙ ПРИБЫЛИ НА АКЦИЮ}}{\text{ИЗМЕНЕНИЕ (\%) НЕТТО-РЕЗУЛЬТАТА ЭКСПЛУАТАЦИИ ИНВЕСТИЦИЙ}} .$$

С помощью этой формулы отвечают на вопрос, на сколько процентов изменится чистая прибыль на каждую обыкновенную акцию при изменении нетто-результата эксплуатации инвестиций на один процент.

Важные правила, которое необходимо помнить студентам:

Чем больше проценты и чем меньше прибыль, тем больше сила финансового рычага и тем выше финансовый риск.

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.

ЭФФЕКТ ОПЕРАЦИОННОГО РЫЧАГА.

ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКИЙ РИСК.

В данном разделе необходимо рассмотреть классификацию затрат предприятия, принципы операционного анализа, расчет порога рентабельности и "запаса финансовой прочности" предприятия.

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

В практических расчетах для определения силы воздействия операционного рычага применяют отношение так называемой валовой маржи (результата от реализации после возмещения переменных затрат) к прибыли. Валовая маржа представляет собой разницу между выручкой от реализации и переменными затратами.

Этот показатель в экономической литературе обозначается тоже как сумма покрытия. Желательно, чтобы валовой маржи хватало не только на покрытие постоянных расходов, но и на формирование прибыли.

Сила воздействия операционного рычага всегда рассчитывается для **определенного объема продаж, для данной выручки от реализации**. Изменяется выручка от реализации - изменяется и сила воздействия операционного рычага (СВОР). СВОР в значительной степени зависит от среднеотраслевого уровня фондоемкости: чем больше стоимость основных средств, тем больше постоянные затраты - это объективный фактор. Вместе с тем, эффект операционного рычага поддается контролю именно на основе учета зависимости СВОР от величины постоянных затрат : чем больше постоянные затраты и чем меньше прибыль, тем сильнее действует операционный рычаг, и наоборот.

Для финансиста полезно при расчете порога рентабельности помнить три полезнейших момента.

Первый. Определив какому количеству производимых товаров соответствует, при данных целях реализации, порог рентабельности вы получаете **пороговое (критическое) значение объема производства** (в штуках и т.п.). Ниже этого количества предприятию производить невыгодно: обойдется “себе дороже”.

Второй. Пройдя порог рентабельности, фирма имеет дополнительную сумму валовой маржи на каждую очередную единицу товара. Естественно, наращивается и масса прибыли.

Чтобы определить массу прибыли после прохождения товара, проданного сверх порогового объема производства, на удельную величину валовой маржи, “сидящей” в каждой единице проданного товара.

Третий. Как уже отмечалось, СВОР максимальна близка к порогу рентабельности и снижается по мере роста выручки от реализации и прибыли, т.к. удельный вес постоянных затрат в общей их сумме уменьшается - и так вплоть до очередного “скачка” постоянных затрат.

Запас финансовой прочности предприятия.

Разница между достигнутой фактической выручкой от реализации и порогом рентабельности и составляет запас финансовой прочности предприятия. Если выручка от реализации опускается ниже порога рентабельности:

$$\text{ЗАПАС ФИНАНСОВОЙ ПРОЧНОСТИ} = \frac{\text{ВЫРУЧКА ОТ РЕАЛИЗАЦИИ}}{\text{ПОРОГ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ}} - 1$$

При желании можно рассчитать запас финансовой прочности в процентах к выручке от реализации, или в виде коэффициента к выручке.

Предпринимательский риск. Взаимодействие финансового и операционного рычагов и оценка совокупного риска, связанного с предприятием.

Связанные с предприятием риски имеют два основных источника:

1. Неустойчивость спроса и цен на готовую продукцию, а также цен сырья и энергии, не всегда имеющаяся возможность уложиться себестоимостью в цену реализации и обеспечить

нормальную массу, норму и динамику прибыли, само **действие операционного рычага** сила которого зависит от удельного веса постоянных затрат в общей их сумме и предопределяет степень гибкости предприятия - все это вместе взятое **генерирует предпринимательский риск**. Это риск, связанный с конкретным бизнесом в его рыночной нише.

2. Неустойчивость финансовых условий кредитования

(особенно при колебаниях рентабельности активов), неуверенность владельцев обыкновенных акций в получении достойного возмещения в случае ликвидации предприятия с высоким уровнем заемных средств, по существу, само **действие финансового рычага генерирует финансовый риск**.

Операционный рычаг воздействует своей силой на нетто-результат эксплуатации инвестиций (прибыль до уплаты процентов за кредит и налога), а финансовый рычаг - на сумму чистой прибыли предприятия, уровень чистой рентабельности его собственных средств и величину чистой прибыли в расчете на каждую обыкновенную акцию. Возрастание процентов за кредит при наращивании эффекта финансового рычага утяжеляет постоянные затраты предприятия и оказывает повышенное воздействие на силу операционного рычага. При этом растет не только финансовый, но и предпринимательский риск, и, несмотря на обещания солидного дивиденда, может упасть курсовая стоимость акций предприятия. Первостепенная задача финансового менеджера в такой ситуации - снизить силу воздействия финансового рычага.

Итак, чем больше сила воздействия операционного рычага

(или чем больше постоянные затраты), тем более чувствителен нетто-результат эксплуатации инвестиций к изменениям объема продаж и выручки от реализации; чем выше уровень эффекта

финансового рычага, тем более чувствительна чистая прибыль на акцию к изменениям нетто-результата эксплуатации инвестиций.

Критерием выбора того или иного варианта служит максимум курсовой стоимости акции при достаточной безопасности инвесторов. Оптимальная структура капитала - всегда результат компромисса между риском и доходностью. И, если равновесие достигнуто, оно должно принести и желанную максимизацию курсовой стоимости акций.

Углубленный операционный анализ.

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

Углубленный операционный анализ направлен на решение главнейших вопросов ценовой и ассортиментной политики: какие товары выгодно, а какие невыгодно включать в ассортимент, и какие назначить цены.

Промежуточная маржа занимает срединное положение между валовой маржой и прибылью. Желательно, чтобы промежуточная маржа покрывала как можно большую часть постоянных затрат предприятия, внося свой вклад в формирование прибыли.

В разработке ценовой и ассортиментной политике расчет промежуточной маржи имеет неоспоримые преимущества перед оперированием валовой маржой: анализ получается более тонким и реалистичным, повышается обоснованность выбора наиболее

выгодных изделий, появляется возможность решения проблемы использования цеховых производственных мощностей.

ГЛАВНОЕ ПРАВИЛО

Если промежуточная маржа покрывает хотя бы часть постоянных затрат предприятия, то данный товар достоин оставаться в ассортименте. При этом товары, берущие на себя больше постоянных затрат предприятия являются предпочтительными.

Распределение прибыли. Дивидендная политика и политика развития производства.

Часть нарабатываемой предприятием чистой рентабельности собственных средств поглощается дивидендами, другая часть “уходит” в развитие производства. Этот процесс осуществляется под непосредственным воздействием принятой предприятием **нормы распределения** (НР), которая показывает, какая часть чистой прибыли выплачивается как дивиденд. Так, к примеру, если прибыль после уплаты налога равна 100 тыс.руб, сумма дивидендов 23 тыс. руб., то НР равна 23% или 0,23.

Следует помнить следующие правила:

1. При неизменной структуре пассива внутренние темпы роста применимы к возрастанию акций.

2. При неизменной структуре пассива и неизменном коэффициенте трансформации внутренние темпы роста применимы к возрастанию оборота.

ГЛАВНЕЙШИЙ ВОПРОС ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ:

как примерить интересы акционеров с необходимостью достаточного финансирования развития?

С одной стороны, чем больше часть чистой прибыли выплачивается дивидендами, тем меньше остается нераспределенной прибыли на самофинансирование развития. Увеличение нормы распределения влечет за собой снижение внутренних темпов роста, что, в свою очередь, накладывает ограничения на темпы наращивания выручки и уменьшает возможности к привлечению кредитов (чем меньше собственные средства, тем меньше шансов получить кредит на подходящих условиях).

С другой стороны, **ожидание инвесторов тоже надо оправдывать.** Не получая достаточной прибыльности на вложения, инвесторы начинают скидывать свои бумаги, курс акций падает, рыночная цена предприятия снижается и может быть утерян контроль над акционерным капиталом.

Тема 3. Стратегический и оперативно-тактический финансовый менеджмент

В этом разделе целесообразно рассмотреть, в первую очередь, вопросы, связанные с инвестиционной стратегией предприятия. Предприятие - центр относительно автономных решений. Эти решения имеют различную природу и масштабы в зависимости от того, идет ли речь о достижении долгосрочных целей, или конкретизации стратегии предприятия, или о кратковременной адаптации к условиям внешней среды рыночной конъюнктуры. Но в любом случае сделанный выбор и принятое решение будут иметь финансовые последствия, которые необходимо прогнозировать. Эти прогностические финансовые последствия способны оказаться

критерием выбора/отбраковки тех или иных вариантов поведения предприятия.

На практике именно с помощью инвестиционной политики предприятие реализует свои возможности к предвосхищению долгосрочных тенденций экономического развития и адаптации к ним. Но происходит все это в реальном временном измерении, день идет за днем, заставляя подчиняться конъюнктурным колебаниям и приспосабливаться к ним.

Учет циклических колебаний конъюнктуры рынка - дело весьма тонкое. Приходится совмещать три информационных пласта:

- * общие экономические данные;
- * отраслевую статистику;
- * данные по конкретному предприятию.

Вкладывать средства в производство, в ценные бумаги и т.п. целесообразно, если:

1. Чистая прибыль от данного вложения превышает чистую прибыль от помещения средств на банковский депозит;
2. Рентабельность инвестиций выше уровня инфляции;
3. Рентабельность данного проекта с учетом фактора времени (временной стоимости денег) выше рентабельности альтернативных проектов;
4. Рентабельность активов предприятия после осуществления проекта увеличится (или, по крайней мере, не уменьшится), и в любом случае превысит среднюю расчетную ставку по заемным средствам (т.е. дифференциал финансового рычага будет положительным);
5. Рассматриваемый проект соответствует генеральной стратегической линии предприятия с точки зрения формирования рациональной ассортиментной структуры производства, сроком

окупаемости затрат, наличия финансовых источников покрытия издержек, обеспечения стабильных, но скромных, либо, наоборот, концентрированных, но оттянутых во времени поступлений и т.д.

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

Инвестиционный анализ.

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

а) для дисконтирования денежных потоков при исчислении чистой настоящей стоимости (NPV) проектов. Если NPV равна или больше нуля, проект может быть допущен для дальнейшего рассмотрения.

б) для сопоставления с внутренней ставкой рентабельности (IRR) проектов. Если IRR превышает ССК, проект может быть одобрен как обеспечивающий удовлетворение интересов инвесторов и кредиторов.

Для исчисления ССК необходимо:

- * разделить сумму дивидендов по привилегированным акциям на сумму, мобилизованную продажей этих акций;
- * разделить сумму дивидендов по обыкновенным акциям на сумму средств, мобилизованных продажей этих акций, и нераспределенной прибыли;

- * вычислить среднюю расчетную ставку процента по заемным средствам (СРСП), включающем и кредиторскую задолженность. При этом необходимо учитывать, что проценты по краткосрочным кредитам банков относятся на себестоимость в пределах норматива, устанавливаемого ЦБ РФ, плюс 3 процентных пункта. Таким образом, сумма процентов в данных пределах должна быть обложена умножением на (1 - Ставка налогообложения прибыли), а остальные проценты войдут в расчет средневзвешенной стоимости капитала без такой коррекции (ибо, по определению, ССК уже представляет собой посленалоговую стоимость различных источников средств предприятия);
- * определить удельные веса каждого из обозначенных в предыдущих трех пунктах источников средств в пассивах предприятия;
- * перемножить стоимость средств по каждому из первых трех пунктах на соответствующие удельные веса;
- * ссуммировать полученные в предыдущем пункте результаты.

Инвестиционный анализ.

Инвестиционный анализ является отдельной и наиболее сложной темой финансового менеджмента.

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

а) для дисконтирования денежных потоков при исчислении чистой настоящей стоимости (NPV) проектов. Если NPV равна или больше нуля, проект может быть допущен для дальнейшего рассмотрения.

б) для сопоставления с внутренней ставкой рентабельности (IRR) проектов. Если IRR превышает ССК, проект может быть одобрен как обеспечивающий удовлетворение интересов инвесторов и кредиторов.

Для исчисления ССК необходимо:

- * разделить сумму дивидендов по привилегированным акциям на сумму, мобилизованную продажей этих акций;
- * разделить сумму дивидендов по обыкновенным акциям на сумму средств, мобилизованных продажей этих акций, и нераспределенной прибыли;
- * вычислить среднюю расчетную ставку процента по заемным средствам (СРСП), включающем и кредиторскую задолженность. При этом необходимо учитывать, что проценты по краткосрочным кредитам банков относятся на себестоимость в пределах норматива, устанавливаемого ЦБ РФ, плюс 3 процентных пункта. Таким образом, сумма процентов в данных пределах должна быть обложена умножением на (1 - ставка налогообложения прибыли), а остальные проценты войдут в расчет средневзвешенной стоимости капитала без такой коррекции (ибо, по определению, ССК уже представляет собой посленалоговую стоимость различных источников средств предприятия);
- * определить удельные веса каждого из обозначенных в предыдущих трех пунктах источников средств в пассивах предприятия;

- * перемножить стоимость средств по каждому из первых трех пунктах на соответствующие удельные веса;
- * ссуммировать полученные в предыдущем пункте результаты.

Известно много методов инвестиционного анализа. И каждый из методов анализа инвестиционных проектов дает финансовому менеджеру возможность рассмотреть какие-то свои характеристики проекта, высветить важные нюансы и подробности. Поэтому опытные специалисты **комплексно применяют все основные методы к анализу каждого из проектов**. Компьютерная техника облегчает эту задачу.

При выборе инвестиционных проектов необходимо учитывать инфляционные процессы. Инфляция изменяет реальную стоимость поступлений и затрат, причем далеко не всегда в равной пропорции. И при одинаковом, и при различном инфляционном искажении положительных и отрицательных денежных потоков приходится предварительно отдельно корректировать эти потоки по уровню инфляции, а затем уже очищать чистый номинальный денежный поток от влияния инфляционного фактора и получать чистый реальный денежный поток. Напоминаем также в этой связи, что еще на стадии первичного рассмотрения проекта заведомо негодными обычно признаются проекты, рентабельность(норма прибыли) которых ниже уровня инфляции. Такие проекты не обеспечивают предприятию противoinфляционной защиты. Когда используются дисконтные методы, приведение всех участвующих в расчетах сумм настоящей стоимости производства по ССК, уже включающей так называемую инфляционную премию (инфляционную добавку к уровню доходности) и учитывающей, следовательно, инфляционные ожидания инвесторов. Рассчитывается инфляционная премия на основе полного варианта формулы И.Фишера.

Ниже дана универсальная формула вычисления чистой настоящей стоимости проекта, позволяющая оценить эту величину в случае неодинакового искажения доходов и затрат. Формула удобна тем, что позволяет одновременно производить и инфляционную коррекцию денежных потоков, и дисконтирование на основе средневзвешенной стоимости капитала, включающей инфляционную премию.

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{[R_t \prod_{r=1}^t (1 + i_r) - C_t \prod_{r=1}^t (1 + i_r^*)] (1 - T) + D_t T}{(1 + k)^t} - I_0,$$

где R_t - номинальная выручка t -го года, оцененная для безинфляционной ситуации, т.е. в ценах базового периода;

i_r - темпы инфляции доходов r -го года;

C_t - номинальные денежные затраты t -го года в ценах базового периода;

i_r^* - темпы инфляции издержек r -го года;

T - ставка налогообложения прибыли;

I_0 - первоначальные затраты на приобретение основных средств;

k - средневзвешенная стоимость капитала, включающая инфляционную премию;

D_t - амортизационные отчисления t -го года.

Разделы четвертой темы (специальные темы финансового менеджмента) могут быть изучены студентами самостоятельно.

Рекомендуемая литература:

1.Бернар Коласс “ Управление финансовой деятельностью предприятия” - М.: изд. Финансы, ЮНИТИ. Перевод с французского под редакцией проф. Соколова Я.В.- 1997.

2.Дж.К.Ван Хорн “ Основы управления финансами”: Пер. с англ. под редакцией проф. Соколова Я.В. -М.: изд. “Финансы и статистика”, 1997.

3.Ковалев В.В. “ Введение в финансовый менеджмент”. - М.: изд. “Финансы и статистика”,2000.

4.М.А.Лимитовский “Основы оценки инвестиционных и финансовых решений” - М.: изд. “” ДеКА”, 1998.

5.Финансы предприятий: Учебник/Н.В.Колчина, Г.Б.Поляк, Л.П. Павлова и др.; Под ред. проф. Н.В.Колчиной. - М.: Финансы, ЮНИТИ,1998.

6.Белолипецкий В.Г. “Финансы фирмы”: Курс лекций/Под ред.Мерзлякова И.П. - М.: ИНФРА-М, 1998.

7.Шермет А.Д., Сайфулин Р.С. “Финансы предприятий”.-М.: ИНФРА-М, 1998.

8.Павлова Л.Н. “Финансы предприятий”: Учебник для вузов.- М.: Финансы,ЮНИТИ,1998.

9.Стойнова Е.С., Штерн М.Г.” Финансовый менеджмент для практиков”: Краткий профессиональный курс.- М.: Изд. “Перспектива”,1998.

