

**ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА УПРАВЛЕНИЯ
ПРОЦЕССАМИ ФИНАНСИРОВАНИЯ
ХОЗЯЙСТВУЮЩИХ СУБЪЕКТОВ РЫНКА
В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ**

**ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА УПРАВЛЕНИЯ ПРОЦЕССАМИ ФИНАНСИРОВАНИЯ
ХОЗЯЙСТВУЮЩИХ СУБЪЕКТОВ РЫНКА В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ**

**Екатеринбург
РГПУ
2023**



Министерство просвещения Российской Федерации
ФГАОУ ВО «Российский государственный
профессионально-педагогический университет»

**ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА УПРАВЛЕНИЯ ПРОЦЕССАМИ
ФИНАНСИРОВАНИЯ ХОЗЯЙСТВУЮЩИХ СУБЪЕКТОВ
РЫНКА В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ**

Монография

Под научной редакцией В. А. Шапошникова

Екатеринбург
РГППУ
2023

УДК 658.14/.17

ББК У261.9

Т33

Авторы: М. М. Микушина (гл. 1), В. А. Шапошников (введение, гл. 2, заключение, прил. 1), У. В. Пермякова (гл. 3, 4), Л. Н. Бондарева (гл. 5), И. В. Климентьева (гл. 6, прил. 2)

Теория и практика управления процессами финансирования хозяйствующих субъектов рынка в современных условиях: монография / М. М. Микушина, В. А. Шапошников, У. В. Пермякова [и др.]; под науч. ред. В. А. Шапошникова. Екатеринбург: Изд-во Рос. гос. проф.-пед. ун-та, 2023. 151 с. Текст: непосредственный.

ISBN 978-5-8050-0750-8

Раскрыты концептуальные основы управления процессами финансирования, финансовыми ресурсами и рисками. Рассмотрен материал, посвященный финансовому анализу, планированию и контролю. Исследованы процессы финансирования в управлении корпоративной стратегией.

Предназначена студентам, магистрантам и преподавателям финансово-экономических вузов, слушателям системы повышения квалификации, а также экономистам, бухгалтерам, менеджерам.

УДК 658.14/.17

ББК У261.9

Рецензенты: канд. экон. наук, доц. Л. А. Скороходова (ФГБОУ ВО «Уральский государственный медицинский университет Минздрава России»); канд. экон. наук, доц. Е. В. Долженкова (ФГАОУ ВО «Нижнетагильский технологический институт (филиал) УрФУ»); канд. экон. наук, доц. С. А. Пономарева (ФГАОУ ВО «Российский государственный профессионально-педагогический университет»)

ISBN 978-5-8050-0750-8

© ФГАОУ ВО «Российский государственный профессионально-педагогический университет», 2023

Оглавление

Введение.....	5
Глава 1. Характеристика управления процессами финансирования.....	6
1.1. Базовые концепции, лежащие в основе управления процессами финансирования.....	6
1.2. Цели и задачи управления процессами финансирования.....	11
1.3. Структура управления процессами финансирования.....	13
1.4. Финансовый менеджмент как базовая основа процесса финансирования предприятия.....	17
1.5. Финансовая деятельность и финансовый механизм предприятия.....	22
Глава 2. Теоретические аспекты управления капиталом предприятия.....	25
2.1. Сущность капитала предприятия в системе экономических знаний.....	25
2.2. Современное представление об управлении капиталом предприятия.....	39
2.3. Современные механизмы управления капиталом предприятия.....	47
2.4. Оборотный капитал как источник финансирования предприятия.....	55
Глава 3. Модели оценки активов.....	67
3.1. Теория арбитражного ценообразования.....	67
3.2. Модель оценки доходности активов.....	67
3.3. Модель Гордона.....	70
Глава 4. Управление рисками в процессе финансирования хозяйственной деятельности.....	72
4.1. Сущность и основные понятия хозяйственной деятельности.....	72
4.2. Методы анализа и оценки финансовых рисков.....	78
Глава 5. Оценка эффективности инвестиционных проектов.....	87
5.1. Финансовые и инвестиционные решения.....	87
5.2. Показатели эффективности инвестиционных проектов.....	88
5.3. Методы обоснования инвестиционных решений.....	90
5.4. Источники и механизмы финансирования инвестиций.....	101

Глава 6. Финансовое планирование на предприятии	104
6.1. Понятие, задачи и этапы финансового планирования на предприятии	104
6.2. Типы финансовых планов на современном предприятии	107
6.3. Бюджетирование как инструмент финансирования	110
6.4. Стратегический финансовый анализ	124
Заключение	140
Библиографический список	141
Приложение 1. Классификация капитала	147
Приложение 2. Форма модели стратегической финансовой пози- ции предприятия.....	149

Введение

Как известно, в системе управления различными аспектами деятельности любого предприятия в современных условиях наиболее сложным и ответственным звеном является управление процессами финансирования.

В представленной монографии рассмотрены роль и задачи финансовой функции в деятельности предприятия, а также цель, которая может быть поставлена бизнесом.

Необходимо отметить, что современная теория управления процессами финансирования основана на предположении о том, что главной целью бизнеса является максимальное увеличение благосостояния его владельцев.

В данном исследовании изложены способы подготовки финансовых планов, вопросы анализа и интерпретации финансовых отчетов, методы, применяемые для оценки инвестиционных предложений, способы контроля за осуществлением инвестиционных проектов.

Особое место в работе занимают разделы, посвященные управлению капиталом хозяйствующих субъектов рынка, рассмотрению моделей оценки активов предприятия, а также особенностям управления рисками в процессе финансирования деятельности компаний.

Данная работа содержит два приложения: «Классификация капитала» (прил. 1), «Форма модели стратегической финансовой позиции предприятия» (прил. 2).

Монография предназначена для студентов, магистрантов и преподавателей финансово-экономических вузов, слушателей системы повышения квалификации, а также экономистов, бухгалтеров, менеджеров.

Выражаем благодарность руководству ФГАОУ ВО «Российский государственный профессионально-педагогический университет» за предоставленные условия работы и ресурсы.

Глава 1. ХАРАКТЕРИСТИКА УПРАВЛЕНИЯ ПРОЦЕССАМИ ФИНАНСИРОВАНИЯ

1.1. Базовые концепции, лежащие в основе управления процессами финансирования

Управление или менеджмент по своей сути является деятельностью, направленной на реализацию следующих основных функций менеджмента: планирование, организация, мотивация (координация), контроль. Для того чтобы определить сущность управления процессами финансирования, следует обозначить его составные части (рис. 1).

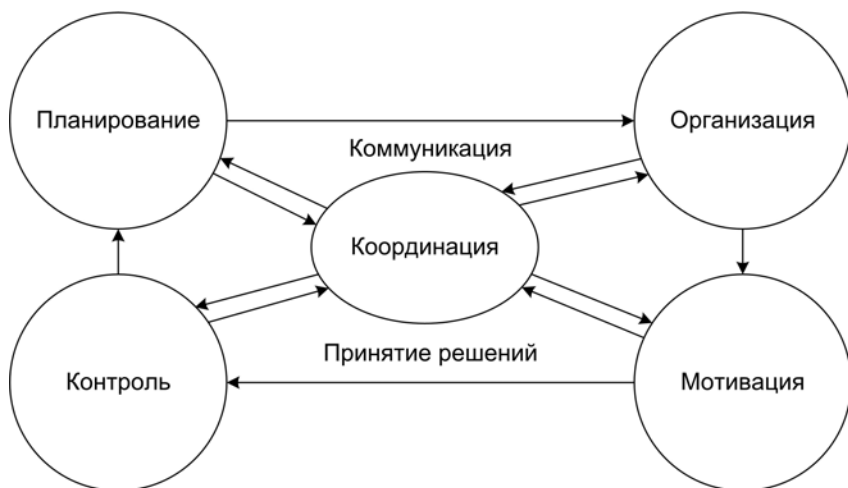


Рис. 1. Функции управления (менеджмента)

Управление или менеджмент, по мнению В. В. Ковалева, – это процесс целенаправленного, систематического и непрерывного воздействия управляющей подсистемы на управляемую (субъекта на объект) с помощью общих функций управления, образующих замкнутый и бесконечно повторяющийся управленческий цикл [26].

Далее целесообразно описать экономическую категорию «финансы», содержательное наполнение которой с течением времени существенно менялось. Данная категория могла происходить из средневековой латыни, где были широко распространены слова *«finatio»*, *«financia»*, *«financia pecuniaria»*, означавшие обязательную уплату денег, также от древнесаксонского слова *«fine»* – штраф, подать.

Во французской литературе второй половины XVI в. *finance* означало денежную сумму вообще и государственный доход в особенности, а выражение «*les finances*» подразумевало все государственное достояние и состояние правительственного хозяйства.

На протяжении последних 200 лет наиболее общей трактовкой понятия «финансы» является следующая: средства государства, полученные в виде денег, материалов, услуг.

Известный специалист в области финансов Л. Гитман дает современное определение финансов, называя их искусством и наукой управления деньгами. По его мнению, финансы охватывают процессы, институты, рынки и инструменты, имеющие отношение к циркуляции денежных средств между индивидуумами, фирмами и правительствами [61].

Финансы включают в себя совокупность финансовых объектов и способов управления ими. Под финансовыми объектами понимаются финансовые активы и обязательства, а управление ими означает систему организации эффективного их функционирования. Структурно на макроуровне она выражается в создании в стране определенной финансовой системы государственных финансовых органов и учреждений, финансовых институтов и рынков, а ее функционирование осуществляется путем применения к финансовым объектам различных финансовых методов и инструментов.

Финансы реализуются как экономические отношения через основные функции: формирование, распределение и контроль финансовых ресурсов. Функции финансов представлены в табл. 1.

Таблица 1

Функции финансов

Распределительная	Контрольная	Стимулирующая	Регулирующая
Процесс применения денег, накопленных ранее, для удовлетворения собственных нужд и потребностей хозяйствующих систем	Денежный контроль за количественными и высококачественными характеристиками	Действие денежной системы на протекающие в настоящий экономике процессы	Контроль государства за процессом воспроизводства посредством налогов, муниципальных затрат, муниципальных кредитов

Далее для более полного представления излагаемого материала необходимо схематически показать структуру движения финансов (рис. 2).

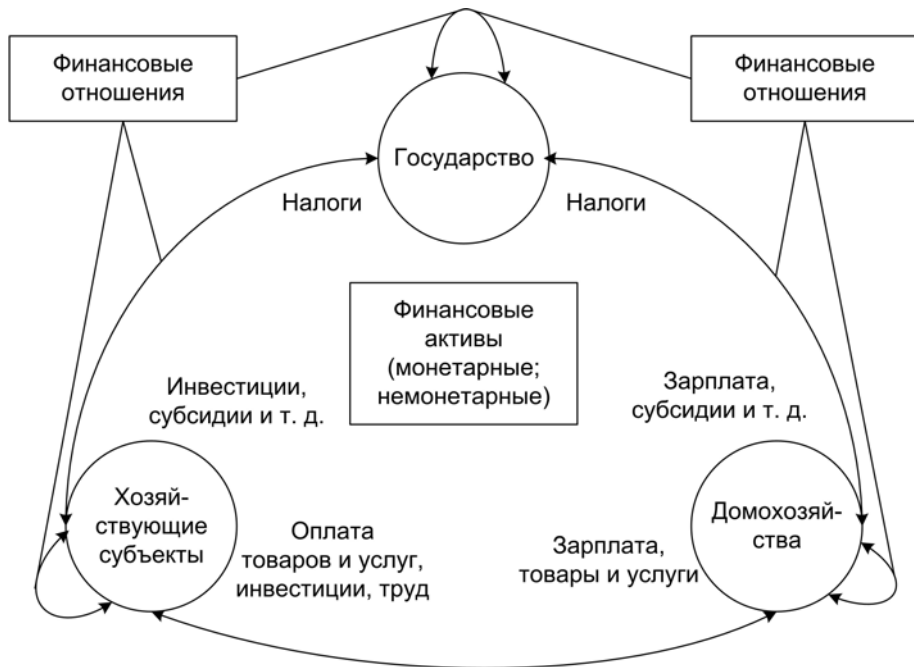


Рис. 2. Схема движения финансов

Далее следует сказать о понятии «процесс». Сущность этого понятия заключается в последовательности взаимозависимых и взаимосвязанных процедур, которые на каждом этапе потребляют один или несколько ресурсов (время работы, энергию, деньги) для достижения некоего изначально запланированного результата. Этот результат, однако, часто используется в качестве компонента при следующем этапе, пока не будет достигнута цель или конечный итог. Общее понятие, обозначающее процесс, неразрывно связано с получаемым результатом.

На микроэкономическом уровне понятия «управление» или «менеджмент», «финансы» и «процесс» также взаимодействуют.

В функциональном аспекте управление (менеджмент) связано с деятельностью, направленной на планирование, организацию, мотивацию и контроль в рамках хозяйствующего субъекта. Финансы же сопряжены с деятельностью, отвечающей за формирование, распределение и контроль финансовых ресурсов в рамках того же субъекта. Процесс при этом является последовательностью процедур [55].

Таким образом, управление процессами финансирования должно сосредоточиваться на управлении процессами формирования, распределения и контроля финансовых ресурсов.

Учитывая вышеизложенное, можно сформулировать определение управления процессами финансирования следующим образом: *управление процессами финансирования* – это система управленческих действий и отношений, возникающих внутри финансового субъекта, направленная на эффективное привлечение, распределение и контроль финансовых ресурсов, как уже говорилось ранее.

Управление процессами финансирования охватывает три экономических уровня: макро-, мезо- и микроуровни. На макро- и мезоуровнях в основном происходит управление процессами финансирования федеральных и региональных органов власти. Однако в данном контексте нас больше интересует микроуровень, т. е. управление финансовыми ресурсами предприятия.

Здесь необходимо сказать о том, что управление процессами финансирования как наука основывается на следующих концепциях [53]:

1. Концепция денежного потока.
2. Концепция временной стоимости денежных ресурсов.
3. Концепция стоимости капитала.
4. Концепция альтернативных затрат.
5. Концепция компромисса между риском и доходностью.
6. Концепция асимметричности информации.

Концепция денежного потока является исходной позицией изучения финансовых отношений на уровне предприятия. Действительно, финансы – это прежде всего движение денежных средств по отношению к собственнику, при этом финансовые отношения могут возникнуть только при наличии денежных средств и всегда имеют денежное выражение. Отметим, что денежный поток обладает не только количественными параметрами, но и направленностью движения по отношению к собственнику, т. е. при формировании финансового результата деятельности предприятия очень важно разделить все денежные потоки на приток и отток денежных средств. Денежные потоки движутся в пределах определенного времени, следовательно, необходимо сопоставлять элементы потока в различных временных интервалах с помощью коэффициента дисконтирования. И наконец, согласно данной концепции, раз движутся деньги (в наличной и безналичной формах), всегда есть вероятность появления риска (финансовых потерь) для данного конкретного потока.

Концепция временной стоимости денежных ресурсов основана на объективном существовании трех факторов, определяющих неравноценность денежной единицы в разные периоды времени: фактор инфляции, фактор оборачиваемости и фактор риска неполучения ожидаемой выгоды. Данная концепция позволяет прогнозировать денежные потоки с учетом фактора времени.

Концепция стоимости капитала выражает оценку источников формирования финансовых ресурсов организации. При этом оценке подлежат как собственные, так и заемные источники. Очень важным условием успешного управления финансами предприятия выступает определение средневзвешенной стоимости всего капитала организации, рассматриваемого как совокупный источник финансирования активов. Стоимость капитала указывает на уровень затратности обслуживания источников, которые должны покрываться прежде всего собственными финансовыми ресурсами.

Концепция альтернативных затрат базируется на требовании многовариантности финансовых расчетов и отражает потерянные возможности (упущенную выгоду) при выборе одного варианта финансового решения при одновременном отказе от прочих сценариев развития событий.

Концепция компромисса между риском и доходностью отражает взаимосвязь между возможностью получения любого дохода и сопряженного с ним риска. Данная концепция утверждает прямую пропорциональную связь между указанными характеристиками – доходами и уровнем риска. Исходя из этой концепции, финансовый менеджмент должен предлагать финансовые решения, разумно (эффективно) сочетающие возможность увеличения доходности с минимизацией совокупного финансового риска.

Концепция асимметричности информации состоит в том, что отдельные категории лиц могут владеть информацией, недоступной всем участникам рынка в равной мере. Это, прежде всего, относится к конфиденциальной информации, носителями которой выступают менеджеры или владельцы фирм. Обнародование указанной информации зависит от целей и задач, которые ставят перед собой участники рынка капитала [4].

Далее рассмотрим цели и задачи управления процессами финансирования.

1.2. Цели и задачи управления процессами финансирования

Вся наша жизнь состоит из постоянных расчетов и каждодневного анализа. Большинство людей хочет максимизировать свои доходы и сократить расходы. Иначе говоря, все мы тратим огромное количество энергии, чтобы понять, как этого достичь, что для этого необходимо сделать. Каждый из нас хоть раз задумывался о том, как лучше распределять свое время, на что разумнее его потратить. Каждый планировал, на что тратить те или иные деньги, а где лучше сэкономить. Так вот, управление процессами финансирования помогает осуществить данный процесс, но только не для отдельно взятого человека, а для конкретной организации. Именно эти процессы дают возможность решать следующие проблемы:

- обеспечение необходимого состава активов организации, позволяющего достичь поставленных перед предприятием целей и задач;
- поиск и оптимальный состав источников финансирования;
- правильное управление финансовой деятельностью организации;
- обеспечение платежеспособности и финансовой независимости предприятия.

Для того чтобы правильно понимать цели и задачи управления финансами, нужно четко представлять, что подразумевают под данным словосочетанием. Прежде всего это наука, которая изучает, как правильно управлять финансами, чтобы максимизировать эффективность работы предприятия. Кроме того, это обязательно система, предусмотренная для формирования, использования и распределения финансовых ресурсов конкретной организации. Другими словами, под управлением процессами финансирования необходимо понимать управление активами и пассивами предприятия для осуществления рационального использования ресурсов и наращивания капитала [56].

Цели управления процессами финансирования могут быть очень разнообразными. Например, максимизация прибыли, рост стоимости акций, расширение источников дохода, максимизация объема продаж и т. д. Все зависит от рынка, конкретно существующей ситуации на этом рынке и, прежде всего, от глобальных целей самой организации [56]. Однако существует цель, которая является главной для любого руководителя – это достижение процветания собственников предприятия посредством увеличения стоимости предприятия. Именно для достижения основной цели руководителю необходимо разработать четкий план

действий и составить список задач, которые помогут ему в процессе осуществления его финансовой деятельности.

К задачам управления процессами финансирования относятся следующие:

1. Обеспечение наиболее рационального расходования финансовых ресурсов. Данная задача подразумевает разработку требуемой пропорциональности в использовании ресурсов в целях социального и производственного развития организации, выплаты необходимого уровня доходов на инвестированный капитал собственникам организации и т. п. При всем этом обязательно должны быть учтены стратегические цели развития компании и планируемый уровень отдачи вкладываемых средств.

2. Формирование объема финансовых ресурсов, необходимого для того, чтобы обеспечить эффективную работу предприятия в текущем и предшествующем периодах. Этот процесс осуществляется посредством расчета требуемых финансовых ресурсов предприятия в планируемом периоде, максимизации количества привлеченных собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников, управления привлеченными заемными финансовыми средствами, а также улучшения структуры источников образования ресурсного финансового запаса.

3. Минимизирование уровня денежного риска. Достигнуть желаемого результата возможно за счет расширения видов финансовой и операционной деятельности компании, а также портфеля финансовых инвестиций. Кроме того, организации потребуется проводить постоянную профилактику для того, чтобы избежать определенных финансовых рисков.

4. Достижение устойчивого финансового равновесия в организации. Здесь подразумеваются высокий уровень платежеспособности предприятия на всех этапах его развития и создание наилучшей структуры капитала и активов, эффективное распределение объема финансовых ресурсов за счет разнообразных существующих источников, а также необходимый уровень самофинансирования инвестиционных потребностей.

5. Максимизация прибыли предприятия. Отметим, что для достижения данной задачи необходимо рационально управлять активами предприятия и выбирать наиболее эффективные направления финансовой деятельности организации. Для этого нужно обязательно привлекать в хозяйственный оборот заемные средства. Чтобы предприятие экономически развивалось, следует увеличивать не балансовую, а именно чистую прибыль, которая остается у организации в рас-

поряжении. Это подразумевает проведение сильной налоговой, дивидендной и амортизационной политики.

6. Оптимизация денежного оборота. Данная задача решается посредством эффективного управления денежными потоками организации в процессе кругооборота денежных средств, обеспечения связи между объемами поступления и расходованием денежных средств по отдельным периодам, а также посредством поддержания необходимой ликвидности его оборотных активов. Положительным эффектом такой оптимизации может быть снижение остатка свободных денежных активов, необходимое для уменьшения потерь от их неэффективного использования и инфляции.

7. Оптимизация расходов организации. Такая задача обычно ставится финансовому менеджеру во время кризиса. Зачастую при резком падении дохода первое, что приходит в голову руководителям – это сокращение персонала. Однако финансовый менеджер понимает, что данный подход не всегда будет являться рациональным. В кризисной ситуации для финансового менеджмента главной целью является не сокращение штата сотрудников, а достижение наименьших расходов, но наибольшей прибыли.

Таким образом, все перечисленные выше задачи необходимы для достижения самой главной цели любого руководителя – повышения уровня благосостояния владельцев и сотрудников организации. Они могут пересекаться, взаимодействовать друг с другом, а могут совершенно не совпадать, но при всем этом управление процессами финансирования не сможет обойтись без каждой из них для достижения желаемого результата.

1.3. Структура управления процессами финансирования

На микроэкономическом уровне управление процессами финансирования – это система действий по оптимизации финансовой модели предприятия. При этом стоит заметить, что наилучшей финансовой моделью является *финансовая отчетность фирмы*, важной составляющей которой служит *бухгалтерский баланс*. Поэтому управление процессами финансирования – это система действий по оптимизации баланса хозяйствующего субъекта [22].

Баланс предприятия характеризует его финансовое положение на определенную дату и отражает ресурсы предприятия в единой денежной оценке по их составу и направлениям использования, с одной стороны (актив), и по источникам их финансирования – с другой (пассив).

Если образно охарактеризовать баланс – это фотография финансового состояния объекта на определенный момент времени. Финансовое состояние определяется финансовыми отношениями как предприятия с внешней средой, так и внутри него. Поэтому следует помнить, что с изменением времени меняется и финансовый профиль предприятия, т. е. баланс.

Таким образом, структура управления процессами финансирования тесно связана со структурой бухгалтерского баланса (рис. 3) [19].



Рис. 3. Структура управления процессами финансирования

Актив отражает имущество предприятия, а *пассив* – источники формирования имущественной базы субъекта хозяйствования. Активы формируются из собственного капитала и обязательств. Это соотношение может быть выражено в следующем виде:

$$\text{Активы} = \text{Обязательства} + \text{Собственный капитал.}$$

Данное равенство получило название *балансового равенства*.

В процессе управления финансами имеют значение следующие укрупненные показатели [27]:

- общая стоимость активов;
- доля долгосрочных и краткосрочных активов в общей валюте баланса;
- доля вложений в физические и финансовые активы;
- общая стоимость собственного капитала и его доля в валюте баланса;
- прирост стоимости вложенного капитала;
- стоимость заемного капитала;
- доля долгосрочных и краткосрочных источников финансирования в общей сумме пассивов.

С точки зрения системного подхода управление финансами на предприятии можно представить в виде, отображенном на рис. 4.



Рис. 4. Управление финансами на предприятии

Как известно из теории систем, любая система управления состоит из двух ключевых элементов – *субъекта управления* и *объекта управления*. Субъект воздействует на объект с помощью так называемых общих функций управления (планирование, организация, регулирование, контроль), руководствуясь при этом системой целей, стоящих перед хозяйствующим субъектом.

В приложении к управлению финансами предприятия субъект управления (или управляющая подсистема) может быть представлен как совокупность пяти базовых элементов [25]:

- 1) организационной структуры управления финансами;
- 2) кадров финансовой службы;
- 3) финансового инструментария;
- 4) информации финансового характера;
- 5) технических средств управления финансами.

Организационная структура системы управления финансами хозяйствующего субъекта, а также ее кадровый состав могут быть построены разными способами (в зависимости от размеров предприятия и вида его деятельности).

Объект системы управления финансами предприятия представляет собой совокупность трех следующих взаимосвязанных элементов: отношения, ресурсы, источники (обязательства). Именно этими элементами и пытаются управлять менеджеры.

Отметим, что в основе *финансовых отношений* лежит система договоров. Эти отношения должны иметь документальное подтверждение (договор, накладная, акт, ведомость и др.) и, как правило, сопровождаться изменением имущественного и (или) финансового положения контрагентов. Слова «как правило» означают, что в принципе возможны финансовые отношения, которые при их возникновении не отражаются немедленно на финансовом положении в силу принятой системы их реализации (например, заключение договора купли-продажи).

Финансовые отношения многообразны (к ним относятся отношения с государственным бюджетом, контрагентами, поставщиками, покупателями, финансовыми рынками и институтами, собственниками, работниками и др.). Управление финансовыми отношениями реализуется в основном на принципе экономической эффективности.

Финансовые ресурсы (точнее, ресурсы, выражаемые в терминах финансов) – это ресурсы, которые представлены в активе баланса.

Иными словами, они весьма разнообразны и могут, быть классифицированы по различным признакам. В частности, это могут быть долгосрочные материальные, нематериальные и финансовые активы, производственные запасы, дебиторская задолженность, денежные средства и их эквиваленты. Естественно, речь идет не о материально-вещественном их представлении, а о целесообразности вложения денежных средств в те или иные активы и их соотношении. Задача процесса управления финансами – обосновать и поддерживать оптимальный состав активов, т. е. ресурсного потенциала предприятия, и по возможности не допускать неоправданного омертвления денежных средств в тех или иных активах [26].

Источники финансовых ресурсов представлены в пассивной стороне баланса предприятия. Управление источниками финансовых ресурсов – одна из важнейших задач финансового менеджера. Основная проблема в управлении ими заключается в том, что, как правило, не бывает бесплатных источников (поставщику финансовых ресурсов надо платить). А поскольку каждый источник имеет свою стоимость, возникает задача оптимизации структуры источников финансирования в долгосрочном и в краткосрочном аспектах.

1.4. Финансовый менеджмент как базовая основа процесса финансирования предприятия

Финансовый менеджмент является важной частью менеджмента, или формой управления процессами финансирования предпринимательской деятельности [22].

Финансовый менеджмент (или управление финансами предприятия) означает управление денежными средствами, финансовыми ресурсами в процессе их формирования, распределения и использования с целью получения оптимального конечного результата.

В то же время финансовый менеджмент представляет собой управление финансами предприятия, направленное на оптимизацию прибыли, максимизацию курса акций, максимизацию стоимости бизнеса, чистой прибыли на акцию, уровня дивидендов, чистых активов в расчете на одну акцию, а также на поддержание конкурентоспособности и финансовой устойчивости хозяйствующего субъекта [4].

Финансовый менеджмент как наука управления финансами ориентирован на достижение стратегических и тактических целей хозяйствующего субъекта [29].

Финансовый менеджмент как система управления состоит из двух следующих подсистем:

- 1) управляемая подсистема (объект управления);
- 2) управляющая подсистема (субъект управления).

Финансовый менеджмент реализует сложную систему управления совокупно-стоимостной величиной всех средств, участвующих в воспроизводственном процессе, и капиталом, обеспечивающим финансирование предпринимательской деятельности.

Объектом управления является совокупность условий осуществления денежного оборота и движения денежных потоков, кругооборота стоимости, движения финансовых ресурсов и финансовых отношений, возникающих во внутренней и внешней среде предприятия.

Поэтому в объект управления включаются следующие элементы [40]:

- 1) денежный оборот;
- 2) финансовые ресурсы;
- 3) кругооборот капитала;
- 4) финансовые отношения.

Субъект управления – совокупность финансовых инструментов, методов, технических средств, а также специалистов, организованных в определенную финансовую структуру, которые осуществляют целенаправленное функционирование объекта управления.

Элементами субъекта управления являются следующие [40]:

- 1) кадры (подготовленный персонал);
- 2) финансовые инструменты и методы;
- 3) технические средства управления;
- 4) информационное обеспечение.

Целью финансового менеджмента является выработка определенных решений для достижения оптимальных конечных результатов и нахождения оптимального же соотношения между краткосрочными и долгосрочными целями развития предприятия и принимаемыми решениями в текущем и перспективном финансовом управлении.

При этом главная цель финансового менеджмента – обеспечение роста благосостояния собственников предприятия в текущем и перспек-

тивном периодах. Эта цель получает конкретное выражение в обеспечении максимизации рыночной стоимости бизнеса (предприятия) и реализует конечные финансовые интересы его владельца.

Основные задачи финансового менеджмента [57]:

1) обеспечение формирования достаточного объема финансовых ресурсов в соответствии с потребностями предприятия и его стратегией развития;

2) обеспечение эффективного использования финансовых ресурсов в разрезе основных направлений деятельности предприятия;

3) оптимизация денежного оборота и расчетной политики предприятия;

4) максимизация прибыли при допустимом уровне финансового риска и благоприятной политике налогообложения;

5) обеспечение постоянного финансового равновесия предприятия в процессе его развития, т. е. обеспечение финансовой устойчивости платежеспособности.

Функции финансового менеджмента. Существует два основных типа функций финансового менеджмента [57]:

1) функции объекта управления:

- воспроизводственная (обеспечение воспроизводства авансированного капитала на расширенной основе);

- производственная (обеспечение непрерывного функционирования предприятия и кругооборота капитала);

- контрольная (контроль управления капиталом, предприятием);

2) функции субъекта управления:

- прогнозирование финансовых ситуаций и состояний;

- планирование финансовой деятельности;

- регулирование финансовой деятельности;

- координация деятельности всех финансовых подразделений с основным, вспомогательным и обслуживающим подразделениями предприятия;

- анализ и оценка состояния предприятия;

- стимулирование финансовых потоков;

- контроль за денежным оборотом, формированием и использованием финансовых ресурсов.

Далее остановимся на базовых концепциях финансового менеджмента.

Финансовый менеджмент базируется на следующих взаимосвязанных основных концепциях [25]:

1. Концепция денежного потока.
2. Концепция временной ценности денежных ресурсов.
3. Концепция компромисса между риском и доходностью.
4. Концепция цены капитала.
5. Концепция эффективности рынка капитала.
6. Концепция асимметричности информации.
7. Концепция агентских отношений.
8. Концепция альтернативных затрат.

Концепция денежного потока, как уже говорилось, предполагает:

- идентификацию денежного потока, его продолжительность и вид (краткосрочный, долгосрочный, с процентами или без);
- оценку факторов, определяющих величину элементов денежного потока;
- выбор коэффициента дисконтирования, позволяющего сопоставить элементы потока, генерируемые в различные моменты времени;
- оценку риска, связанного с данным потоком, и способы его учета.

Что касается *концепции временной ценности денежных ресурсов*, упоминаемой ранее, то она обусловлена тремя основными факторами:

- а) инфляцией;
- б) риском недополучения, или неполучением ожидаемой суммы;
- в) оборачиваемостью.

Смысл *концепции компромисса между риском и доходностью*, как было указано ранее, заключается в том, что получение любого дохода в бизнесе практически всегда сопряжено с риском, и зависимость между ними прямо пропорциональна. В то же время возможны ситуации, когда максимизация дохода должна быть сопряжена с минимизацией риска.

Концепция цены капитала предполагает, что обслуживание того или иного источника финансирования обходится для фирмы неодинаково, следовательно, цена капитала показывает минимальный уровень дохода, необходимый для покрытия затрат по поддержанию каждого источника и позволяющий не оказаться в убытке. При этом количественная оценка цены капитала имеет ключевое значение в анализе инвестиционных проектов и выборе альтернативных вариантов финансирования предприятия.

Концепция эффективности рынка капитала подразумевает, что операции на финансовом рынке (с ценными бумагами) и их объем зави-

сят от того, насколько текущие цены соответствуют внутренним стоимостям ценных бумаг. При этом рыночная цена зависит от многих факторов, и в том числе от информации. Информация здесь является основополагающим фактором: насколько быстро информация отражается на ценах, настолько меняется уровень эффективности рынка [25].

Термин «эффективность» в данном случае рассматривается не в экономическом, а в информационном плане, т. е. степень эффективности рынка характеризуется уровнем его информационной насыщенности и доступности информации участникам рынка.

Достижение информационной эффективности рынка базируется на выполнении следующих условий:

- множественность покупателей и продавцов;
- доступность информации всем субъектам рынка одновременно, при этом ее получение не должно быть связано с затратами;
- отсутствие транзакционных затрат, налогов и других факторов, препятствующих совершению сделок;
- отсутствие влияния сделок, совершаемых отдельными физическими или юридическими лицами на общий уровень цен на рынке;
- рациональные действия всех субъектов рынка, включающие в себя стремление максимизировать ожидаемую выгоду;
- невозможность сверхдоходов от сделки с ценными бумагами как равновероятное прогнозируемое событие для всех участников рынка.

Существует две основные характеристики эффективного рынка:

1) инвестор на этом рынке не имеет обоснованных аргументов ожидать больше, чем средний доход на инвестиционный капитал при заданной степени риска;

2) уровень дохода на инвестируемый капитал зависит от степени риска. Концепция эффективности рынка на практике может быть реализована в трех формах эффективности: слабой, умеренной, сильной.

В условиях слабой формы текущие цены на акции полностью отражают динамику цен предшествующих периодов. При этом невозможен обоснованный прогноз повышения или понижения курсов на основе статистики динамики цен.

В условиях умеренной формы эффективности текущие цены отражают не только имеющиеся в прошлом изменения цен, но и всю равнодоступную информацию, которая, поступая на рынок, немедленно отражается на ценах.

В условиях сильной формы текущие цены отражают как общедоступную информацию, так и ограниченную, т. е. вся информация является доступной, следовательно, никто не может получить сверхдоходы по ценным бумагам.

Концепция асимметричности информации, которую мы уже упоминали, напрямую связана с предыдущей концепцией. Ее смысл заключается в следующем: отдельные категории лиц могут владеть информацией, не доступной другим участникам рынка. Использование этой информации может дать положительный и отрицательный эффект [25].

Концепция агентских отношений введена в финансовый менеджмент в связи с усложнением организационно-правовых форм бизнеса. Суть данной концепции заключается в том, что в сложных организационно-правовых формах присутствует разрыв между функцией владения и функцией управления, т. е. владельцы компаний удалены от управления, которым занимаются менеджеры. Для того чтобы нивелировать противоречия между менеджерами и владельцами, ограничить возможность нежелательных действий менеджеров, владельцы вынуждены нести агентские издержки (участие менеджера в формировании прибыли) [25].

Концепция альтернативных затрат, описанная ранее, предполагает, что любое вложение всегда имеет альтернативу [25].

Далее рассмотрим финансовую деятельность и финансовый механизм предприятия.

1.5. Финансовая деятельность и финансовый механизм предприятия

Финансовая деятельность предприятия связана с формированием, распределением и использованием финансовых ресурсов, финансовыми и денежными отношениями, возникающими во внутренней и внешней среде предприятия. Финансовая деятельность включает в себя следующие направления:

1. Отношения, связанные с формированием уставного капитала и его распределением между собственниками.

2. Отношения, связанные с авансированием уставного капитала во внеоборотные и оборотные активы.

3. Деятельность по формированию валовых доходов предприятия и их распределению в целях покрытия воспроизводственных затрат, т. е. по обеспечению финансовыми ресурсами воспроизводственного процесса.

4. Деятельность по выполнению обязательств перед бюджетной системой.

5. Деятельность, связанную с выполнением обязательств перед собственниками предприятия по выплате им доходов.

6. Деятельность по реинвестированию прибыли в целях приращения активов.

7. Деятельность по формированию различных резервов предприятия.

8. Отношения, связанные с формированием фондов стимулирования и социальной защиты работников.

9. Деятельность по размещению свободных финансовых ресурсов предприятия и привлечению дополнительных финансовых ресурсов на финансовом рынке.

10. Деятельность по перераспределению финансовых ресурсов внутриотраслевого или межотраслевого характера в случае вхождения предприятия в различные ассоциации, концерны, синдикаты, холдинги, финансово-промышленные группы.

11. Деятельность по получению субсидий и субвенций из бюджетов разных уровней.

Финансовый механизм предприятия представляет собой совокупность финансовых методов, рычагов, инструментов, а также правового, нормативного и информационного обеспечения, возникающих во внутренней и внешней среде предприятия [29].

Таким образом, финансовая деятельность предприятия реализуется посредством финансового механизма. Информационное обеспечение финансового механизма включает в себя внешнюю правовую и налоговую среду, а также информацию внутреннего характера.

Правовая среда:

- основные законодательные акты, регулирующие предпринимательскую деятельность;
- законодательные акты по охране окружающей среды, безопасности жизнедеятельности и охране труда;
- законодательные акты, касающиеся социального страхования и обеспечения;
- законодательные акты, связанные с внешнеэкономической деятельностью предприятий;
- законодательные акты, регулирующие безналичные и наличные расчеты предприятия.

Налоговая среда включает в себя различные виды основных налогов, уплачиваемых предприятием.

Информация внутреннего характера содержит следующие виды отчетности [34]:

- финансовая отчетность;
- статистическая отчетность;
- внутренняя отчетность;
- данные первичного бухгалтерского учета.

Далее перечислим *сферы финансового менеджмента*.

1. Финансовый анализ и планирование, а также финансовое прогнозирование, которые включают в себя:

- оценку и анализ активов и источников их формирования;
- оценку величины и состава ресурсов, необходимых для поддержания экономического потенциала компании и расширения ее деятельности;
- оценку источников дополнительного финансирования;
- формирование системы контроля за составлением и эффективным использованием финансовых ресурсов.

2. Обеспечение предприятия финансовыми ресурсами, в которое входят:

- оценка объема требуемых финансовых ресурсов;
- выбор форм их получения;
- оценка степени доступности и времени получения этих ресурсов;
- оценка стоимости обладания данным видом ресурсов (процент, дисконт и др.);
- оценка риска, ассоциируемого с данным источником финансирования.

3. Распределение и использование финансовых ресурсов, которые предполагают следующее [38]:

- анализ и оценка долгосрочных и краткосрочных решений инвестиционного характера;
- оптимальность времени трансформирования финансовых ресурсов в другие виды ресурсов (материальные, трудовые, денежные);
- целесообразность и эффективность вложений в основные фонды, нематериальные активы и формирование их рациональной структуры;
- оптимальное использование оборотных средств;
- обеспечение эффективности финансовых вложений.

Во второй главе будут рассмотрены теоретические аспекты управления капиталом предприятия.

Глава 2. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ УПРАВЛЕНИЯ КАПИТАЛОМ ПРЕДПРИЯТИЯ

2.1. Сущность капитала предприятия в системе экономических знаний

Одним из ключевых понятий в теории финансов вообще и в системе финансирования деятельности хозяйствующего субъекта в частности является понятие «*капитал*». В связи с этим очевидными становятся необходимость и значимость совершенствования механизма управления капиталом предприятия. Но прежде следует определить само содержание понятий «капитал» и «структура капитала компании», учитывая мнения ведущих отечественных и зарубежных экономистов.

Можно выделить три основных подхода к формулированию сущностной трактовки этих категорий: экономический, бухгалтерский и учетно-аналитический [17]. В рамках *экономического подхода* реализуется так называемая физическая концепция капитала, который рассматривается в широком смысле как совокупность ресурсов, являющихся универсальным источником доходов общества, и подразделяется:

- на личностный (неотчуждаемый от его носителя, т. е. человека);
- частный;
- на капитал публичных союзов, включая государство.

В рамках *бухгалтерского подхода*, реализуемого прежде всего на уровне хозяйствующего субъекта, капитал трактуется как интерес собственников этого субъекта в его активах, т. е. термин «капитал» в этом случае выступает синонимом чистых активов, а его величина рассчитывается как разность между суммой активов субъекта и величиной его обязательств.

Учетно-аналитический подход является по своей сути некоторой комбинацией двух предыдущих подходов и использует модификации физической и финансовой концепций капитала. В этом случае капитал как совокупность ресурсов характеризуется одновременно с двух следующих сторон [15]:

- направления его вложения (капитал как единая самостоятельная субстанция не существует и всегда облекается в некоторую физическую форму);
- источники происхождения (откуда получен капитал, чей он).

Исследованием капитала как одной из фундаментальных экономических категорий, имеющих сложную и многогранную природу, ученые занялись еще в XVII в. Усилиями К. Маркса, У. Петти, Д. Рикардо, А. Смита и прочих классиков и неоклассиков экономической мысли вопросы формирования, оборота и воспроизводства капитала изучены довольно глубоко. Рассмотрим трактовки некоторых отечественных и зарубежных исследователей определения понятия «капитал». В табл. 2 приведены наиболее значимые определения понятия «капитал».

Таблица 2

Наиболее известные трактовки понятия «капитал»

Автор (источник)	Определение
1	2
К. Маркс	Капитал – это не вещь, а определенное, общественное, принадлежащее определенной исторической формации общества производственное отношение, которое представлено в вещи и придает этой вещи специфический общественный характер [35]
А. Смит	Запасы подразделяются на две части. Та часть, от которой (человек, владеющий запасами) ожидает получить доход, называется его капиталом [50]
Советский энциклопедический словарь	Капитал – это стоимость, приносящая прибавочную стоимость в результате эксплуатации наемных рабочих капиталистами. Возникает на определенной ступени развития товарного производства, когда рабочая сила становится товаром в результате разорения и насильственного лишения непосредственных производителей средств производства и сосредоточения последних в руках капиталистических предпринимателей [51]
В. Ле-Кутре	Имущество называется капиталом по той причине, что от его наличия, его величины и состава зависит, в общем, мощь предприятия [31]
Справочник по международному бухгалтерскому учету <i>GAAP</i> и <i>IAS</i>	Совокупность акционерного и собственного капитала в частных предприятиях [36]

1	2
С. Ю. Вайнштейн	В наиболее общем, наиболее распространенном определении капитал представляет собой собственность, приносящую собственнику доход, при этом понятие «капитал» органически связано с понятием «эффективность», под которой понимается отношение достигнутого качества объекта или системы (каковой является или, по крайней мере, должно являться всякое предприятие) к стандартному уровню качества [60]
И. А. Бланк	Капитал – это накопленный путем сбережений запас экономических благ в форме денежных средств и реальных капитальных товаров, вовлекаемых его собственниками в экономический процесс как инвестиционный ресурс и фактор производства с целью получения дохода, функционирование которых в экономической системе базируется на рыночных принципах и связано с факторами времени, риска и ликвидности [5]
В. В. Ковалев	Капитал олицетворяет источники средств, т. е. пассив баланса, это долгосрочные источники средств [26]
Г. В. Савицкая	Капитал – это долгосрочные средства, которыми располагает субъект хозяйствования для осуществления своей деятельности с целью получения прибыли [46]

Как видим, существует множество дополняющих друг друга определений исследуемой экономической категории, ориентированных на описание основных свойств и сущности капитала. Целесообразно классифицировать имеющиеся трактовки данного понятия в зависимости от выделяемой тем или иным автором внутренней сущности капитала.

Ряд экономистов – представителей школы классической политической экономии (К. Маркс, Д. Рикардо, А. Смит и др.) соотносят капитал со стоимостью, приносящей прибавочную стоимость, опираясь при этом на концепцию создания прибавочного продукта, а также на особенности производственных отношений людей в процессе общественного производства.

Их мнение в этом отношении разделяет, например, И. А. Бланк [5]. С приведенными в табл. 2 высказываниями, действительно, нельзя не согласиться, ведь капитал в совокупности с трудом является основным фактором производства и развития общества; кроме того, в силу

своей экономической сущности данная категория может быть рассмотрена в качестве капитала лишь в том случае, когда она проявляет способность приносить собственнику доход и возмещать свою первоначальную стоимость. Однако указанный подход к пониманию сущности капитала не свободен от недостатков. Так, при изучении вопросов оборота и воспроизводства капитала практически без внимания остаются источники его формирования, их состав и структура капитала.

Другие авторы (В. Ле-Кутре, Дж. С. Милль, И. Фишер и др.) рассматривают капитал более широко – как накопленное богатство, имущество собственника и т. д. Однако такая трактовка не отражает экономической сущности исследуемого явления, поскольку капитал не является статичным состоянием имущества, это категория более высокой степени абстракции, связанная с процессом изменения стоимости данной субстанции во времени, отмеченным предшественниками.

В. В. Ковалев [24], Г. В. Савицкая [46] дополняют рассмотренные выше качественные характеристики анализируемой категории и определяют капитал именно как долгосрочные источники средств, что вполне обосновано в силу соотношения капитала с источником финансирования инвестиций, о чем в полной мере нельзя говорить в случае краткосрочных пассивов, которые по своей сути не являются авансированным капиталом.

Обобщая приведенные выше позиции ученых-экономистов по поводу сущности капитала, отметим, что в целях настоящего исследования под капиталом мы будем понимать финансовые ресурсы, авансированные в производство с целью получения прибыли и характеризующие общую стоимость средств в денежной, материальной и нематериальной формах, инвестированных в формирование его активов. В соответствии с этим в бухгалтерском балансе предприятия со стороны размещения различают активы; со стороны источников их формирования – пассивы. Исходя из этого выделяют две взаимосвязанные разновидности капитала: активный и пассивный капиталы [21]. *Активный капитал (активы)* – это производственные мощности хозяйствующего субъекта, формально представленные в акти-

ве его бухгалтерского баланса в виде двух блоков – основного (необоротного) и оборотного капиталов (рис. 5) [14].



Рис. 5. Структурное представление активного капитала

Пассивный капитал (пассивы) – это долгосрочные источники средств, за счет которых сформированы активы субъекта. Они подразделяются на собственный и заемный капиталы (рис. 6).



Рис. 6. Структурное представление пассивного капитала

Для осуществления хозяйственной деятельности каждая организация должна располагать определенным имуществом, принадлежащим ей на правах собственности. Все виды такого имущества в совокупности называются активами организации [15].

По мнению Н. В. Парушиной, капитал организации классифицируется по основным признакам [38]. Отдельные виды капитала, привлекаемого и используемого организацией (в соответствии с приведенной его классификацией по основным признакам), рассмотрим более подробно.

По *титулу собственности формируемый предприятием капитал* подразделяется на два основных вида – *собственный* и *заемный*. В системе источников привлечения капитала такое его разделение носит определяющий характер [25].

По *группам источников привлечения капитала по отношению к предприятию* выделяют следующие его виды: *капитал, привлекаемый из внутренних источников*, и *капитал, привлекаемый из внешних источников*. *Капитал, привлекаемый из внутренних источников*, характеризует собственные и заемные финансовые средства, формируемые непосредственно на предприятии для обеспечения его развития. Основу собственных финансовых средств, формируемых из внутренних источников, составляет капитализируемая часть чистой прибыли организации (нераспределенная прибыль). Основу заемных финансовых средств, формируемых внутри организации, составляют текущие обязательства по расчетам (внутренние счета начислений) [25]. *Капитал, привлекаемый из внешних источников*, характеризует ту его часть, которая формируется вне пределов организации. Она охватывает привлекаемый со стороны как собственный, так и заемный капитал. Состав источников этой группы формирования капитала довольно многочисленный.

По *национальной принадлежности владельцев капитала*, представляющих его в хозяйственное использование, различают *национальный* (отечественный) и *иностраный* капитал, *инвестированный в предприятие*. *Национальный капитал*, привлекаемый предприятием, позволяет ему в большей степени координировать свою хозяйственную деятельность с экономической политикой государства. *Иностраный капитал* привлекается, как правило, средними и крупными организациями, осуществляющими внешнеэкономическую деятельность. Хотя объем предложения капитала на мировом его рынке довольно значительный, условия его привлечения отечественными субъектами хозяйствования очень ограничены в силу высокого уровня экономического и политического риска для зарубежных инвесторов [26].

По *формам собственности капитала, предоставляемого предприятию*, выделяют *частный* и *государственный* его виды. Эта классификация капитала используется прежде всего в процессе формирования уставного фонда организации. Она служит основой соответствующей классификации организаций по формам собственности.

По *организационно-правовым формам привлечения капитала* *предприятием* выделяют *акционерный, паевой и индивидуальный* его виды. Такое разделение капитала соответствует обобщенной классификации организаций по организационно-правовым формам деятельности.

Акционерный капитал формируется организациями, созданными в форме акционерных обществ (компаний) открытого или закрытого типа. Такие корпоративные организации имеют широкие возможности формирования капитала из внешних источников путем эмиссии акций. При достаточно высокой инвестиционной привлекательности таких организаций их акционерный капитал может быть сформирован с участием зарубежных инвесторов [29].

Паевой капитал формируется партнерскими организациями, созданными в форме обществ с ограниченной ответственностью, командитных обществ и т. п. Такие организации, а соответственно и вид паевого капитала, получили наибольшее распространение в современных условиях.

Индивидуальный капитал характеризует форму его привлечения при создании индивидуальных организаций (семейных и т. п.). В современных условиях индивидуальные организации не получили еще широкого развития в нашей стране, в то время как в зарубежной практике они являются наиболее массовыми (они составляют 70–75 % от общего числа всех организаций). Создание новых предприятий сдерживается недостаточностью стартового капитала у предпринимателей и недостаточно высоким уровнем конъюнктуры на большинстве сегментов рынка товаров и услуг [16].

По *натурально-вещественным формам привлечения капитала* современная экономическая теория выделяет следующие его виды: *капитал в денежной форме*; *капитал в финансовой форме*; *капитал в материальной форме*; *капитал в нематериальной форме*. Инвестирование капитала в этих формах разрешено законодательством при создании новых организаций, увеличении объема их уставных фондов.

Капитал в денежной форме является наиболее распространенным его видом, привлекаемым предприятием. Универсальность этого вида капитала проявляется в том, что он легко может быть трансформирован в любую форму капитала, необходимого предприятию для осуществления хозяйственной деятельности.

Капитал в финансовой форме привлекается предприятием в виде разнообразных финансовых инструментов, вносимых в его уставный фонд. Такими финансовыми инструментами могут выступать акции, облигации, депозитные счета и сертификаты банков и другие их виды [25]. В отечественной хозяйственной практике привлечение капитала в финансовой форме используется организациями реального сектора экономики крайне редко.

Капитал в материальной форме привлекается предприятием в виде разнообразных капитальных товаров (машин, оборудования, зданий, помещений), сырья, материалов, полуфабрикатов, а в отдельных случаях и в виде потребительских товаров (в основном организациями торговли).

Капитал в нематериальной форме привлекается предприятием в виде разнообразных нематериальных активов, которые не имеют вещной формы, но принимают непосредственное участие в его хозяйственной деятельности и формировании прибыли. К этому виду капитала относятся права пользования отдельными природными ресурсами, патентные права на использование изобретений, нововведений, права на промышленные образцы и модели, товарные знаки, компьютерные программы и другие нематериальные виды имущественных ценностей [41].

По *временному периоду привлечения* выделяют капитал *долгосрочный* (перманентный) и *краткосрочный*. *Долгосрочный капитал*, привлекаемый предприятием, состоит из собственного капитала, а также из заемного капитала со сроком использования более одного года. Совокупность собственного и долгосрочного заемного капитала, сформированного предприятием, характеризуется термином «перманентный капитал». *Краткосрочный капитал* привлекается предприятием на период до одного года. Он формируется для удовлетворения временных хозяйственных потребностей организации, связанных с цикличностью хозяйственной деятельности, временным ростом конъюнктуры рынка и т. п.

По *степени вовлеченности в экономический процесс* капитал подразделяется на два основных вида – *используемый* и *неиспользуемый в экономическом процессе*. Такая форма классификации капитала определяет статус используемого объема и позволяет выявить возможный потенциал его дополнительного использования в конкретном

периоде [48]. *Капитал, используемый в экономическом процессе*, характеризует его как экономический ресурс, вовлеченный в общественное производство с целью получения дохода [44]. *Капитал, не используемый в экономическом процессе* (или «мертвый» капитал), представляет собой ранее накопленную его часть, которая в силу определенных причин еще не получила использования в экономическом процессе. Такой капитал не только не приносит доход его владельцу, но теряет свою реальную стоимость в процессе хранения в форме «издержек упущенных возможностей».

По сферам использования в экономике капитал в существующей хозяйственной практике подразделяется на два основных вида – *используемый в реальном или финансовом секторах экономики*. Такое разделение капитала носит несколько условный характер, так как базируется на соответствующей классификации организаций, а не операций капитала, совершаемых в различных секторах экономики. *Капитал, используемый в реальном секторе экономики*, характеризует его совокупность, задействованную на организациях этого сектора (в промышленности, на транспорте, в сельском хозяйстве, в торговле и т. п. (хотя определенная часть капитала этих организаций может быть связана с операциями на финансовом рынке)).

Капитал, используемый в финансовом секторе экономики, характеризует его совокупность, задействованную в разнообразных финансовых институтах (учреждениях): в коммерческих банках, инвестиционных фондах и компаниях, страховых компаниях и т. п. (хотя определенная часть капитала этих финансовых учреждений может быть непосредственно задействована в процессах реального инвестирования или производственного использования) [41].

По направлениям использования в хозяйственной деятельности выделяют капитал, используемый как *инвестиционный ресурс*; капитал, используемый как *производственный ресурс*; капитал, используемый как *кредитный ресурс* [30]. *Капитал, используемый как инвестиционный ресурс*, составляет определенную часть капитала организаций как реального, так и финансового секторов экономики, задействованную непосредственно в инвестиционном процессе. В организациях первой группы эта часть капитала используется преимущественно для осуществления реального инвестирования (как правило, в форме капитальных вложений), а в организациях второй группы – для

осуществления финансового инвестирования (как правило, в форме вложений в ценные бумаги) [34].

Капитал, используемый как производственный ресурс, составляет преимущественную часть капитала организаций реального сектора экономики. Эта часть их капитала задействована в непосредственном производстве продукции (товаров, услуг).

Капитал, используемый как кредитный ресурс, составляет преимущественную часть капитала таких учреждений финансового сектора экономики, как коммерческие банки и небанковские кредитные институты. В определенной мере капитал как кредитный ресурс может использоваться в разрешенных законодательством формах и иными финансовыми институтами (факторинговыми компаниями, лизинговыми компаниями и т. п.). Использование части капитала для предоставления товарного (коммерческого) кредита организациями реального сектора экономики к рассматриваемому виду не относится (этот вид операций осуществляется ими за счет капитала, используемого как производственный ресурс).

По *особенностям использования в инвестиционном процессе* выделяют *первоначально инвестируемый, реинвестируемый и дезинвестируемый* виды капитала. Перечисленные виды характеризуют движение используемого капитала по отношению к конкретному объекту (инструменту) инвестирования [38]. *Первоначально инвестируемый капитал* характеризует объем изначально сформированных инвестиционных ресурсов, направленных на финансирование конкретного объекта (инструмента) инвестирования (или определенную их совокупность – «инвестиционный портфель») [19]. *Реинвестируемый капитал* отображает повторное его вложение в конкретный объект или инструмент инвестирования за счет средств возвратного чистого денежного потока (чистой прибыли, амортизационных отчислений и т. п.).

Дезинвестируемый капитал характеризует частичное его изъятие из соответствующего объекта инвестирования или инвестиционного портфеля в целом (путем продажи соответствующих активов) [11].

По *особенностям использования в производственном процессе* выделяют *основной и оборотный* капитал организации [47].

По *степени задействованности в производственном процессе* в практике финансового менеджмента выделяют *работающий и неработающий* капитал.

Работающий капитал характеризует ту его часть, которая принимает непосредственное участие в формировании доходов и обеспечении операционной или инвестиционной деятельности организации. *Неработающий капитал* (или «мертвый» капитал в рамках организации) отображает ту его часть, которая авансирована в активы, не принимающие непосредственного участия в осуществлении различных видов операционной или инвестиционной деятельности организации и формировании ее доходов. Примером этого вида капитала являются средства организации, авансированные в неиспользуемые помещения и оборудование; запасы сырья и материалов для продукции, снятой с производства; готовая продукция, на которую полностью отсутствует спрос покупателей в связи с утратой ею потребительских качеств и т. п. [12].

По *уровню риска* используемый капитал подразделяется на три основные группы – *безрисковый* (низкорисковый), *среднерисковый*, *высокорисковый* капитал [41]. *Безрисковый капитал* характеризует ту его часть, которая используется для осуществления безрисковых операций, связанных с производственной или инвестиционной деятельностью организаций. Низкорисковой капитал характеризует его использование в производственных и инвестиционных операциях, уровень риска которых ниже среднерыночного.

Среднерисковый капитал характеризует ту его часть, которая задействована в операциях производственного или инвестиционного характера, уровень риска которых примерно соответствует среднерыночному.

Высокорисковый («венчурный», «спекулятивный») *капитал* характеризует его использование в операционной деятельности, основанной на принципиально новых технологиях и связанной с выпуском принципиально новых продуктов (так называемый венчурный капитал), или в инвестиционной деятельности, сопряженной с финансовым инвестированием в высокорисковые («спекулятивные») инструменты (так называемый спекулятивный капитал) [41].

По *соответствию правовым нормам использования* выделяют *легальный* и *«теневой» капитал*, необходимые для хозяйственной деятельности организаций. Рост объема использования «теневого» капитала в хозяйственной деятельности организаций служит для государ-

ства своеобразным индикатором низкой эффективности принимаемых решений в области налогового регулирования использования капитала в предпринимательской деятельности с позиций соблюдения паритета интересов как государства, так и собственников капитала [37].

В состав *собственного капитала* входит уставный, добавочный, резервный, нераспределенная прибыль, а также фонды, создаваемые на некоторых организациях за счет нераспределенной прибыли (фонд накопления, фонд потребления), амортизационный фонд. Заемные средства составляют кредиты и ссуды банков и других юридических и физических лиц, средства, вырученные от продажи облигаций, краткосрочная кредиторская задолженность.

Выбор схемы финансирования нового бизнеса неразрывно связан с учетом особенностей использования как собственного, так и заемного капитала.

Собственный капитал характеризуется следующими основными положительными особенностями [47]:

1. Простота привлечения, поскольку решения, связанные с увеличением собственного капитала (особенно за счет внутренних источников его формирования) принимаются собственниками и менеджерами организации без необходимости получения согласия других хозяйствующих субъектов.

2. Высокая способность генерирования прибыли во всех сферах деятельности, так как при его использовании не требуется уплаты ссудного процента во всех его формах.

3. Обеспечение финансовой устойчивости развития организации, ее платежеспособности в долгосрочном периоде, а соответственно и снижение риска банкротства.

Вместе с тем собственному капиталу присущи следующие недостатки [32]:

1. Ограниченность объема привлечения, а следовательно, и возможностей существенного расширения операционной и инвестиционной деятельности организации в периоды благоприятной конъюнктуры рынка на отдельных этапах его жизненного цикла.

2. Высокая стоимость в сравнении с альтернативными заемными источниками формирования капитала.

3. Неиспользуемая возможность прироста коэффициента рентабельности собственного капитала за счет привлечения заемных фи-

нансовых средств, так как без такого привлечения невозможно обеспечить превышение коэффициента финансовой рентабельности деятельности организации над экономической.

Таким образом, предприятие, использующее только собственный капитал, имеет наивысшую финансовую устойчивость (его коэффициент автономии равен единице), но ограничивает темпы своего развития (так как не может обеспечить формирование необходимого дополнительного объема активов в периоды благоприятной конъюнктуры рынка) и не использует финансовые возможности прироста прибыли на вложенный капитал.

Заемный капитал характеризуется следующими положительными особенностями [34]:

1. Достаточно широкие возможности привлечения, особенно при высоком кредитном рейтинге организации, наличии залога или гарантии поручителя.

2. Обеспечение роста финансового потенциала организации при необходимости существенного расширения ее активов и возрастания темпов роста объема ее хозяйственной деятельности.

3. Низкая стоимость в сравнении с собственным капиталом за счет обеспечения эффекта «налогового щита» (изъятия затрат по его обслуживанию из налогооблагаемой базы при уплате налога на прибыль).

4. Способность генерировать прирост финансовой рентабельности (коэффициента рентабельности собственного капитала).

Предприятие, использующее заемный капитал, имеет более высокий финансовый потенциал своего развития (за счет формирования дополнительного объема активов) и возможности прироста финансовой рентабельности деятельности, однако использование данного капитала в большей мере генерирует финансовый риск и угрозу банкротства (возрастающие по мере увеличения удельного веса заемных средств в общей сумме используемого капитала).

Выбор структуры капитала во многом определяется позицией второй стороны – *инвестора компании*, т. е. ее владельца или заемщика. Для инвестора определение способа инвестирования в компанию (например, купить акцию или облигацию) также является многоаспектной задачей. Основные различия между собственными и заем-

ными источниками формирования капитала компании с точки зрения инвестора приведены в табл. 3.

Таблица 3

Сопоставление источников формирования капитала компании с точки зрения инвестора

Критерий сравнения	Собственный капитал	Заемный капитал
Срок возврата капитала инвестору	Как правило, не ограничивается	Наличие фиксированного срока погашения
Получение дохода	Выплата дохода по инструментам формирования собственного капитала не является обязательством компании и производится из чистой прибыли	Выплата дохода по инструментам формирования заемного капитала является обязательством компании
Ожидаемая доходность	Как правило, стохастична	Как правило, predetermined условиями договора
Право на получение части имущества компании при ее ликвидации	Получение имущества по остаточному принципу	Первоочередное право на возврат вложенных средств
Право на участие в управлении компанией	Дает все права (обыкновенная акция) или их часть (привилегированная акция)	Не дает права

Можно отметить, что отсутствует единое общепринятое толкование понятия «капитал». Под капиталом понимаются финансовые ресурсы, авансированные в производственную или другую деятельность предприятия с целью получения положительного финансового результата (прибыли).

При рассмотрении структуры капитала используются различные критерии классификации. Структуру капитала компании следует рассматривать с учетом особенностей ее функционирования и формирования источников финансирования ее деятельности. Источниками формирования капитала могут выступать собственные средства; средства, приравненные к собственным; заемные средства; привлеченные средства. Неоднозначность характеристик собственного и заемного капиталов не позволяет говорить о рациональной политике формирования структуры источников финансирования деятельности компаний.

Для обеспечения рациональности политики необходим тщательный анализ прочих факторов, оказывающих влияние на выбор источников капитала, а также целенаправленные действия собственников и менеджеров компании по формированию структуры.

2.2. Современное представление об управлении капиталом предприятия

Ресурсное обеспечение организации является необходимым условием ее развития. Именно наличие финансовых ресурсов определяет возможности формирования капитала на предприятиях. В связи с этим одна из главнейших проблем финансового менеджмента – эффективное управление капиталом организации в целях финансирования необходимых объемов затрат и обеспечения желательного уровня доходов.

Под управлением капиталом Н. Н. Селезнева, А. Ф. Ионова понимают систему принципов и методов разработки и реализации управленческих решений, связанных с оптимальным его формированием из различных источников, а также с обеспечением эффективного его использования в различных видах хозяйственной деятельности организации [48].

И. А. Бородин под управлением капиталом подразумевает управление процессами его эффективного использования [7].

Структура капитала определяется соотношениями между собственными и заемными средствами и их структурой, условно постоянными и переменными затратами на производство единицы продукции. По мнению И. А. Бланка, управление структурой капитала заключается в создании смешанной его структуры, представляющей такое оптимальное соотношение собственных и заемных источников, при котором минимизируется средневзвешенная стоимость капитала и максимизируется рыночная стоимость организации [5].

Представленные выше подходы к определению управления капиталом имеют один общий недостаток: ни один из авторов не упоминает о том, что перечисленные понятия не затрагивают вопросы возможности и целесообразности управления структурой капитала как необходимого показателя его эффективности.

Отметим, что мы под *управлением капиталом* будем рассматривать управление финансами, т. е. собственными и заемными средствами, основными и оборотными средствами, а также финансовыми

отношениями, возникающими между хозяйствующими субъектами в рамках инвестиционной деятельности. Это предполагает как управление капиталом в целом, так и управление его структурными элементами. Исходя из этого, целью управления капиталом фирмы являются удовлетворение ее потребностей в приобретении необходимых активов и оптимизация структуры капитала для минимизации его стоимости и максимизации стоимости фирмы при допустимом уровне риска. Ниже представлена система управления капиталом предприятия (рис. 7).



Рис. 7. Система управления капиталом предприятия

Структурно-логическое описание экономического механизма управления капиталом организации содержит в себе следующие элементы: объект, субъект, цель.

Объектом в данном случае является капитал организации, определяемый с общеэкономической позиции как совокупность финансо-

вых ресурсов, преобразованных в процессе делового оборота хозяйствующего субъекта в материальные, нематериальные и финансовые активы. В этом смысле, являясь особой формой организации финансовых ресурсов, капитал имеет две важнейшие характеристики: участвует в реальном хозяйственном обороте организации и имеет способность приносить прибыль. В рамках современного финансового менеджмента способность приносить прибыль трансформируется в способность увеличивать стоимость организации и минимизировать затраты на привлечение финансовых ресурсов.

С позиции менеджмента капитал представляет особым образом организованную часть финансовых ресурсов, привлеченных хозяйствующим субъектом на правах собственности или во временное пользование с целью их наращивания путем инвестирования в определенные активы. Таким образом, для капитала характерно не только привлечение денежных средств, но и их использование в ходе функционирования организации [55].

Субъект экономического механизма управления капиталом организации – это финансово-экономическая служба, обеспечивающая долгосрочную эффективную хозяйственную деятельность предприятия в динамично изменяющейся конкурентной внешней среде, а также постоянный рост объемов его деятельности и рыночной стоимости.

Целью же является максимизация благосостояния собственников в текущем и перспективном периодах, которое выражается в росте рыночной стоимости организации.

Управление капиталом предприятия направлено на решение основных задач (табл. 4) [15].

Таблица 4

Задачи управления капиталом предприятия

Задача	Реализация задачи
1	2
Формирование достаточного объема капитала, обеспечивающего необходимые темпы экономического развития организации	Определение общей потребности в капитале, финансирование необходимых предприятию активов, формирование схем финансирования оборотных и внеоборотных активов, разработка системы мероприятий по привлечению различных форм капитала из предусмотряемых источников

1	2
Оптимизация распределения сформированного капитала по видам деятельности и направлениям использования	Эффективное использование капитала в отдельных видах деятельности организации; формирование пропорций предстоящего использования капитала
Обеспечение условий достижения максимальной доходности капитала при предусматриваемом уровне финансового риска	Обеспечение максимальной доходности и оптимизации соотношения собственного и заемного видов привлекаемого капитала
Обеспечение минимизации финансового риска, связанного с использованием капитала, при предусматриваемом уровне его доходности	Снижение уровня финансового риска операций, обеспечивающих достижение этой доходности, оптимизация структуры источников его формирования, избегание отдельных финансовых рисков, использование эффективных форм их внутреннего и внешнего страхования
Обеспечение достаточного уровня финансового контроля над предприятием со стороны его учредителей	Отслеживание в процессе развития организации достаточности привлечения собственного капитала из внешних источников, которое не должно привести к утрате финансового контроля и поглощению организации сторонними инвесторами
Обеспечение достаточной финансовой гибкости организации	Формирование капитала за счет оптимизации соотношения собственных и заемных его видов, долгосрочных и краткосрочных форм его привлечения, снижения уровня финансовых рисков, своевременных расчетов с инвесторами и кредиторами
Оптимизация оборота капитала	Эффективное управление потоками различных форм капитала в процессе отдельных циклов его кругооборота на предприятии; обеспечение синхронности формирования отдельных видов потоков капитала
Обеспечение своевременного реинвестирования капитала	Реинвестирование капитала в наиболее доходные активы и операции, обеспечивающие необходимый уровень его эффективности в целом

Далее рассмотрим *функции механизма управления капиталом*, которые подразделяются на две основные группы, определяемые сущ-

ностью процесса управления. Под функциями субъекта управления капиталом (первая группа) понимаются виды деятельности в управлении, обособившиеся в процессе специализации управленческого труда. К ним относятся анализ и оценка, планирование, организация, координация, мотивация, контроль. Состав второй группы функций обусловлен конкретным объектом управления.

Далее раскроем *принципы механизма управления капиталом*, различающиеся в зависимости от вида капитала. Для заемного капитала характерны принципы возвратности, срочности и, как правило, платности; для собственного – принцип платности. Таким образом, принцип платности является общим при использовании всех видов капитала организации.

Принцип возвратности заключается в необходимости своевременного возврата средств кредитору после завершения их использования в хозяйственном обороте. В случае невозврата заемного капитала в срок на заемщика налагаются штрафные санкции. Заемщик не может распоряжаться полученным кредитом как своим собственным капиталом. Кредит возвращается в тот момент, когда высвободившиеся средства дают возможность заемщику вернуть денежные средства, полученные во временное пользование.

Принцип срочности опирается на нормативы сроков окупаемости капитала и предполагает, что возвращать сумму заемных средств следует в строго отведенный срок, установленный кредитным договором. Срочность – это необходимая форма достижения возвратности.

Принцип платности выражает необходимость оплаты права на использование заемного капитала. Платность оказывает стимулирующее воздействие на финансовую хозяйственную деятельность предприятий, побуждая их с наибольшим эффектом использовать заемные средства [53].

Потенциал системы управления предприятием представляет собой совокупность тех возможностей, средств и инструментов, которые появляются у него с применением механизма управления капиталом предприятия. Потенциал характеризует не одномоментную, а перспективную результативность, постепенно накапливаемую в течение времени. Потенциал управления капиталом предприятия входит в общий стратегический потенциал предприятия и может рас-

смагиваться как прирост этого потенциала под влиянием факторов формирования и использования его капитала. Более того, потенциал управления капиталом предприятия является главным компонентом общего потенциала предприятия, потому что он определяет реализацию стратегических целей предприятия и всех других его потенциалов.

Существуют различные теории управления капиталом предприятия, базирующиеся на оптимизации его структуры. Для конкретного предприятия определенной отрасли возможно построение упрощенных моделей.

Теории структуры капитала предусматривают сравнение затрат на привлечение собственного и заемного капиталов и степени влияния различных комбинированных вариантов финансирования на рыночную оценку (рис. 8) [25].

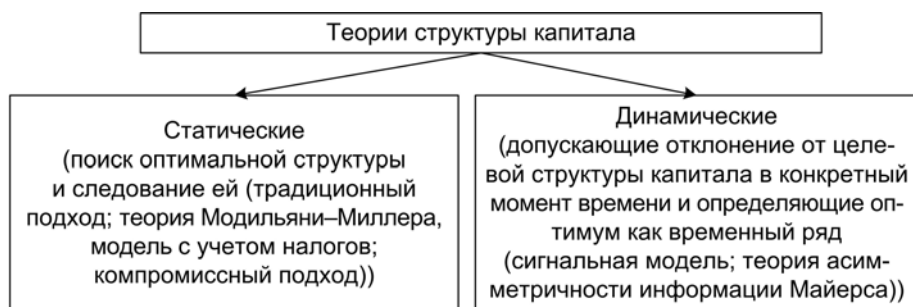


Рис. 8. Описание основных теорий структуры капитала

Наибольшую известность и применение в мировой практике получили статические теории структуры капитала, обосновывающие существование оптимальной структуры, которая максимизирует оценку капитала. Эти теории рекомендуют принятие решений о выборе источников финансирования (собственные или заемные средства) строить с опорой на оптимальную структуру капитала.

В *статическом подходе* существуют две альтернативные теории структуры капитала, объясняющие влияние привлечения заемного капитала на стоимость используемого капитала и соответственно на текущую рыночную оценку активов корпорации (V) [33]:

- 1) традиционная теория;
- 2) теория Модильяни–Миллера.

В настоящее время наибольшее признание получила компромиссная теория структуры капитала (оптимальная структура находится

как компромисс между налоговыми преимуществами привлечения заемного капитала и издержками банкротства), которая не позволяет для конкретной корпорации рассчитать наилучшее сочетание собственного и заемного капиталов, но формулирует общие рекомендации при принятии решений.

Динамические модели учитывают постоянный поток информации, который получает рынок по данной корпорации. В них рассматривается большее число инструментов принятия решений. Управление источниками финансирования не сводится к установлению целевой структуры капитала, так как включает в себя выбор между краткосрочными и долгосрочными источниками и управление собственными источниками (принятие решений по структуре собственного капитала).

Традиционный подход предполагает, что корпорация, имеющая заемный капитал (до определенного уровня), рыночно оценивается выше, чем фирма без заемных средств долгосрочного финансирования. Теория Модильяни–Миллера предполагает, что на рынке существуют следующие допущения:

- 1) инвесторы ведут себя рационально и одинаково информированно;
- 2) предоставление и получение долга происходит по безрисковой ставке;
- 3) не существует различий между корпоративным и персональным заимствованием;
- 4) отсутствует налогообложение прибыли.

Эти ученые доказали, что при указанных обстоятельствах стоимость фирмы и средневзвешенная стоимость капитала не зависят от финансового рычага. То есть вместе с ростом финансового рычага стоимость капитала фирмы растет таким образом, что полностью нейтрализует эффект от увеличения удельного веса заемного капитала.

Позднее Модильяни и Миллер модифицировали свою теорию, введя в нее возможность налогообложения прибыли. Учитывая, что проценты по долгу выплачиваются в большинстве стран до налога на прибыль, использование заемного капитала дает возможность компании получить экономию на этом налоге.

Вышеизложенное позволяет повысить чистые денежные потоки компании и соответственно увеличивает рыночную стоимость самой компании как приведенную стоимость ее денежных потоков:

$$V = V_0 + D \cdot T,$$

где V – стоимость компании, использующей заемный капитал в сумме D (рычаговой компании);

V_0 – стоимость той же компании при условии финансирования полностью за счет собственного капитала (нерычаговой компании);

D – величина заемного капитала;

T – ставка налога на прибыль.

Стоимость собственного капитала рычаговой компании (K_e) растет с увеличением финансового рычага. Однако из-за освобождения процентов по долгу от налога на прибыль этого роста не достаточно, чтобы скомпенсировать падение средневзвешенной стоимости капитала, вызванное увеличением доли относительно дешевых заемных средств в структуре компании.

В результате средневзвешенная стоимость капитала рычаговой компании оказывается ниже, чем аналогичный показатель безрычаговой компании [39]:

$$WACC = K_{e0} \cdot (1 - (D \cdot T) / (E + D)),$$

где $WACC$ – средневзвешенная стоимость капитала рычаговой компании;

K_{e0} – стоимость капитала безрычаговой компании;

E, D – соответственно величина собственного и заемного капиталов рычаговой компании.

Оптимальная структура капитала определяется соотношением выгод от налогового щита (возможности включения платы за заемный капитал в себестоимость) и убытков от возможного банкротства.

Введение в рассмотрение затрат по организации дополнительного привлечения заемного капитала и издержек возможного банкротства при большом финансовом рычаге меняет поведение кривых стоимости капитала при увеличении заемного финансирования. С ростом финансового рычага стоимость заемного и акционерного капиталов растет.

Таким образом, управление капиталом предприятия представляет собой совокупность функций, методов, форм и инструментов привлечения денежных средств из различных источников в соответствии с потребностями развития предприятия.

Основная цель этого управления состоит в обеспечении необходимого уровня развития предприятия. В отличие от управления финансами, функционированием которых пронизано все социально-экономическое развитие, управление капиталом сосредоточено преимущественно в сфере материального производства.

Основными направлениями повышения эффективности управления капиталом предприятия являются работа с источниками финансирования (собственный капитал, привлечение заемного капитала, краткосрочное и долгосрочное кредитование, распределение прибыли и пр.); инвестиции предприятия и оценка их эффективности (доходность капитала, текущая и перспективная стоимость предприятия, оценка финансовых рисков и т. д.); управление основным и оборотным капиталом; финансовое планирование; анализ и контроль финансовой деятельности.

2.3. Современные механизмы управления капиталом предприятия

Задача повышения эффективности систем управления действующих предприятий определяет приоритетность проблемы управления их капиталом. Процесс управления капиталом предприятия базируется на определенном механизме. В связи с этим постановка вопроса о формировании соответствующего механизма очень важна. Определяя сущность рассматриваемого механизма, следует понимать, что он, являясь самостоятельным средством повышения эффективности финансовой и инвестиционной деятельности, одновременно является частью общеэкономического хозяйственного механизма организаций. А значит, его изучение должно основываться на содержательном анализе и использовании системного подхода. Результатом реализации данного механизма должна стать возможность принятия грамотных финансовых решений.

Механизм управления капиталом предприятия основан на использовании определенной системы методов. Метод – это совокупность приемов, правил и способов, используемых в практической дея-

тельности для решения поставленной задачи. Финансовое обеспечение предпринимательства основано на реализации следующих важнейших методов: самокупаемость, самофинансирование, кредитование [58].

В системе управления капиталом предприятия может использоваться организационно-экономический и нормативно-правовой механизмы.

Организационно-экономический механизм управления капиталом предприятия представляет собой систему элементов управления (субъекты управления; цели, функции, структура и методы управления; мотивационный механизм интеллектуального труда, а также критерии и методы оценки эффективности управления им), оказывающих воздействие на составляющие интеллектуального капитала как объекта управления, что позволяет получать дополнительные конкурентные преимущества. Регулирование организационно-экономического механизма управления капиталом обеспечивается путем использования обратной связи в соответствии с результатами оценки эффективности управления интеллектуальным капиталом и его составляющими.

При организационно-экономическом механизме управления капиталом используется самокупаемость, самофинансирование и кредитование.

Самокупаемость как метод финансирования означает возмещение текущих затрат за счет полученных доходов [52].

Самофинансирование – это финансирование хозяйствующим субъектом своего производственного процесса за счет собственных источников финансовых ресурсов. К этим источникам относятся амортизационные отчисления и прибыль, направляемая в фонд накопления. Самофинансирование означает, что хозяйствующий субъект может повторно инвестировать денежные средства, не обращаясь к кредиту или к акционерам.

Кредитование представляет собой процесс привлечения заемных денежных средств на условиях возвратности, срочности, платности.

Оптимизация распределения сформированного капитала по видам деятельности и направлениям реализуется путем исследования возможностей наиболее эффективного использования капитала в отдельных видах деятельности организации и хозяйственных операциях; формирования пропорций предстоящего использования капитала, обеспечивающих достижение условий наиболее эффективного его функционирования и рост рыночной стоимости.

Формирование *нормативно-правового механизма* управления капиталом предприятия является обязательным и неизменным условием, обеспечивающим экономическую свободу, права и гарантии, позволяющие осознанно заниматься разрешенной законом деятельностью. Создание нормативно-правовой среды, адекватной сложившимся экономическим, историческим, национальным особенностям, решает многие проблемы промышленных предприятий в течение всего периода их функционирования, начиная с момента регистрации, лицензирования их деятельности и заканчивая процедурами банкротства и прекращения существования [3].

В структуру механизма управления капиталом входят следующие элементы:

- государственное правовое и нормативное регулирование вопросов формирования и распределения финансовых ресурсов предприятия;
- рыночный механизм регулирования формирования и использования финансовых ресурсов предприятия;
- внутренний механизм регулирования отдельных аспектов формирования, распределения и использования финансовых ресурсов предприятия.

Разработанная концепция формирования механизма управления капиталом предприятия реализуется с помощью определенных методов. Одним из стратегических методов является *планирование затрат на производство и реализацию продукции*, которое важно для определения оптимальной ценовой политики. Необходимыми условиями являются раздельное планирование переменных и постоянных затрат, а также определение наиболее экономичного размера запасов.

К тактическим методам формирования источников финансового обеспечения относятся методы *определения стоимости привлекаемого капитала, операционный левэридж, финансовый левэридж* [23].

Рост любой социально-экономической системы проявляется в росте предлагаемых хозяйствующими субъектами товаров и услуг. Однако это объективное стремление предприятия к наращиванию оборота или объема продаж в общем случае требует привлечения дополнительного капитала. В свою очередь привлекаемый дополнительный капитал, соединяясь с имеющимся в распоряжении предприятия капиталом, образует новое соотношение источников финансирования предприятия.

Эта комбинация долга и собственного капитала, которая всякий раз должна уравниваться активами предприятия, называется *структурой капитала*.

Часто структуру капитала определяют в более узком смысле как пропорцию, в которой предприятие использует собственные и долгосрочные заемные источники. Различие в этих формулировках состоит в содержании долга. Если исходить из предположения, что краткосрочные обязательства уравновешены краткосрочными активами, то, вычитая из обеих частей балансового уравнения эти величины, мы и приходим ко второму (указанному) определению структуры капитала [54].

В принципе, какая из этих формулировок более точна и объективна, не столь важно для понимания сущности структуры капитала, хотя, как будет показано далее, это различие не всегда можно игнорировать. Структура капитала предприятия формируется под воздействием множества факторов, как внутренних, так и внешних. Наиболее существенное влияние оказывают следующие факторы [61]:

- темпы роста оборота предприятия. Чем выше и устойчивее темпы роста объема продаж, тем сильнее склонность предприятия к заимствованиям, поскольку при прочих равных условиях транзакционные издержки на оформление банковского кредита значительно ниже, чем на эмиссию акций. В условиях устойчивого роста продаж наращивание доли долгового финансирования до определенных пределов не снижает доходность предприятия;

- тяжесть налогового бремени. Влияние этого фактора особенно ощутимо в условиях жесткого налогообложения прибыли, когда ставки налога на прибыль высокие, а льгот по этому налогу мало, либо они вовсе отсутствуют. В таких условиях проявляется склонность предприятий к долговому финансированию, поскольку получаемые предприятиями кредиты налогом не облагаются;

- угроза поглощения предприятия. В условиях открытой экономики поглощение предприятий не такое уж редкое явление. Если эта угроза очевидна, то в качестве защиты от поглощения предприятие наращивает долю долга в структуре капитала, поскольку это увеличивает затраты на его поглощение;

- состояние рынка капитала. Чем шире доступность капитала на открытом рынке, тем больше возможностей у предприятия сформировать оптимальную для себя структуру капитала. Однако в достиже-

нии этого объективного стремления предприятиям приходится преодолевать трудности, проистекающие из самой природы капитала, и прежде всего его обостренной избирательности;

- структура активов предприятия. Наличие у предприятия высоколиквидных активов и активов универсального применения упрощает получение заемных средств, сохраняя при этом невысокий уровень риска неликвидности;

- потребность в финансировании масштабных новых проектов. Осуществление таких проектов сопряжено с высоким риском, поэтому долговое финансирование, как правило, невозможно, поскольку неспособно обеспечить требуемую норму доходности владельцу капитала. На практике финансирование новых проектов осуществляется с привлечением венчурного (рискового) капитала, владельцы которого делят высокий риск с предприятием, получая взамен участие в собственности последнего;

- уровень и динамика доходности предприятия. Чем выше и устойчивей во времени уровень доходности предприятия, тем легче привлечь заинтересованных инвесторов, поскольку гарантии предприятия по обеспечению требуемой нормы доходности инвесторов достаточно высоки;

- приемлемый уровень риска, при котором сохраняется баланс интересов участников деятельности предприятия.

Эффективное использование собственных источников финансового обеспечения подразумевает не только определенную отдачу от каждого вида ресурсов, но и максимальную отдачу, возможную при оптимальной структуре источников финансового обеспечения, характерной для отдельного предприятия. Максимальной отдачей от каждого вида ресурсов можно добиться вовлечением в производство полного объема источников финансового обеспечения предприятия.

Современные теории структуры капитала формируют достаточно обширный методический инструментарий оптимизации этого показателя на каждом конкретном предприятии.

Основными критериями такой оптимизации выступают следующие [16]:

- приемлемый уровень доходности и риска в деятельности организации;
- минимизация средневзвешенной стоимости капитала организации;
- максимизация рыночной стоимости организации.

Приоритет конкретных критериев оптимизации структуры капитала предприятие определяет самостоятельно. Исходя из этого, можно сделать вывод, что не существует единой оптимальной структуры капитала не только для разных организаций, но даже и для одного предприятия на разных стадиях его развития.

Одна из главных задач формирования капитала – оптимизация его структуры с учетом заданного уровня его доходности и риска – реализуется разными методами [26].

Показатель, отражающий уровень дополнительно генерируемой прибыли на собственный капитал при различной доле использования заемных средств, называется *эффектом финансового леве­риджа*. Он рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{ЭФЛ} = (1 - C_{\text{НП}}) \cdot (\text{КВР}_A - \text{ПК}) \cdot \text{ЗК/СК},$$

где ЭФЛ – эффект финансового леве­риджа, заключающийся в при­росте коэффициента рентабельности собственного капитала, %;
 $C_{\text{НП}}$ – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;
 КВР_A – коэффициент валовой рентабельности активов (отноше­ние валовой прибыли к средней стоимости активов), %;
ПК – средний размер процентов за кредит, уплачиваемых пред­приятием за использование заемного капитала, %;
ЗК – средняя сумма используемого предприятием заемного ка­питала;
СК – средняя сумма собственного капитала организации.

В данной формуле можно выделить три основные составляю­щие [43]:

1. Налоговый корректор финансового леве­риджа ($1 - C_{\text{НП}}$), кото­рый показывает, в какой степени проявляется эффект финансового ле­ве­риджа в связи с различным уровнем налогообложения прибыли.

2. Дифференциал финансового леве­риджа ($\text{КВР}_A - \text{ПК}$), который характеризует разницу между коэффициентом валовой рентабельно­сти активов и средним размером процента за кредит.

3. Коэффициент финансового леве­риджа (ЗК/СК), который опре­деляет сумму заемного капитала, используемого предприятием, в расче­те на единицу собственного капитала.

Выделение этих составляющих позволяет целенаправленно управлять эффектом финансового левириджа в процессе финансовой деятельности организации.

Дифференциал финансового левириджа является главным условием, формирующим его положительный эффект. Этот эффект проявляется только в том случае, если уровень валовой прибыли, генерируемой активами организации, превышает средний размер процента за используемый кредит (включающий в себя не только его прямую ставку, но и другие удельные расходы по его привлечению, страхованию и обслуживанию), т. е. если дифференциал финансового левириджа является положительной величиной. Чем выше положительное значение дифференциала финансового левириджа, тем выше при прочих равных условиях будет его эффект [45].

В связи с высокой динамичностью данный показатель требует постоянного мониторинга в процессе управления эффектом финансового левириджа. Такой динамизм обусловлен действием некоторых факторов.

Прежде всего, в период ухудшения конъюнктуры финансового рынка (в первую очередь, сокращения объема предложения на нем свободного капитала) стоимость заемных средств может резко возрасти, превысив уровень валовой прибыли, генерируемой активами организации.

Кроме того, снижение финансовой устойчивости организации в процессе повышения доли используемого заемного капитала приводит к увеличению риска его банкротства, что вынуждает кредиторов увеличивать уровень ставки процента за кредит с учетом включения в нее премии за дополнительный финансовый риск. При определенном уровне этого риска (а соответственно и уровне общей ставки процента за кредит) дифференциал финансового левириджа может быть сведен к нулю (при котором использование заемного капитала не даст прироста рентабельности собственного капитала) и даже иметь отрицательную величину, при которой рентабельность собственного капитала снизится, так как часть чистой прибыли, генерируемой собственным капиталом, будет уходить на обслуживание используемого заемного капитала по высоким ставкам процента [26].

Наконец, в период ухудшения конъюнктуры товарного рынка сокращается объем реализации продукции, а соответственно и размер валовой прибыли организации от операционной деятельности. В этих условиях отрицательная величина дифференциала финансового левериджа может формироваться даже при неизменных ставках процента за кредит за счет снижения коэффициента валовой рентабельности активов [3].

Формирование отрицательного значения дифференциала финансового левериджа по любой из вышеперечисленных причин всегда приводит к снижению коэффициента рентабельности собственного капитала. В этом случае использование предприятием заемного капитала дает отрицательный эффект. При неизменном дифференциале коэффициент финансового левериджа является главным генератором как возрастания суммы и уровня прибыли на собственный капитал, так и финансового риска потери этой прибыли. Аналогичным образом при неизменном коэффициенте финансового левериджа положительная или отрицательная динамика его дифференциала генерирует как возрастание суммы и уровня прибыли на собственный капитал, так и финансовый риск ее потери [14].

Знание механизма воздействия финансового левериджа на уровень прибыльности собственного капитала и уровень финансового риска позволяет целенаправленно управлять как стоимостью, так и структурой капитала организации.

Функционирование экономического механизма управления капиталом может включать в себя следующие этапы [55]:

- планирование разработки системы управления капиталом;
- анализ состава и структуры капитала предприятия в предшествующем периоде;
- оптимизация структуры и стоимости капитала на основе полученных результатов;
- планирование капитала предприятия в разрезе отдельных его видов (на данном этапе необходимо учесть все недостатки, выявленные в процессе анализа и оптимизации капитала, его структуры и стоимости);
- создание системы эффективного контроля формирования и использования капитала предприятия.

Таким образом, реализация рассмотренного механизма управления капиталом организации будет способствовать:

- повышению эффективности управления капиталом, особенно с точки зрения сбалансированности источников его формирования и направлений использования;
- повышению ликвидности и финансовой независимости предприятия в результате оптимизации структуры капитала;
- обеспечению финансового равновесия предприятия в процессе его производственно-хозяйственной деятельности.

В следующей теме рассмотрим основы оборотного капитала.

2.4. Оборотный капитал как источник финансирования предприятия

Оборотные активы – это имущественные ценности организации, которые участвуют в ее производственно-коммерческой деятельности, изменяют первоначальную вещественно-материальную форму, потребляются в течении одного производственного цикла и переносят свою стоимость на себестоимость изготавливаемой продукции одновременно.

В экономической литературе существуют различные подходы к определению понятий «оборотный капитал», «оборотные средства», «оборотные активы». В. С. Золоторев в своих работах отождествляет категории «оборотный капитал» и «оборотные средства» предприятия [19].

По мнению В. С. Золоторева, оборотный капитал и оборотные средства представляют собой денежные средства, в определенный момент времени авансированные в производственные фонды и фонды обращения коммерческой организации, при этом обеспечивающие как процесс производства, так и процесс обращения [19].

М. Н. Крейнина, ссылаясь на «Современный экономический словарь» Б. А. Райзберга, Л. Ш. Лозовского, Е. Б. Стародубцевой, говорит о том, что оборотные средства – это часть средств производства, целиком потребляемая в течение производственного цикла. Они включают в себя материалы, сырье, топливо, энергию, полуфабрикаты, запчасти, незавершенное производство, расходы будущих периодов, исчисленные в денежном выражении. При этом стоимость оборотных средств определяется суммированием стоимостей их отдельных видов [29].

По мнению Л. С. Васильевой, оборотный капитал – это денежное выражение всей совокупности текущих активов, представляющих часть имущества предприятия и используемых для обеспечения процесса производства и реализации продукции и приращения доходов путем вложения в краткосрочные инструменты рынка денежного капитала [8].

Понятие «оборотный капитал» включает в себя две основополагающие составляющие – «капитал» и «оборотный». При этом, по нашему мнению, капитал является одним из ключевых компонентов менеджмента организации. Он имеет сложную структуру и состав, а состояние оборотного капитала напрямую влияет на результаты хозяйственной деятельности.

Управление оборотным капиталом представляет собой важную часть процесса краткосрочного планирования организации. Особенности управления оборотным капиталом определяется структурной принадлежностью хозяйствующих субъектов. Так, у торговых компаний существует высокий удельный вес товаров, у промышленных компаний преобладают сырье и материалы, а финансовые корпорации имеют большую долю денежных средств и их эквивалентов.

Оборотный капитал включает в себя оборотные средства и краткосрочные вложения на денежном рынке. Рассмотрим структуру оборотного капитала, предложенную Л. С. Васильевой, которую можно увидеть на рис. 9 [8].



Рис. 9. Структура оборотного капитала предприятия

Другие исследователи (А. С. Волков, А. А. Марченко) считают, что оборотные средства представляют собой фонд денежных средств, за счет которого сформированы оборотные активы организации, которые предназначены для осуществления планомерной, непрерывной производственной деятельности и обращения [9].

Оборотные производственные фонды промышленных организаций являются частью средств производства, вещественные элементы которых в процессе труда по сравнению с основными производственными фондами расходуются в каждом производственном цикле и их стоимость переносится на продукт труда целиком и сразу.

Оборотные фонды включают в себя следующее:

- производственные запасы;
- незавершенное производство и полуфабрикаты собственного изготовления;
- расходы будущих периодов.

Производственные запасы включают в себя следующие элементы:

- сырье и материалы;
- незавершенное производство;
- готовая продукция.

Под вложениями в запасы подразумевается не только их стоимостная характеристика, но и складские расходы, затраты, временная стоимость капитала, т. е. норма прибыли, получаемая в случае, если бы было произведено инвестирование средств во что-то иное. Наличие достаточного запаса сырья и материалов поможет организации при внезапной недостаточности соответствующих запасов от прекращения производственного процесса или от осуществления покупки других, имеющих большую стоимость материалов-заменителей.

Под незавершенным производством и полуфабрикатами собственного изготовления подразумеваются предметы труда, которые вступили в производственный процесс. Сюда входят материалы, детали, узлы, изделия (готовые и которые находятся в обработке или собираются). Также к ним относятся полуфабрикаты собственного изготовления, не законченные до конца на производстве в одних цехах и подлежащие последующей переработке в других той же организации.

Расходы будущих периодов – это невещественные элементы оборотных фондов, которые включают в себя затраты на подготовку и освоение новых товаров, производящихся в данном периоде, но будут отнесены на товар будущего периода.

Фонды обращения включают в себя следующие элементы:

- готовая складская продукция на складах;
- товары в пути;
- денежные средства;
- дебиторская задолженность.

Несмотря на то, что фонды обращения непосредственно не фигурируют в процессе производства, они нужны для обеспечения единства производства и обращения.

Дебиторской задолженностью являются неоплаченные счета за поставленный товар (счета к получению), сюда относятся и векселя к получению.

Денежные средства и их эквиваленты представляют собой наиболее ликвидную часть оборотного капитала. К денежным средствам относятся деньги в кассе, деньги на расчетном и депозитном счете. Эквиваленты денежных средств – это ликвидные краткосрочные финансовые вложения, представляющие собой:

- ценные бумаги других организаций;
- государственные казначейские билеты;
- государственные облигации и ценные бумаги, которые выпущены местными органами власти.

Рассмотрим *три стадии кругооборота оборотных средств* [7]. Оборотные средства находятся в постоянном движении, в течение одного производственного цикла они совершают полный оборот, меняют свою натурально-вещественную форму. Движение оборотных средств означает полное возобновление производства.

Первая стадия (снабжение) предполагает затрату денежных средств и поставку предметов труда. На этой стадии происходит переход оборотных средств из денежной формы в товарную.

На второй стадии (производство) оборотные фонды поступают в производство, в конечном итоге превращаясь в готовую продукцию.

Третья стадия (сбыт) наступает, когда готовая продукция реализуется потребителям. Оборотные средства переходят из сферы производства в сферу обращения и снова меняют форму – с товарной на денежную.

Таким образом, оборотный капитал (оборотные средства) совершают один полный оборот, а затем оборот повторяется: денежные средства от реализации продукции направляются на приобретение новых предметов труда.

Рассмотрим процесс оборачиваемости оборотных средств в ходе производства и реализации продукции, составленный Л. С. Васильевой [8]. Общая сумма оборотных средств организации оборачивается в течение операционного цикла. Часть операционного цикла является финансовым циклом, в данном цикле участвуют только собственные оборотные средства. Именно от длительности финансового цикла зависит потребность предприятия в источниках финансирования операционного цикла.

На рис. 10 изображен частный случай формирования операционного цикла без учета различных форм оплаты [8].

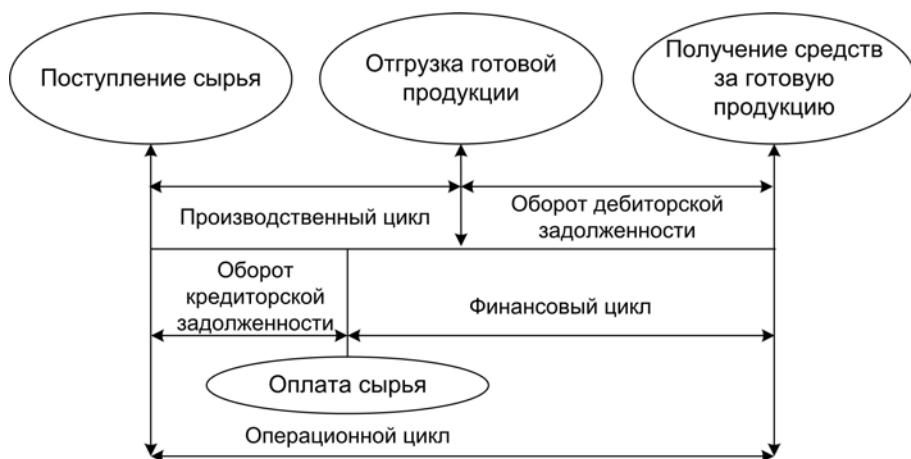


Рис. 10. Оборачиваемость оборотных средств предприятия

Формула для определения длительности финансового цикла, предложенная Л. С. Васильевой, выглядит следующим образом [8]:

$$\text{ФЦ} = \text{ПЦ} + \text{ПОДЗ} - \text{ПОКЗ},$$

- где ФЦ – длительность финансового цикла;
 ПЦ – длительность производственного цикла;
 ПОДЗ – период оборота дебиторской задолженности;
 ПОКЗ – период оборота кредиторской задолженности.

Риски в управлении оборотным капиталом, или риски, связанные с формированием оборотных активов, отражают вероятность достижения величины запланированных показателей, характеризующих структуру, ликвидность и эффективность их использования, при этом учитывается оказываемое воздействие различных обстоятельств, а также возможность с наибольшей вероятностью их спрогнозировать. К таким обстоятельствам можно отнести следующие:

- возникновение сбоев производственного цикла;
- снижение инвестиционной привлекательности;
- возникновение нарушений в ритмичности поставок;
- изменение деловой активности предприятия;
- проблемы с выполнением обязательств перед контрагентами и т. д.

Оборотные средства и политика в отношении управления этими активами важны, прежде всего, с позиции обеспечения непрерывности и эффективности текущей деятельности предприятия. Поскольку во многих случаях изменения величины оборотных активов сопровождаются и изменением краткосрочных пассивов, оба эти объекта учета рассматриваются, как правило, совместно в рамках политики управления чистым оборотным капиталом, величина которого рассчитывается как разность между оборотным капиталом и краткосрочными пассивами.

Что касается *источников финансирования оборотных средств*, то к данным источникам относятся [2]:

- собственные средства;
- заемные средства;
- привлеченные средства.

К *собственным источникам финансирования* относятся:

- нераспределенная прибыль;
- уставный капитал;
- резервный капитал и т. д.

Нераспределенная прибыль представляет собой процент или сумму чистого дохода, не выплаченный в виде дивидендов, но который был сохранен на предприятии с целью реинвестирования в операционную деятельность или уплаты долговых обязательств.

Первоначальным источником финансирования предприятия является *уставный капитал*, который формируется из средств учредителей в виде денежных средств, ценных бумаг, основных средств и т. д.

После осуществления вложений их в основную деятельность предприятия извлекают полученную выручку, а далее после погашения издержек и уплаты обязательных платежей происходит формирование прибыли. Данная прибыль используется для пополнения оборотных средств и финансирования их увеличения.

Резервный капитал является частью собственного капитала организации. Он образуется в результате ежегодных отчислений от прибыли, представляющих резерв денежных средств. Резервный фонд используется для социального развития предприятия, покрытия потерь, а также для выплаты дивидендов и пополнения капитала в случаях недостаточности получаемой прибыли.

Привлеченные средства – средства, не принадлежащие организации, исходя из чего их нельзя отнести к собственным. Но данные средства постоянно используются в обороте и в виде минимального остатка применяются в качестве источника формирования собственных оборотных средств.

По мнению В. В. Ковалевой, к данным средствам можно отнести следующие виды [26]:

- резерв предстоящих платежей;
- минимальная переходящая задолженность по оплате труда сотрудникам организации;
- минимальная переходящая задолженность бюджету;
- минимальная задолженность покупателям по залогам за возвратную тару;
- средства кредиторов, которые поступают в виде предоплаты за продукцию;
- переходящие остатки фонда потребления и др.

Заемные средства играют все более значимую и перспективную роль в источниках воспроизводства оборотного капитала. Но при этом долгосрочные кредиты и займы для воспроизводства оборотных активов являются дорогим источником, который может использоваться при необходимости повышения показателей ликвидности и финансовой устойчивости.

Выбор конкретного источника финансирования зависит от различных обстоятельств. Например, таких:

- стоимость;
- степень риска;

- влияние на рейтинг кредитоспособности;
- доходность организации, наличие ликвидного обеспечения;
- система налогообложения и др.

В финансовом менеджменте существуют три подхода к формированию оборотных активов организаций и источников их финансирования:

- агрессивный;
- консервативный;
- умеренный.

При осуществлении *агрессивной политики формирования оборотных активов* происходит увеличение их размеров, накопление запасов сырья, материалов, готовой продукции, увеличивается объем дебиторской задолженности и денежных активов на счетах в банках. Оборотные активы занимают высокую долю в имуществе, период их оборачиваемости достаточно продолжителен, что обеспечивает довольно низкую их рентабельность. Финансирование потребности в оборотных активах осуществляется благодаря привлечению большого объема краткосрочных кредитов и займов, которые имеют значительный удельный вес в общей сумме пассивов.

Консервативная политика формирования оборотных активов организации осуществляет сдерживание их роста и старается минимизировать объем. Удельный вес оборотных активов в общем объеме имущества не велик, период оборачиваемости недолгий, в результате чего происходит обеспечение высокой рентабельности активов. Для покрытия потребности в оборотном капитале в основном используется собственный капитал и долгосрочные пассивы.

При *умеренной политике формирования оборотных активов* такие показатели, как вес оборотных активов в имуществе, оборачиваемость оборотных активов, рентабельность оборотных активов, характеризуются средним уровнем. Финансирование потребности в текущих активах осуществляется из среднего уровня долгосрочных и краткосрочных кредитов и займов в общей сумме источников.

Источники формирования оборотного капитала в большей степени оказывают влияние на эффективность его использования. Установление оптимального соотношения между собственными, заемными и привлеченными средствами обусловлено специфическими осо-

бенностями кругооборота фондов на предприятии и является одной из важнейших задач управляющей системы. Наличие остаточного минимума собственных и заемных средств должно обеспечивать непрерывное движение оборотного капитала на всех стадиях кругооборота, что позволяет удовлетворить потребности производства в материальных и денежных ресурсах, а также обеспечивать своевременно и в полном объеме расчет с поставщиками, бюджетом, банками и другими контрагентами [34].

Остановимся подробнее на *банковском кредите* как источнике формирования оборотных средств предприятия.

Кредит на пополнение оборотных средств – это краткосрочный целевой кредит для юридических лиц, который становится дополнительным источником финансирования производства [33].

Потребность в дополнительном финансировании может возникнуть по разным причинам, и владелец бизнеса может подобрать такой кредитный продукт, который станет оптимальным решением при определенном типе производства.

Необходимость в банковском кредите возникает при следующих обстоятельствах:

- расширение производства;
- сезонное увеличение продаж;
- закупка дополнительных партий товара;
- открытие новых точек продаж;
- увеличение цены регулярно закупаемого товара.

Кредит на оборотные средства для общества с ограниченной ответственностью (ООО) становится привлекательным по самым разным причинам, и для получения займа будет важным грамотное и четкое обоснование целей, на которые пойдут средства.

В зависимости от специфики ситуации предпринимателю будет выгодно выбрать определенный тип кредита для оборотных средств.

Кредитная линия или кредит на пополнение оборотных средств – это наиболее частый выбор. Кредит на финансирование оборотного капитала подойдет индивидуальным предпринимателям (ИП) или юридическим лицам, цель которых – увеличение капитала на момент сезонного роста продаж, рефинансирование кредита другого банка, рас-

ширение производства и др. Особенность этого типа кредита – это возможность установить индивидуальный график платежей, что особенно полезно, когда речь идет о сезонных тратах.

При оформлении кредита на финансирование оборотного капитала ставка устанавливается с расчетом на ценность залога, который готов предложить заемщик. Привлекательным для банка залогом является недвижимость.

Револьверная или возобновляемая кредитная линия подойдет для постоянного бизнеса. В таком случае клиент банка получает право использовать заемные средства весь срок действия договора, ограничиваясь установленным банком лимитом. Проценты в таком случае будут начисляться только за ту часть кредита, которая фактически была использована.

Овердрафт – краткосрочный и беззалоговый кредит, подходящий для работы с кассовыми разрывами. Использовать такой заем достаточно просто, поскольку предприниматель освобождает себя от большого количества бумажной работы. Достаточно просто проводить оплату со счетов, даже если на них осталась меньшая сумма (разницу покроет кредит). Оплачивается же кредит автоматически – при поступлении денег на расчетный счет [33].

При выборе кредита стоит обращать внимание на такие его характеристики, как срок кредита; скрытые комиссии; наличие комиссии в случае досрочного погашения кредита и ее размер; срок, в который банк принимает решение по заявке; наличие индивидуального подхода по установлению процентной ставки; виды отчетности, которые банк принимает при оформлении заявки; критерии банка по обеспечению кредита; требования по поддержанию оборотов; возможность определения индивидуального графика платежей.

Отметим, что существуют определенные *риски формирования оборотных активов*.

На процесс формирования оборотных активов непосредственно оказывают влияние как внешние, так и внутренние риски. Внешние риски обладают такой особенностью, как объективный характер (таким образом, предприятиям приходится подстраиваться под данные риски и прогнозировать их наступление в какой-либо период).

Риски формирования оборотных активов можно классифицировать по следующим группам:

- 1) риски, связанные с обеспечением предприятия необходимыми запасами сырья и материалов;
- 2) риски, связанные с формированием запасов готовой продукции;
- 3) риски, связанные с формированием дебиторской задолженности;
- 4) риски, связанные с формированием денежных активов.

К первой группе можно отнести следующие [44]:

- получение сырья и материалов заявленного качества;
- получение сырья и материалов нужного ассортимента;
- возможность создания требуемых условий для осуществления хранения запасов сырья и материалов в складских помещениях (необходимая площадь, требуемая температура и т. п.).

Вторая группа отличается следующими признаками:

- наличие надежных клиентов;
- хорошо налаженная деятельность сбытовой службы организации;
- возможность создания требуемых условий для осуществления хранения запасов сырья и материалов в складских помещениях (необходимая площадь, температура и т. п.).

Третья группа характеризуется следующими признаками:

- своевременное погашение дебиторской задолженности;
- погашение дебиторской задолженности всеми дебиторами;
- наличие надежных дебиторов.

К рискам четвертой группы можно отнести:

- осуществление поступления денежных средств в срок и в полном объеме;
- осуществление оттока денежных средств в срок и в полном объеме.

Риск ликвидности. Представим риск потери ликвидности как совокупность левосторонних и правосторонних рисков [45].

Левосторонние риски связаны с изменениями в оборотных активах, расположенных в левой части баланса.

Правосторонние риски связаны с изменениями в краткосрочных пассивах, расположенных в правой части баланса.

Левосторонние риски включают в себя следующие:

- недостаток производственных запасов;
- недостаток денежных средств;

- недостаток собственных кредитных возможностей;
- большой объем оборотных активов;
- недостаток денежных средств.

Организации необходимо иметь определенный объем денежных средств, чтобы осуществлять текущие платежи, учитывая непредвиденные расходы.

Правосторонние риски включают в себя следующие [58]:

- наличие высокого уровня краткосрочной кредиторской задолженности;
- отсутствие оптимального сочетания краткосрочных и долгосрочных заемных средств.

Таким образом, оборотный капитал представляет собой капитал, который инвестируется организацией в текущую деятельность на период каждого операционного цикла. А управление оборотным капиталом – это важная часть процесса краткосрочного планирования организации, а особенность управления оборотным капиталом определяется структурной принадлежностью хозяйствующих субъектов.

Глава 3. МОДЕЛИ ОЦЕНКИ АКТИВОВ

3.1. Теория арбитражного ценообразования

Наибольшую известность получила *теория арбитражного ценообразования* (Arbitrage Pricing Theory (*APT*)). Концепция *APT* была предложена известным специалистом в области финансов, профессором Йельского университета С. Россом. Модель основывается на следующем естественном утверждении: фактическая доходность любой акции складывается из двух частей: нормальной (или ожидаемой) доходности и рискованной (или неопределенной) доходности. Последний компонент определяется многими экономическими факторами (например, рыночной ситуацией в стране, оцениваемой валовым внутренним продуктом, стабильностью мировой экономики, инфляцией, динамикой процентных ставок и др.) [12]. Таким образом, модель может и должна включать в себя множество факторов и это в наиболее общем виде отображается в следующей зависимости [12]:

$$C_e = C_f + C_1 + C_2 + \dots + C_n,$$

где C_e – стоимость собственного капитала;
 C_f – доходность безрисковых вложений;
 C_1, C_2, C_n – премии за различного рода риски.

Данная модель обладает как достоинствами, так и недостатками. Прежде всего она не предусматривает жестких исходных предпосылок, присущих модели оценки доходности активов, которая будет рассматриваться далее. Количество и состав релевантных факторов определяются аналитиком и заранее не регламентируются. Фактическая реализация модели связана с привлечением достаточно сложного аппарата математической статистики, поэтому до настоящего времени теория *APT* носит достаточно теоретизированный характер. Тем не менее, главное достоинство этой теории, заключающееся в том, что доходность является функцией многих переменных, весьма привлекательна, и потому эта теория рассматривается многими учеными как одна из наиболее перспективных [37].

3.2. Модель оценки доходности активов

Модель оценки доходности финансовых активов (Capital Asset Pricing Model (*CAPM*)), увязывающая систематический риск и доходность актива, как и любая теория финансов, сопровождается рядом

предпосылок, которые в акцентированном виде были сформулированы М. Дженсенем, цитируемым Е. В. Лисициной, и опубликованы им в 1972 г. Эти предпосылки таковы [32]:

1. Основной целью каждого инвестора является максимизация возможного прироста своего богатства на конец планируемого периода путем оценки ожидаемых доходностей и среднеквадратических отклонений альтернативных инвестиционных портфелей.

2. Все инвесторы могут брать и давать ссуды неограниченного размера по некоторой безрисковой процентной ставке C_f , при этом не существует ограничений на «короткие» продажи любых активов.

3. Все инвесторы одинаково оценивают величину ожидаемых значений доходности, дисперсии и ковариации всех активов; это означает, что инвесторы находятся в равных условиях в отношении прогнозирования показателей.

4. Все активы абсолютно делимы и совершенно ликвидны (т. е. всегда могут быть проданы на рынке по существующей цене).

5. Не существует транзакционных расходов.

6. Не принимаются во внимание налоги.

7. Все инвесторы принимают цену как экзогенно заданную величину (т. е. они полагают, что их деятельность по покупке и продаже ценных бумаг не оказывает влияния на уровень цен на рынке этих бумаг).

8. Количество всех финансовых активов заранее определено и фиксировано.

Как легко заметить, многие из сформулированных предпосылок носят исключительно теоретический характер и не могут быть выполнены на практике.

Модель оценки доходности финансовых активов предполагает, что цена собственного капитала C_e равна безрисковой доходности плюс премия за систематический риск:

$$C_e = C_f + \beta(C_m - C_f),$$

где C_f – доходность безрисковых вложений;

β – коэффициент, рассчитываемый для каждой акции;

C_m – средняя ставка доходности, сложившаяся на рынке ценных бумаг.

Основа вычисления стоимости капитала по *САРМ* – безрисковая доходность C_f . В качестве безрисковой ставки дохода в мировой практике используют обычно ставку дохода по долгосрочным государственным долговым обязательствам (облигациям или векселям), поскольку считают, что государство – самый надежный гарант по своим обязательствам (вероятность его банкротства практически исключается). Однако, как показывает практика, государственные ценные бумаги в России не воспринимают как безрисковые. Для определения ставки дисконта в качестве безрисковой может быть принята ставка по вложениям, характеризующимся наименьшим уровнем риска (ставка по валютным депозитам в Сбербанке или других наиболее надежных банках). Можно также основываться на безрисковой ставке для западных компаний, но в этом случае обязательно прибавление странового риска с целью учета реальных условий инвестирования, существующих в России. Для инвестора она представляет собой альтернативную ставку дохода, которую характеризуют практическим отсутствием риска и высокой степенью ликвидности. Безрисковую ставку используют как точку отсчета для оценки различных видов риска, характеризующих вложения в данное предприятие, на основе чего и выстраивают требуемую ставку дохода.

Таким образом, показатель $(C_m - C_f)$ имеет вполне наглядную интерпретацию, представляя собой рыночную (т. е. в среднем) премию за риск вложения своего капитала не в безрисковые государственные ценные бумаги, а в рискованные ценные бумаги (акции, облигации корпораций и пр.). Аналогично показатель $(C_e - C_f)$ представляет собой премию за риск вложения капитала в ценные бумаги именно данной компании. Модель *САРМ* означает, что премия за риск вложения в ценные бумаги данной компании прямо пропорциональна рыночной премии за риск.

Модель позволяет спрогнозировать доходность финансового актива, поэтому, зная этот показатель и имея данные об ожидаемых доходах по данному активу, можно рассчитать его теоретическую стоимость. Не случайно такую модель называют еще и моделью ценообразования финансовых активов.

Систематический риск в рамках модели *САРМ* измеряется с помощью β -коэффициентов (бета-коэффициентов). Каждый вид ценной

бумаги имеет собственный β -коэффициент, представляющий собой индекс доходности данного актива по отношению к доходности в среднем на рынке ценных бумаг. Значение показателя β рассчитывается по статистическим данным для каждой компании, котирующей свои ценные бумаги на бирже, и периодически публикуется в специальных справочниках. Для каждой компании β -коэффициент меняется с течением времени и зависит от многих факторов, в частности имеющих отношение к характеристике деятельности компании с позиции долгосрочной перспективы. Очевидно, что сюда относится, прежде всего, показатель уровня финансового левериджа, отражающего структуру источников средств: при прочих равных условиях, чем выше доля заемного капитала, тем более рискованная компания и тем выше ее β -коэффициент.

В целом по рынку ценных бумаг β -коэффициент равен единице; для отдельных компаний он колеблется около единицы, причем большинство β -коэффициентов находится в интервале от 0,5 до 2,0. Интерпретация β -коэффициента для акций конкретной компании заключается в следующем:

- $\beta = 1$ означает, что акции данной компании имеют среднюю степень риска, сложившуюся на рынке в целом;
- $\beta < 1$ говорит о том, что ценные бумаги данной компании менее рискованны, чем в среднем на рынке (так, $\beta = 0,5$ означает, что данная ценная бумага в два раза менее рискованна, чем в среднем на рынке);
- $\beta > 1$ показывает, что ценные бумаги данной компании более рискованны, чем в среднем на рынке;
- увеличение β -коэффициента в динамике означает, что вложения в ценные бумаги данной компании становятся более рискованными;
- снижение β -коэффициента в динамике говорит о том, что вложения в ценные бумаги данной компании становятся менее рискованными.

Далее рассмотрим финансовую модель Гордона.

3.3. Модель Гордона

В данной теме раскроем *модель постоянного роста Гордона* (Gordon Growth Model), в которой предполагается, что дивиденды будут расти от периода к периоду в одной пропорции h (одинаковый темп роста).

С помощью *финансовой модели Гордона* определить стоимость собственного капитала можно следующим образом:

$$C_e = (D_1 / P_0) + g,$$

где C_e – стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии обыкновенных акций;

D_1 – прогнозное значение дивиденда на ближайший период;

P_0 – текущая (рыночная) цена обыкновенной акции;

g – прогнозируемый темп прироста дивидендов.

На практике достаточно сложно оценить ставку прогнозируемого темпа прироста дивидендов. Это можно сделать несколькими способами:

- использовать ранее установленные ставки;
- использовать метод экспертных оценок;
- рассчитать среднеарифметический прирост за предыдущие годы выплат дивидендов.

Однако алгоритм расчетов методом Гордона имеет некоторые недостатки. Во-первых, он может быть реализован лишь для предприятий, выплачивающих дивиденды. Во-вторых, показатель C_e очень чувствителен к изменению коэффициента g (так, при данной стоимости ценной бумаги завышение значения g всего на 0,1 % повлечет за собой завышение оценки стоимости капитала по меньшей мере на 1 %). В-третьих, здесь не учтен рыночный риск. Эти недостатки в известной степени устраняются при применении модели *SAPM*, описанной ранее.

Далее в главе 4 рассмотрим управление рисками в процессе финансирования.

Глава 4. УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ В ПРОЦЕССЕ ФИНАНСИРОВАНИЯ ХОЗЯЙСТВЕННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

4.1. Сущность и основные понятия хозяйственной деятельности

Говоря об управлении рисками в процессе финансирования, в первую очередь необходимо отметить, что *риск* связан с неопределенностью в соотношении выигрыша и потерь, шансов на удачу и неудачу, опасностью и возможностью неблагоприятного результата (неуспеха). Риск является совокупностью вероятных экономических, политических, нравственных и других позитивных и негативных последствий реализации выбранных решений. В большей степени риск ассоциируется с вероятностью возникновения именно негативных последствий при реализации управленческих решений [21].

Также часто риск связан с новаторской, инновационной экономической деятельностью. Каждое предприятие постоянно находится в ситуации, связанной риском. Особенно это свойственно рыночной экономике, где существует постоянная потребность выбора одного из нескольких вариантов, обладающих различными вероятностями осуществления. Предсказание риска позволяет предприятию снять, разрешить ситуацию риска путем выбора и реализации одной из имеющихся альтернатив, путем моделирования наиболее эффективного управления, использования имеющихся факторов производства.

Сущность риска проявляется в его функциях, которые он выполняет при реализации хозяйственных решений в условиях неопределенности. В табл. 5 представлены функции рисков.

Таблица 5

Функции рисков

Функция	Интерпретация
1	2
Регулятивная	Выступает и двух формах: конструктивной и деструктивной. Конструктивная форма проявляется в том, что риск побуждает компании и фирмы исследовать причины его возникновения с целью разработки операций и систем, конструирования специальных устройств, форм сделок, включающих или снижающих возможные последствия риска.

1	2
	Деструктивная форма выражается в том, что реализация решений с неисследованным или необоснованным риском может приводить к реализации объектов или операций, которые относятся к авантюрным, волюнтаристским и обречены на провал. Данная функция носит двойственный смысл (с одной стороны, риск оказывает стимулирующее действие, а с другой – сдерживающее)
Защитная	Проявляется в том, что для хозяйствующего субъекта риск – это нормальное состояние, которое необходимо учитывать. Она имеет две стороны: 1) историко-генетическая сторона связана с тем, что риск побуждает хозяйствующих субъектов и физических лиц искать средства и возможности защиты от нежелательных последствий развития цивилизации; 2) социально-правовая сторона отражает факт наличия рисков, рождает объективную необходимость законодательного закрепления понятия «правомерность риска» и правового регулирования страховой деятельности с целью обеспечения защиты и гарантий, предотвращающих ущерб фирм и предпринимателей, пошедших на риск
Компенсирующая	Может обеспечить компенсирующий эффект (положительная компенсация), т. е. дополнительную по сравнению с плановой прибыль в случае благоприятного исхода (реализации шанса)
Социально-экономическая	Проявляется в том, что в процессе рыночной деятельности риск и конкуренция способствуют выделению социальных групп эффективных собственников в общественных классах, а в экономике – отраслей деятельности, в которых риск приемлем

Отметим, что результатами, связанными с риском, являются *потери*. В предпринимательской деятельности потери делятся на материальные, трудовые, финансовые, потери времени, специальные виды потерь. В табл. 6 приведена краткая интерпретация видов потерь (у каждого из перечисленных видов потерь свои единицы измерения, которые в таблице не приводятся). Также для каждого из видов потерь исходную оценку возможности их возникновения и величины производят за определенное время, охватывающее месяц, год, срок функционирования бизнеса. При проведении комплексного анализа

вероятных потерь для оценки риска важно не только установить все источники риска, но и выявить, какие источники преобладают.

Таблица 6

Краткая характеристика видов потерь

Вид	Интерпретация
Материальные	Проявляются в непредусмотренных предпринимательским проектом дополнительных затратах или прямых потерях оборудования, имущества, продукции, сырья, энергии и т. д. Наиболее естественно измерять материальные потери в тех же единицах, в которых измеряется количество данного вида материальных ресурсов, т. е. в физических единицах веса, объема, площади и др.
Трудовые	Представляют собой потери рабочего времени, вызванные случайными, непредвиденными обстоятельствами. В непосредственном измерении трудовые потери выражаются в человеко-часах, человеко-днях или просто часах рабочего времени. Перевод трудовых потерь в стоимостное, денежное выражение осуществляется путем умножения трудочасов на стоимость (цену) одного часа
Финансовые	Прямой денежный ущерб, связанный с непредусмотренными платежами, выплатой штрафов, уплатой дополнительных налогов, потерей денежных средств и ценных бумаг. Кроме того, финансовые потери могут быть при недополучении или неполучении денег из предусмотренных источников, при невозврате долгов, неоплате покупателем поставленной ему продукции, уменьшении выручки вследствие снижения цен на реализуемые продукцию и услуги
Потери времени	Существуют тогда, когда процесс предпринимательской деятельности идет медленнее, чем было намечено. Прямая оценка таких потерь осуществляется в часах, днях, неделях, месяцах запаздывания в получении намеченного результата. Чтобы перевести оценку потерь времени в стоимостное измерение, необходимо установить, к каким потерям дохода, прибыли от предпринимательства способны приводить случайные потери времени
Специальные	Имеют место в виде нанесения ущерба здоровью и жизни людей, окружающей среде, престижу предпринимателя, а также вследствие других неблагоприятных социальных и морально-психологических последствий. Чаще всего специальные виды потерь крайне трудно определить в количественном, тем более в стоимостном выражении

При управлении процессами финансирования учитываются все виды возможных потерь, но больший интерес вызывает анализ финансовых потерь. При этом выделяют микроэкономические и макроэкономические факторы финансовых потерь (табл. 7).

Таблица 7

Микроэкономические и макроэкономические факторы финансовых потерь, влияющие на процесс финансирования

Микроэкономические факторы	Макроэкономические факторы
Риск инвестиций Перерасход денег Непредусмотренные платежи Утеря денежных средств и ценных бумаг Неполучение или недополучение денег из обусловленных источников Неуплата покупателем поставленной ему продукции и т. д.	Растущая инфляция Изменение валютного курса денежной единицы Национальные и мировые кризисы и др.

Все финансовые потери, влияющие на процесс финансирования, могут стать:

- окончательными;
- безвозвратными;
- временными (например, замораживание счетов, несвоевременная выплата денежных средств, отсрочка оплаты долга и др.).

Если оценивать общую оценку величины потерь, то разграничивают следующие виды потерь:

- вероятные и побочные;
- второстепенные;
- мелкие.

Обычно при определении количественных параметров потерь берут во внимание в основном определяющие потери.

При прогнозировании выделяют следующие виды потерь:

- предсказуемые;
- непредсказуемые.

Предсказуемые – это неминуемые расходы, которые включаются в калькуляцию и учитываются в основном проекте.

Отметим, что с инфляцией и изменением курса рубля связаны особые виды финансовых потерь.

Потери, связанные с некомпетентностью лиц, формирующих бизнес-план и осуществляющих расчет финансовых показателей, относят к специфичным.

Далее рассмотрим *классификацию финансовых рисков*.

На рис. 11 представлена классификация финансовых рисков [8].



Рис. 11. Классификация финансовых рисков

Риски, обусловленные покупательной способностью денег, делятся на следующие разновидности:

- инфляционные – риски того, что при росте инфляции денежные доходы обесцениваются быстрее, чем растут;
- дефляционные – риски того, что при росте дефляции происходит падение уровня цен, снижение доходов, ухудшение условий для развития предпринимательства;
- валютные – риски, представляющие собой опасность валютных потерь в связи с изменением курса одной валюты по отношению к другой;
- риск ликвидности – риск, связанный с возможностью потерь при реализации ценных бумаг или других товаров из-за изменения оценки их качества и потребительской стоимости.

Риски, связанные с вложением капитала (инвестиционные риски) включают в себя следующие подвиды:

- риск упущенной выгоды – это риск наступления косвенного (побочного) ущерба в результате неосуществленного мероприятия;
- риск снижения доходности, возникающий в результате уменьшения размеров процентов и дивидендов по вкладам, кредитам, портфельным инвестициям (данный риск включает в себя процентные и кредитные риски).

К процентным рискам относится опасность потерь коммерческими банками и другими финансово-кредитными учреждениями в результате превышения процентных ставок на привлеченные средства над ставками по предоставленным кредитам. Сюда относятся также риски потерь, которые могут понести инвесторы в связи с изменением дивидендов по акциям, процентных ставок на рынке по облигациям, сертификатам и другим ценным бумагам.

Кредитный риск – это опасность неуплаты заемщиком основного долга и процентов. Данный риск может выступать и как разновидность рискованных прямых финансовых потерь.

Риски, связанные с прямыми финансовыми потерями, включают в себя следующие виды рисков:

- биржевые риски, вызванные опасностью потерь от биржевых сделок;
- риск несостоятельности (банкротства), означающий неплатежеспособность юридического лица, связанную с отсутствием достаточного количества денежных средств, которые необходимы для выполнения обязательств перед кредиторами или уплаты установленных государственных платежей, а также это один из факторов, оказывающий влияние на способность полноценно существовать юридическому лицу;
- селективные риски, обусловленные неправильным выбором видов вложения капитала, вида ценных бумаг и т. п.

В зависимости от методов расчета риски делятся:

- на комплексные (общие) риски, включающие в себя оценку и прогнозирование величины риска, а также соблюдение экономических нормативов ликвидности;
- частные риски, которые основываются на учете рисков по отдельным группам операций.

По возможности управления риски разделяют:

- на открытые (не подлежащие регулированию) риски;
- закрытые (регулируемые).

К средствам управления рисками относятся следующие:

- использование принципа взвешивания рисков;
- учет внешних рисков;
- осуществление систематического анализа финансового состояния предприятия;
- проведение политики диверсификации.

При управлении рисками в процессе финансирования особое внимание следует уделять операционному и финансовому рискам. При этом операционный риск возникает в ходе хозяйственной деятельности предприятия и связан со структурой имущества (актива баланса) предприятия, а финансовый риск появляется в ходе финансовой деятельности предприятия и сопряжен со структурой источников формирования имущества (пассива баланса).

Далее будут рассмотрены методы анализа и оценки финансовых рисков.

4.2. Методы анализа и оценки финансовых рисков

Методы анализа и оценки финансовых рисков включают в себя пять стадий (этапов). Данные стадии представлены на рис. 12 [9].

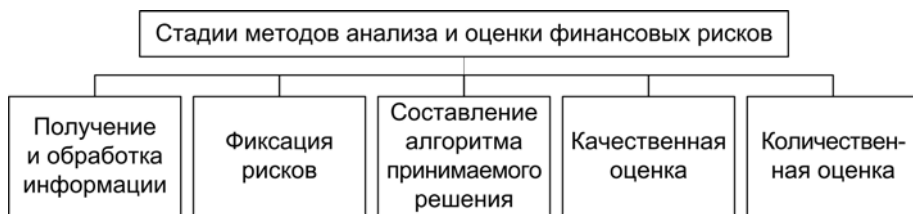


Рис. 12. Перечень стадий методов анализа и оценки финансовых рисков

Далее рассмотрим подробнее представленные на рис. 12 стадии.

1. *Получение и обработка информации*, которая является совокупностью новых сведений о финансовой среде предпринимательской деятельности. Качество информации должно соответствовать следующим требованиям:

- достоверность (степень приближенности информации к первоисточнику или точность ее передачи);

- объективность (мера отражения информацией реальности);
- однозначность;
- порядок информации (количество передаточных звеньев между первоисточником и конечным пользователем);
- полнота информации (отражение исчерпывающего характера соответствия полученных сведений целям сбора);
- релевантность (степень приближения информации к существу вопроса или степень ее соответствия поставленной задаче);
- актуальность (важность информации для оценки риска);
- стоимость информации.

2. *Фиксация рисков* – это ограничение количества существующих рисков с использованием принципа «разумной достаточности». В основе фиксации рисков лежит учет наиболее значимых и распространенных рисков для оценки предпринимательской деятельности.

3. *Составление алгоритма принимаемого решения*. На данном этапе происходит разделение планируемого решения на определенное количество более мелких и простых решений.

Дальнейшая оценка конкретного вида риска с финансовой точки зрения осуществляется с использованием двух подходов: 1) определение финансовой самостоятельности предприятия; 2) определение экономической целесообразности вложения финансовых средств в проект.

4. *Качественная оценка рисков*, которая в основном осуществляется методом экспертных оценок. Суть ее заключается в том, что сначала экспертам предлагается перечень факторов, влияющих на результативность реализации проекта; затем каждому фактору присваивается соответствующий вес. Эксперты, используя балльную шкалу, оценивают каждый из перечисленных факторов, присваивая ему определенный балл, после чего указывается значение каждого фактора путем умножения его веса на выставленный балл. Полученное значение сравнивается с нормативным.

Эксперты, привлекаемые для оценки рисков, должны иметь доступ ко всей имеющейся в распоряжении разработчика информации о проекте, обладать достаточным уровнем креативности мышления и необходимыми знаниями в соответствующей предметной области, а также быть свободными от личных предпочтений в отношении проекта.

Основными методами экспертных оценок, применяемыми для анализа рисков, являются вопросники, *SWOT*-анализ, роза и спираль рисков, оценка риска стадии проекта и метод Дельфи.

5. *Количественная оценка предпринимательских рисков.* Ее применение базируется на основе данных, полученных при качественной оценке, т. е. оцениваются только те риски, которые присутствуют при осуществлении конкретной операции алгоритма принятия.

Величина риска измеряется двумя критериями: средним ожидаемым значением и колеблемостью (изменчивостью) возможного результата.

Количественный анализ представляет собой определение размеров отдельных рисков, производимое математическими и статистическими методами.

Рассмотрим *методы количественного анализа.*

1. *Экономико-статистический метод.* К данной группе методов относятся оценка уровня финансового риска, расчет дисперсии, расчет среднеквадратического отклонения и определение коэффициента вариации:

1) уровень финансового риска – характеризует общий алгоритм оценки уровня, финансовый риск определяется по формуле

$$УР = ВР \cdot РП,$$

где УР – уровень соответствующего финансового риска;

ВР – вероятность возникновения данного финансового риска;

РП – размер возможных финансовых потерь при реализации данного риска;

2) дисперсия ($D(X)$) показывает величину, которая характеризует меру разброса значений случайной величины относительно ее математического ожидания

$$D(X) = \sigma^2 = M[X - M(X)]^2,$$

где σ – среднеквадратическое отклонение;

M – математическое ожидание;

X – случайная величина;

3) среднееквадратическое (стандартное) отклонение определяет степень колеблемости ожидаемого дохода от финансовой операции по отношению к его средней величине и рассчитывается по следующей формуле:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 \cdot P_i},$$

где R_i – конкретное значение возможных вариантов ожидаемого дохода по рассматриваемой финансовой операции;

\bar{R} – среднее ожидаемое значение дохода по рассматриваемой финансовой операции;

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

n – число наблюдений.

Чем больше среднееквадратическое отклонение, тем выше финансовый риск;

4) коэффициент вариации (CV) – позволяет определить уровень риска, если показатели среднеождаемого дохода от осуществления финансовой операции различаются между собой. Он определяется по следующей формуле:

$$CV = \sigma / \bar{R}.$$

При сравнении уровней рисков по различным финансовым операциям предпочтение отдается тому из них, по которому значение коэффициента вариации самое низкое. Это свидетельствует о наилучшем соотношении доходности и риска.

2. Метод минимизации потерь. Данный метод основан на расчете возможных потерь при выборе определенного варианта решения задачи.

С этой целью выделяют два вида потерь [21]:

1) потери, вызванные неточностью изучаемой модели (объекта), или так называемый риск изучения (нельзя эффективно управлять объектом, о котором у менеджера существует неясное представление);

2) потери, вызванные неточностью и неэффективностью управления, или «риск действия» (связан с возможностью принятия неверных решений и возникновением потерь в процессе исполнения этих решений).

Средние потери в настоящем и будущем дает сумма этих потерь.

3. *Математический метод*, при котором для оценки риска используются критерий математического ожидания, критерий Лапласа и критерий Гурвица. Основным из перечисленных является критерий математического ожидания. Исходные данные для расчета обычно приводятся в виде табл. 8, где X_{ij} – результат, который можно получить от i -го решения при j -м состоянии среды.

Таблица 8

Исходные данные для расчета математического ожидания

Выбор варианта решения	Состояние среды (S) и вероятности (p)		
	$S_1(p_1)$	$S_2(p_2)$	$S_i(p_i)$
A_1	X_{11}	X_{12}	X_{1i}
A_2	X_{21}	X_{22}	X_{2i}
A_i	X_{i1}	X_{i2}	X_{ij}

Критерий математического ожидания определяется по формуле

$$K = \max M(X_i),$$

где K – критерий математического ожидания;

$M(X_i)$ – математическое ожидание результата для i -й строки.

Математическое ожидание, в свою очередь, находится по формуле

$$M(X_i) = \sum X_{ij} \cdot P_j,$$

где X_{ij} – результат, который можно получить от i -го решения при j -м состоянии среды (как уже говорилось выше);

P_j – вероятность j -го состояния среды.

Если все состояния среды имеют равную вероятность, то для расчетов используется критерий Лапласа, который определяется следующим образом:

$$K = \max \sum X_{ij},$$

где K – критерий Лапласа.

Критерий Гурвица основан на предположениях, что «природа» может находиться:

- в самом невыгодном состоянии с вероятностью $(1 - X)$;
- в самом выгодном состоянии с вероятностью X , где X – коэффициент доверия.

Если результат α – прибыль, полезность, доход, то критерий Гурвица определяется по следующей формуле:

$$K = \max [X \cdot \max [\alpha] + (1 - X) \cdot \min [\alpha]].$$

Если результат α – затраты, потери, то формула принимает следующий вид:

$$K = \min [X \cdot \min [\alpha] + (1 - X) \cdot \max [\alpha]].$$

Решение принимается по максимальному значению критерия Гурвица. Величина параметра α принимается равной от 0 до 1 в зависимости от оценки ситуации менеджером: при оптимистическом подходе значение принимается больше 0,5, при пессимистическом – меньше 0,5. Если $\alpha = 1$, критерий Гурвица называется максимакс, или критерий «азартного игрока». При $\alpha = 0$ критерий называется максимин, или критерий «пессимиста».

4. Метод корректировки нормы дисконта.

Суть метода заключается в корректировке некоторой базовой нормы дисконта, которая считается безрисковой (например, предельная или средняя стоимость капитала для фирмы).

Такая корректировка проводится путем прибавления величины премии за риск и рассчитывается экспертным методом либо по внутрифирменным методикам.

Ставка дисконтирования – это требуемая норма доходности вложенного капитала, с помощью которой инвестор может определить, какую сумму денежных средств придется заплатить сегодня за право получить предполагаемый доход в будущем, соответственно, существует риск вложения.

Основные составляющие ставки дисконта:

- 1) ставка дохода – требуемая норма прибыли на собственный капитал;
- 2) ставка процента – требуемая норма прибыли на заемный капитал;
- 3) ставка возмещения (норма окупаемости капиталовложений) – норма возврата вложенного капитала в течение срока эксплуатации объекта оценки.

Также необходимо принимать во внимание поправку риска на относительную величину, характеризующую вероятность появления основных рисков, свойственных анализируемой ситуации.

Ориентировочная величина поправки на риск неполучения предусмотренных проектом доходов представлена в табл. 9.

Таблица 9

Ориентировочная величина поправки на риск неполучения предусмотренных проектом доходов

Цель проекта	Уровень риска	Поправка на риск, %
Вложение в развитие производства на базе освоенной техники	Низкий	3–5
Увеличение объема продаж	Средний	8–10
Производство и продвижение на рынок новой продукции	Высокий	13–15
Вложение в исследование инноваций	Очень высокий	18–20

На практике учитывают совокупность рисков (Dr) следующим образом:

$$Dr = D + SPr,$$

где D – безрисковая ставка;

SPr – поправка на риск.

Например, если безрисковая ставка равна 8 %, а поправки на риск ликвидности составляют 2 %, на риск инвестиционного менеджмента – 6 %, на риск недвижимости – 4 %, то величина дисконта будет равна

$$Dr = 8 + (2 + 6 + 4) = 20 \%$$

5. *Метод достоверных эквивалентов* заключается в корректировке денежных потоков платежей путем расчета введения специальных понижающих коэффициентов (коэффициентов достоверности) для каждого периода реализации проекта. В качестве достоверного эквивалента чаще всего используется математическое ожидание.

Недостатки метода:

- сложность расчета коэффициентов достоверности, адекватных риску на каждом этапе проекта;
- невозможность провести анализ вероятностных распределений ключевых параметров.

6. *Метод «точка безубыточности»*. Для определения точки безубыточности необходимо учесть основные факторы:

- продажную цену единицы продукции;

- переменные издержки на единицу продукции;
- общие постоянные издержки на единицу продукции.

Допущения метода:

- 1) все затраты делятся на постоянные и переменные;
- 2) постоянные затраты неизменны в краткосрочном периоде;
- 3) переменные затраты в расчете на единицу продукции неизменны;
- 4) ассортимент продукции неизменен.

Точка безубыточности позволяет определить требуемый объем продаж, который обеспечивает получение прибыли, зависимость прибыли предприятия от изменения цены и долю каждого продукта в общих затратах.

7. *Метод построения дерева решений.* В результате применения этого метода создается иерархическая (древовидная) структура вида «если..., то...». Ее используют тогда, когда решение принимается поэтапно или когда с переходом от одного варианта решения к другому меняются вероятности.

Например, фирма оценивает возможность производства нового товара А со сроком использования два года. Стоимость товара составляет 100 тыс. р. Величина денежного потока зависит от спроса на данный товар. Дерево вероятностей возможных будущих денежных потоков, связанных с новым товаром, имеет вид табл. 10.

Таблица 10

Дерево вероятностей возможных будущих денежных потоков, связанных с новым товаром

1-й год		2-й год		Ветвь	
Исходная вероятность	Денежный поток (прогноз), тыс. р.	Условная вероятность	Денежный поток (прогноз), тыс. р.	№ ветви	Совместная вероятность
0,4	300	0,3	200	1	$0,4 \cdot 0,3 = 0,12$
		0,7	400	2	$0,4 \cdot 0,7 = 0,28$
0,6	600	0,4	600	3	$0,6 \cdot 0,4 = 0,24$
		0,6	1000	4	$0,6 \cdot 0,6 = 0,36$
					<i>Итого:</i> 1,0

Недостатки метода:

- трудоемкость;
- отсутствие учета влияния факторов внешней среды.

8. *Метод сценариев*. Метод включает в себя выявление по возможности оптимистического, наиболее вероятного и самого низкого (пессимистического) результатов от выбора конкретного образа действия.

Для каждого сценария характерно наличие:

- 1) набора значений исходных переменных;
- 2) рассчитанных значений результирующих показателей;
- 3) вероятности наступления данного сценария.

Таким образом, на основании количественной оценки рисков предприятие затем осуществляет выбор метода его нейтрализации.

Для оценки финансовых рисков операционной деятельности используют следующие группы финансовых коэффициентов:

1. Коэффициент ликвидности и платежеспособности или условие абсолютно ликвидного баланса.
2. Финансовой устойчивости.
3. Рентабельности.
4. Коэффициент деловой активности (операционной и рыночной), «золотое неравенство».

В качестве исходной информации при оценке финансовых рисков *методом финансовых коэффициентов* используются бухгалтерский баланс, фиксирующий имущественное и финансовое положение организации на отчетную дату и отчет о финансовых результатах, представляющий результаты деятельности за отчетный период.

Основные финансовые риски, оцениваемые методом финансовых коэффициентов:

- риски потери платежеспособности;
- риски потери финансовой устойчивости и независимости;
- риски структуры активов и пассивов.

В следующей главе данного исследования будет рассмотрена оценка эффективности инвестиционных проектов.

Глава 5. ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

5.1. Финансовые и инвестиционные решения

Для анализа обоснованности финансирования инвестиций необходимо применение элементов финансовой математики и моделей преобразования доходов от недвижимости в текущую стоимость.

Потенциальному собственнику необходимо:

- определить срок, требуемый для возврата первоначально инвестированной суммы;
- рассчитать реальный прирост активов от вложений в инвестиционный проект;
- оценить потенциальную устойчивость к рискам денежного потока, формируемого конкретным инвестиционным объектом.

В финансовом менеджменте выделяют инвестиционные и финансовые решения. В экономической литературе по финансовому менеджменту можно встретить следующие определения данных понятий [2].

Инвестиционные решения – это решения по вложению (инвестированию) денежных средств в активы в определенный момент времени с целью получения отдачи в будущем, что предполагает оценку активов (соотнесение ожидаемой и требуемой доходности), сравнение различных активов, комбинацию активов для максимизации отдачи и минимизации риска.

Финансовые решения – это решения по объему и структуре инвестируемых денежных средств (собственных и заемных), решения по обеспечению текущего финансирования имеющихся краткосрочных и долгосрочных активов (структура собственных средств, структура заемных средств, сочетание краткосрочных и долгосрочных источников).

Финансовые решения связаны и с выбором конкретной формы получения отдачи, и с дальнейшим использованием ее (реинвестирование или потребление) [32].

Таким образом, в финансовом менеджменте могут быть сгруппированы две основные категории: инвестиционные решения и решения по финансированию.

Инвестиционные решения – это решения об инвестировании в тот или иной актив, а финансовые решения – это решения об источниках, объеме, структуре и механизме финансирования инвестиционных решений. Если все источники собственные, то доходность актива совпадает с доходностью инвестированных средств, т. е. с доходностью капитала. Привлечение заемных средств при определенных условиях позволяет увеличить отдачу от вложенных собственных средств, т. е. обеспечить превышение доходности собственного капитала над доходностью актива [37]. Тогда напрашивается следующий вывод: финансовые решения могут изменить инвестиционные решения. В связи с этим может измениться оценка актива, его инвестиционная привлекательность. Однако и те, и другие решения связаны, прежде всего, с целями инвестора.

5.2. Показатели эффективности инвестиционных проектов

Экономическая оценка инвестиций занимает центральное место в процессе обоснования инвестиционных и финансовых решений.

Рыночная экономика обуславливает влияние факторов внешней среды на эффективность инвестиционной деятельности.

Оценка инвестиционной привлекательности проектов должна учитывать следующее [40]:

- изменение стоимости денег во времени;
- инфляционные процессы;
- необходимость обслуживания капитала, привлекаемого для финансирования;
- возможность альтернативного инвестирования.

При определении эффективности инвестиционных проектов рассчитывают:

- коммерческую (финансовую) эффективность, определяющую финансовые последствия реализации проекта для его непосредственных участников;
- бюджетную эффективность, отражающую финансовые последствия осуществления проекта для федерального, регионального или местного бюджетов;
- экономическую эффективность, учитывающую результаты и затраты, связанные с реализацией инвестиционного проекта, выходящие за пределы прямых финансовых интересов участников проекта и допускающие стоимостное измерение.

Эффективность инвестиций характеризуется системой показателей, отражающих соотношение связанных с инвестициями затрат и результатов и позволяющих судить об экономических преимуществах одних инвестиций над другими.

Показатели эффективности инвестиций можно классифицировать по определенным признакам [45]:

1) по виду обобщающего показателя, выступающего в качестве критерия экономической эффективности инвестиций, при этом выделяются следующие показатели:

- абсолютные, в которых обобщающие показатели определяются как разность между стоимостными оценками результатов и затрат, связанных с реализацией проекта;
- относительные, в которых обобщающие показатели определяются как отношение стоимостных оценок результатов проекта к совокупным затратам на их получение;
- временные, которыми оценивается период окупаемости инвестиционных затрат;

2) по методу сопоставления разновременных денежных затрат и результатов, когда показатели подразделяются:

- на статические, не предполагающие использование концепции дисконтирования;
- на динамические, в которых денежные потоки, вызванные реализацией проекта, приводятся к эквивалентной основе посредством их дисконтирования, обеспечивая сопоставимость разновременных денежных потоков.

Статические методы называют еще методами, основанными на учетных оценках, а динамические методы – методами, базирующимися на дисконтированных оценках.

К группе статических методов относятся методы срока окупаемости инвестиций (*PaybackPeriod (PP)*); коэффициента эффективности инвестиции (*AccountingRateofReturn (ARR)*).

Динамические методы инвестиционных расчетов используются для обоснования инвестиций в том случае, когда речь идет о долгосрочных инвестициях, характеризующихся неравномерными, динамично изменяющимися и (или) разнонаправленными кумулятивными денежными потоками. В основу экономической оценки эффективности инвестиций положены следующие методы: чистой текущей стоимо-

сти (Net Present Value (*NPV*)); индекса рентабельности инвестиции (Profitability Index (*PI*)); внутренней нормы рентабельности (Internal Rate of Return (*IRR*)); модифицированной внутренней нормы рентабельности (Modified Internal Rate of Return (*MIRR*)); дисконтированного срока окупаемости инвестиции (Discounted Payback Period (*DPP*)); ставки дохода финансового менеджмента (Financial Management Rate of Return (*FMRR*)) [46].

Таким образом, проблема оценки инвестиционной привлекательности состоит в анализе предполагаемых вложений в проект и потока доходов от его использования. Аналитик должен оценить, насколько предполагаемые результаты отвечают требованиям инвестора по уровню доходности и сроку окупаемости.

5.3. Методы обоснования инвестиционных решений

В данной теме мы подробно рассмотрим обоснования инвестиционных решений.

Метод определения чистой текущей стоимости (NPV) основан на определении чистого дисконтированного дохода – *NPV*. Чистая текущая стоимость представляет собой сумму всех денежных потоков (поступлений и платежей), возникающих в процессе реализации проекта, приведенных (продисконтированных) на момент начала осуществления инвестиций.

Поскольку приток денежных средств распределен во времени, его дисконтирование производится по процентной ставке Y . Важным моментом является выбор уровня процентной ставки, по которой производится дисконтирование. В экономической литературе ее иногда называют ставкой сравнения, так как оценка эффективности часто осуществляется именно при сравнении вариантов инвестирования. Иногда коэффициент дисконтирования по выбранной ставке Y называют барьерным коэффициентом. Несмотря на различие названий, эта ставка должна отражать ожидаемый усредненный уровень ссудного процента на финансовом рынке [49].

Метод определения чистой текущей стоимости заключается в следующем:

1. Определяется текущая стоимость затрат Z , т. е. решается вопрос, сколько инвестиций нужно зарезервировать для проекта.

2. Рассчитывается текущая стоимость будущих денежных поступлений от проекта, для чего доходы за каждый год приводятся

к текущей дате. Результаты расчетов показывают, сколько средств нужно было бы вложить сейчас для получения запланированных доходов. Подытожив текущую стоимость доходов за все годы, получают общую текущую стоимость доходов от проекта, т. е. накопленную величину дисконтированных доходов D :

$$D = \sum_{k=1}^n \frac{D_k}{(1+Y)^k},$$

где Y – ставка дисконтирования;

D_k – доходы за период эксплуатации объекта и от реверсии объекта в k -м периоде ($k = 1, 2, 3, \dots, n$);

n – количество периодов, в течение которых инвестиция будет генерировать доход.

3. Текущая стоимость затрат Z сравнивается с текущей стоимостью доходов D . Разность между ними составляет чистую текущую стоимость доходов:

$$NPV = D - Z = \sum_{k=1}^n \frac{D_k}{(1+Y)^k} - Z.$$

Если деньги в проект инвестируются не разово, а частями на протяжении m лет, то формула для расчета NPV модифицируется следующим образом:

$$NPV = \sum_{k=1}^n \frac{D_k}{(1+Y)^k} - \sum_{t=1}^m \frac{Z_t}{(1+Y)^t},$$

где Z_t – инвестированные средства в t -м периоде ($t = 1, 2, 3, \dots, m$);

m – количество периодов инвестирования средств.

Очевидно, что при $NPV > 0$ проект следует принять; $NPV < 0$ – проект должен быть отвергнут. При сравнении альтернативных вариантов вложений предпочтительным считается вариант с наибольшей величиной NPV .

Если $NPV = 0$, то проект следует принять при условии, что его реализация усилит поток доходов от ранее осуществленных проектов вложения капитала. Например, расширение земельного участка для автостоянки у гостиницы усилит поток доходов от недвижимости.

Основные преимущества данного метода при обосновании решений об инвестировании в основной капитал состоят в следующем:

- четкие критерии принятия решения;
- правильный расчет NPV , ведущий к выбору проектов, которые максимизируют стоимость инвестиционного проекта;
- учет изменений масштаба проекта;
- учет стоимости денег во времени.

К недостаткам этого метода можно отнести следующие [49]:

- трудность и неоднозначность формирования денежного потока от инвестирования в недвижимость, что связано как с самим объектом недвижимости, так и с особенностями рынка недвижимости;
- выбор ставки расчетного процента, премии за риск и инфляционной премии представляет значительные трудности для целей долгосрочного инвестирования;
- абсолютное значение чистой текущей стоимости при сравнительном анализе инвестиций, при котором не учитывается объем вложений по каждому варианту.

Серьезным и наиболее сложным фактором при определении процентной ставки, используемой для дисконтирования, является учет риска. Выбор ставки дисконтирования и отражает предполагаемый риск вложений и уровень денежных поступлений, ниже которого инвестор считает нецелесообразным инвестировать имеющийся капитал.

Величина чистой текущей стоимости в зависимости от ставки дисконтирования может меняться в очень широком диапазоне, что делает оценку весьма зависимой от субъективных суждений.

В связи с этим обоснованию ставки дисконтирования необходимо придавать особое значение.

Приведем варианты выбора ставки дисконтирования [47]:

1. Минимальная доходность альтернативного способа использования капитала (например, ставка доходности надежных рыночных ценных бумаг или ставка депозита в надежном банке).

2. Существующий уровень доходности капитала (например, средневзвешенная стоимость капитала компании).

3. Стоимость капитала, который может быть использован для осуществления данного инвестиционного проекта (например, ставка по инвестиционным кредитам).

4. Ожидаемый уровень доходности инвестированного капитала с учетом всех рисков проекта.

В качестве безрисковой ставки может быть избрана, например, ставка по валютным депозитам наиболее консервативных и надежных банков (Сбербанк), либо по еврооблигациям, выпускаемым Правительством РФ. Увеличение безрисковой ставки на величину премии за систематические (рыночные) риски, а также на величину премии за риски, непосредственно связанные с инвестированием в недвижимость и в данный проект, и дает величину ставки дисконтирования.

Однако этот метод дает ответ лишь на вопрос: «Способствует ли анализируемый вариант росту богатства инвестора вообще?». При этом он не показывает относительную меру такого роста. А эта мера всегда имеет значение для любого инвестора.

Индекс рентабельности инвестиции (PI). Метод расчета данного показателя является продолжением метода расчета чистого приведенного дохода – *NPV*. Показатель *PI*, в отличие от *NPV*, является относительной величиной.

Расчет индекса рентабельности инвестиций производится по формуле

$$PI = \frac{\sum_{k=1}^n \frac{D_k}{(1+Y)^k}}{Z_0},$$

где n – количество периодов;

D_k – денежные поступления в k -м периоде;

Y – ставка дисконтирования;

Z_0 – первоначальные инвестиции.

Если предполагаются длительные затраты и длительная отдача, формула для определения *PI* принимает следующий вид:

$$PI = \frac{\sum_{k=1}^n \frac{D_k}{(1+Y)^k}}{\sum_{t=1}^n \frac{Z_t}{(1+Y)^t}},$$

где Z_t – инвестиции в t -м периоде.

По экономическому содержанию индекс рентабельности показывает величину прироста активов на единицу инвестиций. Если $PI > 1$, то инвестиционный проект имеет положительное значение *NPV* и его следует принять.

При принятии инвестиционного решения необходимо отдать предпочтение показателю PI в том случае, если величина NPV в рассматриваемых вариантах одинакова. Поскольку показатель NPV является абсолютным, возможна ситуация, когда объекты недвижимости будут иметь равную чистую текущую стоимость.

Преимущества показателя PI заключаются в том, что он является относительным и отражает эффективность единицы инвестиций. Кроме того, в условиях ограниченности ресурсов этот показатель позволяет сформировать наиболее эффективный инвестиционный портфель.

Основным недостатком здесь является зависимость результатов расчета от ставки дисконта [30].

Метод внутренней нормы рентабельности (IRR). Данный метод представляет собой расчет уровня окупаемости средств, направляемых на цели инвестирования, и по своей природе близок к различного рода процентным ставкам. Наиболее близкими по экономической природе к внутренней норме рентабельности являются следующие:

- действительная (реальная) годовая ставка доходности, предлагаемая банками по своим сберегательным счетам (т. е. номинальная ставка доходности за год, рассчитанная по схеме сложных процентов с начислением процентов неоднократно в течение года);
- действительная (реальная) ставка процента по ссуде за год, рассчитанная по схеме сложных процентов с начислением процентов неоднократно в течение года.

Внутренняя норма прибыли при этом определяется исходя из решения следующего математического уравнения:

$$\sum_{k=1}^n \frac{D_k}{(1+Y)^k} - \sum_{t=1}^m \frac{Z_t}{(1+Y)^t} = 0.$$

Исходя из уравнения, можно дать следующее определение внутренней нормы рентабельности: IRR – это ставка дисконтирования, использование которой обеспечит равенство текущей стоимости ожидаемых денежных оттоков и текущей стоимости ожидаемых денежных притоков (т. е. при начислении на сумму инвестиций процентов по ставке, равной внутренней норме рентабельности, обеспечивается получение распределенного во времени дохода).

Формально IRR определяется как коэффициент дисконтирования, при котором $NPV = 0$, т. е. при котором инвестирование не обес-

печивает роста ценности фирмы, но и не ведет к ее снижению. Поэтому *IRR* называют поверочным дисконтом, так как она позволяет найти граничное значение коэффициента дисконтирования, разделяющее инвестиции на приемлемые и выгодные. Для этого *IRR* сравнивают с тем уровнем окупаемости вложений, который выбирается в качестве стандартного [30].

Таким образом, инвестиция считается выгодной, если внутренняя норма рентабельности превышает минимальный уровень рентабельности, установленный для данного вида инвестиций.

Экономический смысл этого показателя заключается в том, что от внутренней рентабельности зависит темп роста инвестированного капитала. Кроме того, данный показатель определяет максимально допустимую ставку ссудного процента, при которой финансирование в форме кредитования осуществляется безубыточно, т. е. без использования для выплат за кредит части прибыли, полученной на собственный инвестированный капитал. А для того чтобы не создать угрозу ликвидным средствам, необходимо увязать график выплаты займов с притоком наличных средств.

Преимущество метода внутренней нормы рентабельности по отношению к методу чистой текущей стоимости заключается в возможности его интерпретирования [56]. Он характеризует начисление процентов на затраченный капитал (рентабельность затраченного капитала).

Недостатками описываемого показателя являются следующие:

- сложность использования для оценки инвестиционного портфеля в целом, так как этот показатель, в отличие от показателя *NPV*, не суммируется и характеризует только конкретный проект;

- необходимость особого его применения при анализе инвестиций, предусматривающих несколько крупных отрицательных денежных потоков в течение экономической жизни проекта (например, приобретение недвижимости в рассрочку). Вследствие неоднократного инвестирования чистая текущая стоимость доходов будет принимать нулевое значение несколько раз. Следовательно, *IRR* будет иметь столько же решений. Для анализа рекомендуется использовать минимальное значение внутренней ставки доходности проекта;

- зависимость оценки проекта от гипотетического предположения, что генерируемые инвестиционным проектом доходы реинвестируются и приносят доход по ставке, равной *IRR*. На практике такое

совпадение маловероятно. Следовательно, IRR является достаточно абстрактным показателем, однако его использование при отборе дает хорошие результаты.

Проблема ранжирования инвестиционных вложений в различные инвестиционные проекты по совокупности показателей NPV и IRR может проявляться в двух основных ситуациях:

1. При выборе из двух альтернативных проектов один из них может иметь лучшие показатели как по NPV , так и по IRR . Изобразим это графически (рис. 13).

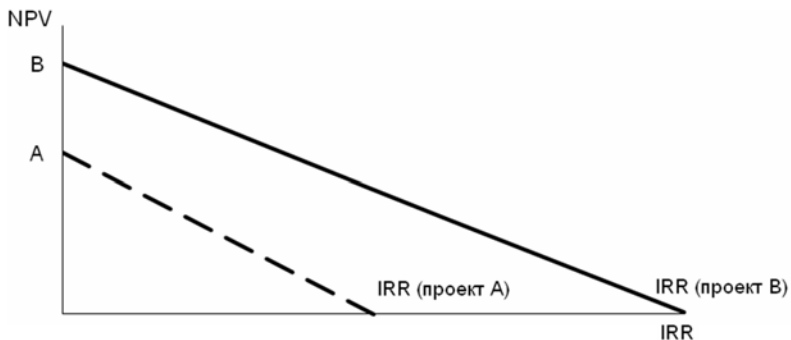


Рис. 13. Взаимосвязь NPV и IRR (первый случай)

В данном случае проект B имеет бóльшую величину NPV и IRR , что делает его, безусловно, более привлекательным.

2. При выборе из двух альтернативных проектов один может иметь бóльшую величину NPV , другой — бóльшее значение IRR (рис. 14).

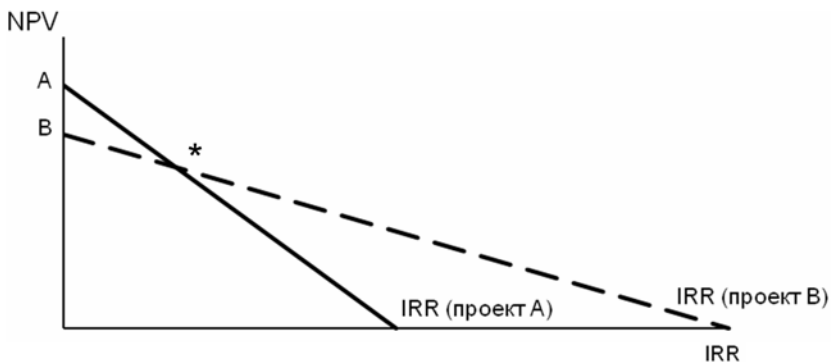


Рис. 14. Взаимосвязь NPV и IRR (второй случай)

В данном случае проект А имеет лучшее значение NPV , проект В обеспечивает бóльшую величину IRR . Существует некая ставка дисконтирования x , которая уравнивает значение NPV по проектам А и В. Эта ставка дисконтирования является критической точкой, меняющей привлекательность оцениваемых проектов следующим образом [53]:

- если ставка дисконтирования, применяемая аналитиком, меньше критического значения, то более привлекательным будет проект А;
- если ставка дисконтирования, оценивающая риск вложений в данный объект собственности, больше критической величины, то инвестиционная привлекательность объектов меняется и более выгодным становится проект В.

Таким образом, оценка инвестиций с помощью этого метода основана на определении максимальной величины ставки дисконтирования, при которой проекты останутся безубыточными.

Применительно к инвестированию в производственной сфере решение об инвестировании в проект можно принять в том случае, когда величина IRR превышает минимальную ставку доходности, приемлемую для каждого конкретного инвестора, или в общем случае для инвестирования в объекты недвижимости каждого конкретного типа.

Метод модифицированной нормы прибыли (MIRR) относится к методам, корректирующим метод IRR для применения в той или иной нестандартной ситуации. В нем используется модифицированная ставка доходности; $MIRR$ позволяет устранить существенный недостаток внутренней ставки рентабельности проекта, который возникает в случае неоднократного оттока денежных средств. При инвестировании в основной капитал примером такого неоднократного оттока является приобретение в рассрочку или поэтапное финансирование строительства. Основное отличие данного метода в том, что реинвестирование производится по безрисковой ставке, величина которой определяется на основе анализа финансового рынка. В каждом конкретном случае аналитик определяет величину безрисковой ставки индивидуально, но, как правило, ее уровень относительно невысок.

Расчет $MIRR$ выполняется следующим образом:

1. Дисконтированием определяется стоимость всех отрицательных денежных потоков на начало проекта, ставка дисконтирования рассчитывается в соответствии с доходностью инвестиций в ликвидные краткосрочные ценные бумаги.

2. Определяется внутренняя норма отдачи проекта, которая является модифицированной нормой отдачи.

Таким образом, дисконтирование затрат по безрисковой ставке дает возможность рассчитать их суммарную текущую стоимость, величина которой позволяет более объективно оценить уровень доходности инвестиций.

Метод расчета срока окупаемости капитала (DPP), при котором важным фактором является срок окупаемости, – один из наиболее часто применяемых показателей для анализа инвестиционных проектов, означающий время, необходимое для того, чтобы сумма денежных потоков от проекта стала равна сумме начальных инвестиций.

Относительно инвестиций в основной капитал определение срока окупаемости можно сформулировать следующим образом: под сроком окупаемости проекта понимается период времени от момента начала его реализации до того момента эксплуатации объекта, в который доходы от эксплуатации становятся равными затратам капитала на строительство, реконструкцию или приобретение объекта недвижимости.

Срок окупаемости является своеобразным индикатором ликвидности проекта, показывая, на какой период будут заморожены инвестированные в проект деньги. В связи с этим он может иметь иногда и ключевое значение, например, при использовании заемных средств.

При расчете срока окупаемости применяют два метода: *статический* и *динамический*.

Если не учитывать фактор времени, т. е. когда равные суммы дохода, получаемые в разное время, рассматриваются как равноценные, то показатель срока окупаемости можно определить по следующей формуле (*статический метод*):

$$DPP = \frac{Z}{D_k},$$

где DPP – период окупаемости, лет;

Z – первоначальные инвестиции;

D_k – годовой доход от инвестиций в k -м году.

Иначе говоря, период окупаемости – продолжительность времени, в течение которого недисконтированные прогнозируемые поступления денежных средств превысят недисконтированную сумму инвестиций. Без дисконтирования в качестве критерия выбора инвестиционного проекта период окупаемости может быть использован только для сравнения объектов с подобными инвестиционными характеристиками.

Более обоснованным является *динамический метод*. При использовании данного метода под сроком окупаемости *DPP* понимают продолжительность периода, в течение которого сумма чистых доходов, дисконтированных на момент завершения инвестиций, равна сумме инвестиций, т. е. $DPP = n$, при котором

$$\sum_1^n \frac{D_k}{(1+Y)^k} = \sum_1^n Z_t,$$

где D_k – годовые доходы;

$\sum_1^n Z_t$ – сумма всех инвестиций.

Необходимо отметить, что в оценке инвестиционных проектов критерий *срока окупаемости* может использоваться двояко:

- 1) проект принимается, если окупаемость имеет место;
- 2) проект принимается только в том случае, если срок окупаемости не превышает установленного инвестором срока окупаемости капитала. Данный показатель целесообразно рассчитывать по тем проектам, которые финансируются по долгосрочным обязательствам. Срок окупаемости по проекту должен быть меньше периода пользования заемными средствами, устанавливаемого кредитором.

Уменьшение срока окупаемости повышает инвестиционную привлекательность инвестиционного проекта, поскольку снижает риск невозврата инвестированных средств.

Таким образом, для инвестирования применимо следующее правило: *чем меньше срок окупаемости инвестиций, тем менее рискован и более приемлем проект.*

Недостатки данного показателя состоят в следующем:

- показатель не учитывает весь период функционирования инвестиций, т. е. игнорируются доходы, получаемые после предлагаемого срока окупаемости проекта. Поэтому показатель срока окупаемости не должен служить критерием выбора, а может использоваться лишь в качестве ограничения при принятии решения;
- использование этого показателя для анализа инвестиционного портфеля в целом требует дополнительных расчетов. Период окупаемости по портфелю не может быть определен как простая средняя величина.

Ставка дохода финансового менеджмента (FMRR). Совершенствование методов оценки инвестиционной привлекательности проектов

требует объективного анализа эффективности использования доходов, генерируемых приобретаемой недвижимостью. Эти средства будут инвестированы в различные новые проекты с учетом финансовых возможностей и политики инвестора. Допустимый уровень риска по таким проектам может быть выше, чем при вложении временно свободных средств, предназначенных для основного проекта; кроме того, возможна диверсификация инвестиций. Следовательно, необходимо рассчитать среднюю, т. е. круговую, ставку доходности будущих инвестиций.

Для расчета $FMRR$ нужно произвести следующие действия:

- 1) определить безрисковую ликвидную ставку доходности;
- 2) рассчитать сумму затрат на инвестиционный проект, продисконтированных по безопасной ликвидной ставке;
- 3) определить круговую ставку доходности;
- 4) найти суммарную будущую стоимость доходов от анализируемого инвестиционного проекта, накопленных по круговой ставке доходности;
- 5) составить модифицированный денежный поток;
- 6) вычислить ставку доходности финансового менеджмента по схеме расчета IRR на основе модифицированного денежного потока.

Расчет внутренней ставки доходности проекта будет осуществляться для денежного потока, модифицированного по безопасной ликвидной ставке (применяемой к затратам) и круговой ставке доходности (применяемой к потоку доходов).

Оценка инвестиционной привлекательности проектов предполагает сравнение расходов на проект и доходов от него с учетом различной стоимости денег во времени.

Ставка дисконтирования, применяемая для расчета стоимости доходов, зависит от степени риска оцениваемого проекта.

Таким образом, для оценки эффективности инвестиционных проектов можно использовать шесть показателей, отражающих различные стороны экономической эффективности проекта [58]:

- 1) *период (срок) окупаемости проекта*, который информирует о временном периоде, необходимом для выбора вложенных средств, но не учитывает динамику доходов в последующий период;
- 2) *чистую текущую стоимость доходов*, отражающую реальный прирост активов от реализации оцениваемого проекта, однако показатель существенно зависит от применяемой ставки дисконтирования и не учитывает затраты на проект;

3) *индекс рентабельности (ставка доходности) проекта*, который отражает величину чистого приведенного дохода, получаемого на единицу затрат на проект (показатель зависит от ставки дисконтирования, т. е. испытывает субъективное влияние);

4) *внутреннюю ставку доходности проекта*, информирующую о запасе его «прочности», так как по экономическому содержанию она является ставкой дисконтирования, уравнивающей приведенные доходы с расходами на проект (недостаток метода заключается в гипотетическом предположении о реинвестировании по внутренней ставке доходности, что на практике невозможно; кроме того, если в течение анализируемого периода достаточно крупные затраты возникают несколько раз, то показатель имеет множество решений);

5) *модифицированную ставку доходности*, рассчитывающуюся по проектам, предполагающим распределение затрат по годам, в связи с чем свободные средства, предназначенные для вложения в основной проект, в последующие годы можно временно инвестировать в другие проекты, отвечающие условиям безопасности и ликвидности (при этом поскольку второстепенные проекты обеспечивают некоторый доход, потребность в инвестициях в начальный период будет уменьшена исходя из уровня безопасной ликвидной ставки дисконтирования);

б) *ставку доходности финансового менеджмента*, которая предполагает, что доходы, получаемые от проекта, могут быть инвестированы в несколько других проектов, имеющих разный уровень доходности (при этом определяют среднюю (круговую) ставку доходности и на ее основе рассчитывают величину накоплений к моменту возникновения последней суммы доходов; для корректировки потока затрат и потока доходов используются различные ставки, максимально приближенные к действительности).

Отметим, что необходимым условием применения и достоверности любого метода оценки эффективности инвестирования в недвижимость является надежность исходных данных, без которых никакая оценка не может быть объективной.

5.4. Источники и механизмы финансирования инвестиций

В мировой практике финансирования инвестиционных проектов существует два вида источников финансирования: *заимодавцы* и *инвесторы*. Первые стремятся получить гарантированное вознагражде-

ние в виде регулярных выплат основной суммы задолженности и процентов по ней; вторые – определенную норму прибыли в обмен на свои инвестиции.

Источниками финансирования инвестиционной деятельности могут выступать:

- *собственные средства* – внутренние источники финансирования конкретного инвестора (к таковым можно отнести, например, прибыль после уплаты налогов, амортизационные отчисления и т. п. (или налоговые поступления, государственные сборы и пошлины и другие государственные доходы));

- *привлеченные средства* – внешние источники привлечения (самый привычный такой источник – банковский кредит, к традиционным источникам можно также отнести привлечение средств с помощью эмиссии ценных бумаг);

- *заемные средства* – привлеченные средства, предоставленные дольщиками (целью их инвестирования является получение недвижимости исключительно в потребительских целях).

Существует несколько *вариантов финансирования инвестиционных проектов*. Отметим, что исходя из различных целей и возможностей инвесторов сформировались существующие в настоящее время основные механизмы финансирования инвестиций. Практическое применение методов финансирования должно обеспечивать выполнение следующих условий:

- достижение прибыльности и возвратности средств;
- сохранение денежных средств кредитора от инфляции;
- защита от рисков;
- доступность заемщику условий предоставления кредита.

Анализ международного опыта финансирования инвестиционных проектов показывает, что финансирование осуществляется на основе одного из трех вариантов [30]:

- *краткосрочного финансирования* (как правило, коммерческим банком);

- *долгосрочного финансирования* (как правило, прямыми инвесторами (пенсионный фонд, страховая компания) или кредитным инвестором – ипотечным или другим банком);

- *сочетания краткосрочного и долгосрочного финансирования*.

Долгосрочное и краткосрочное финансирование различаются обеспечением кредита; технологией выдачи кредита и механизмом его возврата; рисками, связанными с кредитованием; механизмами управления ими.

Краткосрочные кредиты банка под строительство принимают форму либо «корпоративного» кредитования, либо кредитования под проект. В первом случае банк интересуется устойчивостью компании, ее активы, прибыль и потоки денежных средств. В случае кредитования под проект этот проект и выступает в качестве обеспечения кредита, что на самом деле является не слишком надежным обеспечением.

Долгосрочное кредитование предоставляется в основном только под надежное обеспечение, каковым являются недвижимость, основные средства. Определяющее значение при этом имеет даже не отношение собственного капитала инвестора к общему объему финансирования, а отношение собственных средств, инвестируемых в проект, к общему объему инвестиций фирмы и ее собственному капиталу.

Кроме того, предлагаемая инвестору доходность должна быть конкурентоспособна по отношению к возможным альтернативным инвестициям. Данное условие необходимо учитывать как инвестору, так и компании, занимающейся разработкой и реализацией проектов.

Глава 6. ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ НА ПРЕДПРИЯТИИ

6.1. Понятие, задачи и этапы финансового планирования на предприятии

Финансовое планирование – это составление комплексного плана функционирования и развития предприятия в стоимостном выражении для обеспечения бесперебойной успешной работы [56]. Также про финансовое планирование можно сказать, что это, во-первых, определение будущего предприятия и его структурных подразделений, во-вторых, проектирование желаемых результатов деятельности предприятия и, в-третьих, выбор методов, средств (ресурсов) и определение последовательности действий в достижении желаемых результатов [58].

Финансовое планирование можно описать как стратегию, направленную на распределение денежных ресурсов (и текущих, и ожидаемых) для обеспечения потребностей предприятия. То есть общая его цель – рассчитывать расходы таким образом, чтобы бизнес мог уверенно развиваться и приносить прибыль, исполнять обязательства перед государством, клиентами, кредиторами и так далее. В финансовых планах отражаются источники доходов, цели расходов, графики платежей и поступлений за определенный (долгосрочный) период [47].

Расчеты при финансовом планировании базируются на достоверных данных, таких как бухгалтерская отчетность, инвестиционные программы, производственные сметы и др. К примеру, если точно знать сумму, которую заплатит клиент по условиям заключенного контракта, или размер дивидендов от сделанных инвестиций, а также сроки поступления денег из этих источников, можно с точностью планировать расходы на довольно долгий период (до нескольких лет).

Основными задачами финансового планирования предприятия являются:

- обеспечение рациональной сбалансированности активов (средств) и пассивов (источников финансирования) предприятия, которое выражается в устойчивом и экономически оправданном соответствии источников финансирования активам;
- сбалансированность поступления и выплаты платежного оборота, т. е. обеспечение достаточности платежных средств для исполнения всех обязательств предприятия как по срокам, так и по величине.

Текущие и капитальные активные операции (производственно-сбытовая деятельность, капиталовложения и капиталозъятия) формируют потребность в объемах и характере финансирования (структуре и природе источников). Задача финансового управления – обеспечить эти активные операции соответствующими им по природе и структуре источниками финансирования. Вторая из перечисленных выше задач теснейшим образом связана с первой. С точки зрения текущей деятельности (текущих операций) в центре внимания управляющего финансами находится именно сбалансированность платежного оборота, но в основе ее – соответствие активов предприятия его обязательствам. Невозможно правильно сформировать платежный оборот без баланса активов и пассивов и, в первую очередь, оборотных активов и текущих обязательств и, главным образом, счетов к получению и счетов к оплате (дебиторской и кредиторской задолженности).

Двойное содержание финансового планирования отражает то, что существует два объекта финансирования: *активы и операции*.

Источниками финансирования активов являются пассивы, т. е. обязательства, возникающие у предприятия как субъекта гражданского права перед владельцами ресурсов, используемых предприятием в своей деятельности. Эти обязательства могут быть долговыми (заемными), подлежащими возврату по истечении срока их предоставления, и долевыми (бессрочными), формирующими обязательства предприятия перед его юридическими владельцами (акционерами, участниками) [39].

Источниками финансирования операций являются ликвидные активы, которые могут быть использованы в качестве платежных средств (в нормальной экономической системе источниками финансирования операций являются денежные средства и коммерческие векселя) [34].

Последовательность финансового планирования включает в себя несколько этапов:

- определение целей;
- моделирование будущего состояния предприятия;
- определение способов его достижения;
- декомпозиция заданных (желаемых) результатов в цели и постановка задачи исполнителям, которые сами определяют способы их достижения.

Планирование, таким образом, представляет собой:

- систематическую постановку целей и разработку мероприятий по их достижению;
- моделирование (проектирование) основных параметров деятельности предприятия, взаимосвязей между ними и определение условий и сроков их достижения;
- систематическую подготовку управленческих решений, связанных с будущими событиями (подготовка к будущему).

Основой финансового планирования (образно говоря, его «точкой отсчета») являются интересы и ожидания тех, кто предоставил и предоставляет предприятию ресурсы [33]. Игнорирование этого простого факта приводит к тому, что ресурсы перестают предоставлять. Для того чтобы этого не случилось, и требуется последовательное и рациональное управление финансами и, в частности, финансовое планирование как важнейший инструмент поддержания жизнеспособности предприятия. Деятельность любого предприятия можно рассматривать как переработку ресурсов (материальных, трудовых и т. п.).

Обычно одной из целей управления финансами считают ожидания юридических владельцев предприятия (акционеров) относительно будущих доходов на вложенный ими капитал (средства, ресурсы). При этом экономическая теория небезосновательно утверждает, что владельцы ресурсов стремятся разместить (инвестировать) их так, чтобы при приемлемом уровне рисков прибыль на единицу вложенных ресурсов была наибольшей. При таком подходе базовым ориентиром для финансового планирования служит доходность (прибыльность) предприятия, точнее – прибыльность вложенного владельцами предприятия (акционерами) капитала, еще точнее – уровень чистой прибыли на этот капитал (предполагается, что этот уровень должен соответствовать уровню чистой доходности альтернативных инвестиций и тем самым удовлетворять ожидания акционеров) [32].

Такой подход представляется теоретически правильным, но не полным. Он не учитывает явным образом интересы и ожидания других групп владельцев – собственников ресурсов, предоставленных предприятию, и его кредиторов. Этой группе, строго говоря, безразличен доход акционеров на собственный капитал предприятия; они заинтересованы в его реальной платежеспособности, которая обеспе-

чивает возвратность предоставленных ими предприятию ресурсов и оплат предприятием стоимости использования этих ресурсов [38].

Таким образом, разумное управление финансами предприятия как в финансовом планировании, так и при проведении финансового анализа с необходимостью предполагает учет интересов всех групп владельцев предоставленных предприятию ресурсов (как акционеров, так и кредиторов), к которым можно отнести банки, поставщиков и подрядчиков, бюджет и внебюджетные фонды, персонал и др. Следует отметить, что все группы владельцев ресурсов предприятия (т. е. те, кто формирует пассивы – источники финансирования активов) так или иначе заинтересованы в поддержании финансовой устойчивости предприятия. Акционеры заинтересованы в достаточных и устойчивых чистых доходах на вложенный ими капитал, банки – в надежном кредитоспособном заемщике, коммерческие кредиторы (поставщики и подрядчики) – в стабильном и платежеспособном (пусть даже с отсрочкой платежей) покупателе, персонал – в стабильном и платежеспособном работодателе, бюджет и внебюджетные фонды – в платежеспособном налогоплательщике.

Отсюда следует, что *нормальным финансовым состоянием предприятия* является такое его состояние, при котором наилучшим образом удовлетворяются интересы и ожидания владельцев предоставленных предприятию ресурсов (о чем говорилось ранее), разумеется, когда эти интересы и ожидания более или менее сбалансированы.

В заключение данной темы отметим, что определение перечня параметров, в достаточной мере характеризующих состояние предприятия, и количественных значений этих параметров, которые можно считать нормальными для данного предприятия, – это одна из ключевых задач управления финансами, без решения которой, как уже отмечалось, целенаправленные финансовые анализ и планирование становятся бессмысленными.

6.2. Типы финансовых планов на современном предприятии

Жесткая конкуренция на современном рынке заставляет предприятия работать в сложных условиях, изыскивая ресурсы и возможности для повышения конкурентоспособности в рамках своей дея-

тельности. Предметно финансовые планы, а также их вариативное использование в операционных вопросах бизнеса позволяют решать эти управленческие задачи, основываясь именно на внутренних планах и ресурсах компании, по возможности избегая серьезной зависимости бизнеса от непрерывного потока заимствований (или, если не решать, то, по крайней мере, формировать за счет инструментов финансового планирования баланс внутри экономических вопросов организации).

Стоит отметить, что финансовые планы на предприятиях отличаются не только размером периода планирования (длительностью), но и составом. Состав показателей или состав статей планирования будет отличаться по двум параметрам: назначение и степень детализации. Условно говоря, для одной компании достаточно группировка расходов, например, по основанию «коммунальные расходы», а для другой важно плановое и фактическое значение каждого показателя группировки (вода, электроэнергия, газовое снабжение и пр.). Поэтому *главной классификацией финансовых планов* принято считать *классификацию по периоду планирования*, внутри которой каждая конкретная компания самостоятельно выбирает степень детализации финансового плана.

Как правило, современные компании в России используют три основных типа финансовых планов: финансирование краткосрочных периодов (оперативное планирование), среднесрочных периодов (текущее планирование) и долгосрочных периодов (перспективное планирование) (рис. 15).

Финансовые планы краткосрочных периодов (максимальный горизонт планирования составляет год) используются для операционной деятельности и могут включать в себя максимальную детализацию плановых и фактических показателей, которыми управляет команда компании [29].

Финансовые планы среднесрочных периодов (горизонт планирования больше года, но не более пяти лет) включают в себя инвестиционные и модернизационные планы, способствующие росту или укреплению бизнеса [2].

Финансовые планы долгосрочных периодов (самый длительный горизонт планирования, начинающийся от пяти лет) включают в себя интерпретацию долгосрочных финансовых и производственных целей компании [33].



Рис. 15. Схема содержания основных финансовых планов

Нельзя не сказать о том, что существуют также исследовательские подходы, предполагающие наличие промежуточных периодов для решения задач и соответствующих им критериев классификации финансового планирования. Однако следует отметить, что эксперты еще не выработали единого и общепризнанного комплекса периоди-

зации задач бизнеса. Более того, нет однозначной точки зрения относительно границ между каждым из выделенных периодов.

Отмеченные нами типы финансового планирования фактически формируют взаимосвязанные этапы соответствующего планирования. Сначала выстраивается стратегический план, далее он раскрывается в порядке текущего планирования, а затем конкретизируется в оперативных планах.

6.3. Бюджетирование как инструмент финансирования

Основная задача бюджетирования заключается в *повышении эффективности работы предприятия* на основании целевой ориентации и координации всех событий, охватывающих изменение хозяйственных средств и их источников, выявлении рисков и снижении их уровня, а также повышении гибкости в функционировании экономического субъекта.

Важно отметить, что формирование бюджета предприятия является основным инструментом краткосрочного финансового планирования, определяющим источники и направления использования денежных средств.

При этом бюджет, являясь методом регулирования экономики предприятия, позволяет не только управлять финансами, но и гармонизировать отношения как внутри хозяйствующего субъекта, так и с внешней средой.

По мнению специалистов, *истоки бюджетирования* следует искать в камеральной бухгалтерии, возникшей в Западной Европе. *Камеральная бухгалтерия* развивалась в государственном хозяйстве и в своем развитии прошла несколько этапов [28]:

- старая камеральная бухгалтерия (XII – середина XVIII вв.). Ее сущность заключалась в том, что в центре внимания бухгалтеров находился учет доходов и расходов денежных средств в кассе. Эта форма и сейчас используется в семьях для учета своего бюджета, поэтому ее еще называют бюджетной;

- новая камеральная бухгалтерия (середина XVIII – середина XIX вв.). В 1770 г. в Вене были изложены основы нового направления в учете, смысл которого заключается в смете (бюджете) доходов и расходов. Каждый вид доходов и расходов представлял строго определенную

статью, и бухгалтер контролировал, как хозяйственник соблюдает имеющийся у него финансовый план-бюджет. В основе построения бюджета и учета его исполнения лежали четыре принципа [42]:

1) аналитичность – регистрация только твердо установленных прав и обязательств, оформленных договорами;

2) специализация – раздельное планирование и учет каждого вида доходов и расходов;

3) полнота – отражение в бюджете и учете как доходов, так и расходов в полных суммах без допущения их взаимного сальдирования;

4) единство – необходимость объединения всех доходов и расходов каждого распорядителя кредитов в едином бюджете.

Впоследствии эти идеи были развиты А. Д. Шереметом [59], который видел в бюджете не только средство контроля за действиями управляющих, но и средство предупреждения возможных ошибок и ущерба.

В середине XIX – начале XX вв. появилась так называемая *константная бухгалтерия*. Тогда швейцарский ученый Ф. Гюгл выделил контрольную функцию бухгалтерии, цель которой проверять отчеты администрации и материально ответственных лиц, делая упор не на сохранность ценностей, что рассматривалось как частный случай, а на выявление степени соответствия хозяйственной деятельности поставленным перед ней задачам. В своих работах он пытался решить проблему учета при использовании бюджета и осуществить синтез двойной и камеральной бухгалтерии, называя ее константной бухгалтерией. Сущность ее заключалась в том, что заранее определенные нормативные результаты деятельности предприятия вводятся в счета бухгалтерского учета. Записи последующих операций корректируют нормативы, и счета «Главной книги» в этом случае показывают не только совершившиеся операции, но и степень выполнения установленных нормативов [59].

Современная же история становления бюджетирования как технологии менеджмента в российских компаниях прошла несколько этапов.

Первый этап характеризовался интенсивным использованием модного слова «бюджетирование» и подготовкой документов под названием «бюджет», не имеющих ничего общего с действительными задачами бюджетирования. Основной целью этого этапа являлись попытки предприятий привлечь финансовые ресурсы западных креди-

торов и инвесторов. В подавляющем большинстве из этого ничего не вышло. Кредиторы и инвесторы быстро разобрались, что представляемые материалы никакой содержательной нагрузки не несут и полагаться на внутреннюю отчетность нельзя [34]. В определенной степени это дискредитировало идею бюджетирования также среди руководителей предприятий. Главная проблема на данном этапе заключалась в отсутствии у менеджеров четкого понимания, для чего действительно нужно бюджетирование и какие цели они хотят достигнуть.

При этом привлечение зарубежных консалтинговых фирм для постановки полноценной системы бюджетирования существовало, но было по силам только богатым предприятиям.

Второй этап отмечен широким выходом на рынок услуг по постановке бюджетирования российского консалтинга, которые характеризовались различным качеством и временем подготовки (от разработки системы бюджетов за несколько часов до создания полноценного документа). Однако на этом этапе руководство предприятий принимало минимальное участие в выполнении необходимых работ.

Третий этап характеризуется осознанием многими руководителями предприятий полезности бюджетирования как инструмента стратегического и текущего управления своим бизнесом, без которого достижение серьезных конкурентных преимуществ на рынке возможно лишь по чисто случайному стечению обстоятельств. Наряду с привлечением специализированных фирм динамично развивающиеся предприятия начали сами осваивать технологию бюджетирования и готовить соответствующие документы [15].

Среди факторов, препятствующих и ограничивающих применение бюджетирования на современных предприятиях, можно выделить *субъективные* и *объективные*. К первой группе можно отнести следующие:

- дефицит времени в связи с давлением, приоритетом текущих дел;
- мнение об отсутствии влияния планирования на результаты деятельности;
- убежденность в том, что главный фактор успеха фирмы – это предпринимательский талант руководителя, интуиция, а также связи;
- недостаточная квалификация управляющих и служащих;
- отсутствие методической базы;

- негативное отношение к планированию, ассоциируемое с советской плановой экономикой;
- слишком теоретизированный подход к планированию со стороны плановиков.

К группе объективных факторов относятся [32]:

- высокая нестабильность внешней среды;
- низкий уровень общей финансовой культуры фирм;
- низкий уровень накопленного капитала;
- высокая зависимость от государственного бюджета.

Таким образом, принципы бюджетирования были заложены еще в начале развития счетной науки. В современных условиях бюджетирование все более рассматривается как управленческая технология и неотъемлемый элемент контроля, позволяющий руководителю заранее оценить эффективность управленческих решений, оптимальным образом распределить ресурсы между подразделениями, наметить пути развития предприятия и избегать кризисных ситуаций.

На современном этапе развития экономической науки бюджетирование является важнейшим инструментом в системе финансового управления организацией.

Бюджетирование на предприятии – это инструмент управления организацией на основе планирования, организации, контроля и оценки выполнения экономических показателей. Оно используется для управления финансовыми ресурсами и принятия эффективных решений, направленных на выполнение финансовых задач компании. Также бюджетирование является адаптируемой под нужды компании системой управления. Основные цели процесса бюджетирования представлены в табл. 11 [20].

Таблица 11

Цели процесса бюджетирования
в зависимости от субъекта управления

Субъект управления	Требование к целям	Основные функции
1	2	3
Собственник, генеральный директор	Формализация в конкретных финансовых цифрах своих ожиданий от руководителей компании Мотивация исполнителей «на подвиг»	Передача полномочий по принятию ряда решений бюджетным исполнителям Готовность следовать утвержденным планам Открытие информации

1	2	3
Руководители подразделений	Четкость критериев оценки их результатов Полномочия по распоряжению ресурсами для выполнения планов	Самостоятельное выполнение бюджетных обязательств Дополнительные задачи по бюджетам
Финансовый директор	Полномочия по организации бюджетного процесса Инструмент финансового планирования	Своевременный бюджетный контроль Организация бюджетного процесса

Основными бюджетными параметрами могут быть следующие:

- объем продаж по рынкам и (или) продуктовым группам;
- чистые операционные денежные потоки;
- уровень расходов по основным статьям (себестоимость, административные и пр.);
- чистая прибыль, прибыль до процентов, налогов и амортизации (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (*EBITDA*));
- уровень запасов, дебиторской и кредиторской задолженностей;
- максимальный уровень и структура заимствований и (или) привлечение капитала;
- стоимость корпоративных изъятий (если имеются).

Основными причинами низкой эффективности процесса бюджетирования обычно являются:

- неинформированность персонала о целях и самом процессе бюджетирования;
- отсутствие необходимых навыков и знаний для участия в процессе бюджетирования;
- недостаточная вовлеченность персонала в процесс бюджетирования;
- отсутствие системы стимулирования.

Выделяют *четыре стадии бюджетирования* на предприятии.

Стадия 1: планирование, корректировки и контроль использования денежных средств компании. На данной стадии наиболее важным является оперативное планирование и контроль исполнения оперативных планов платежей. После осуществления данной стадии логическим продолжением является контроль и оптимизация расходов.

Стадия 2: планирование, корректировки и контроль расходов по статьям и в разрезе подразделений. На настоящей стадии оптимизация расходов осуществляется посредством анализа всех подразделений по отдельности, что вызывает экономию средств по компании в целом. Здесь наиболее важно вовлечение в процесс управления расходами предприятия ответственных сотрудников подразделений. Логическим продолжением является оценка эффективности и оптимизация расходов, базирующаяся на эффективности.

Стадия 3: планирование, корректировки и контроль доходов и расходов по статьям и в разрезе центра финансовой ответственности (ЦФО). На данной стадии осуществляется уже не оптимизация расходов, а оптимизация, заключающаяся в сокращении неэффективных ЦФО либо в доведении ЦФО до минимально возможного уровня расходов при максимальной отдаче. Логическим продолжением является прогнозирование и моделирование развития всей компании как системы взаимодействующих ЦФО.

Центром финансовой ответственности принято называть то или иное структурное подразделение компании (дивизион, цех, отдел, сотрудник и т. д.), ответственное за достижение целевого значения того или иного финансового показателя [20].

Стадия 4: планирование, прогнозирование, моделирование и контроль исполнения планов и прогнозов состояния всей компании как системы взаимодействующих ЦФО. На этой стадии на основании моделей бюджетов отдельных ЦФО строится модель бюджета всей компании. Изменения в моделях ЦФО (как фактические, так и планируемые) позволяют спрогнозировать изменения модели компании в целом.

Большинство компаний самостоятельно проходят первую стадию и чаще всего безуспешно пытаются внедрить вторую стадию, поскольку сталкиваются с множеством проблем. Чтобы их избежать, методика бюджетирования на предприятии должна быть доработана следующими блоками:

- сбор первичной информации бюджетирования расходов и доходов;
- контроль первичной информации;
- консолидация данных;
- защита бюджетов;

- текущий контроль исполнения бюджетов;
- корректировка бюджетов;
- стимулирование участников бюджетирования.

Далее рассмотрим основные методики бюджетирования [10].

Методика сбора первичной информации бюджетирования обеспечивает автоматический сбор всех данных для формирования бюджетов. Этой методикой пользуются начальники отделов для наполнения данными системы бюджетов. Важным моментом является прогнозирование и формирование подразделениями показателей друг друга (так называемое перекрестное формирование). Главы подразделений, ряд затрат которых планируют другие подразделения, в такой ситуации вынуждены (с целью контроля) вникать, почему величина именно такая, и начинают думать, как сократить расходы. При использовании данной методики достигается максимально возможное точное и контролируемое планирование первичных данных [8].

Методика контроля первичной информации предназначена для глав подразделений, используется с целью контроля формирования плановых затрат, которые разрабатывают другие отделы (первый уровень контроля). Глава подразделения отвечает за свой бюджет целиком. Также данной методикой пользуются члены совета директоров с целью точного и полного планирования бюджетов в целом. Это второй уровень контроля. Также отдел контроллинга (либо подразделение, отвечающее за ведение управленческого учета и бюджетирования) должен проводить выборочный контроль правильности использования методик. Это третий уровень контроля [9].

Методика консолидации данных должна быть двухсторонней и абсолютно прозрачной в целях удобства консолидации данных (от частных показателей к общим) и понимания, почему отдельные консолидированные показатели именно такие (от общего к частному).

Методика защиты бюджетов служит для коллективного принятия решений об обоснованности и точности процессных бюджетов предприятия и бюджетов подразделений. Методика предназначена для высокоэффективной работы совещательного органа, отвечающего за бюджетирование в целом (бюджетного комитета).

Методика текущего контроля исполнения бюджетов предполагает, что в процессе контроля исполнения бюджетов отдел контроллинга создает систему отчетов, предназначенную для контроля и свое-

временного реагирования на качество прохождения процесса бюджетирования. В данной системе отчетов важно разработать технологию работы контролеров бюджетов с отчетностью (система индикаторов), т. е. контролерам и членам совета директоров не надо читать все отчеты сплошным способом, а обращать внимание только на отклонения по индикаторам и изучать отчеты, посвященные отклонениям.

Методика корректировок бюджетов должна использоваться всеми участниками процесса бюджетирования расходов с целью уточнения бюджетов в связи с изменениями предпосылок планирования. Важной частью корректировки бюджетов является процесс моделирования с целью изучения поведения модели компании при изменении определенных предпосылок бюджетирования.

Методика стимулирования участников бюджетирования является одной из важнейших методик, которая предназначена для генерального директора (как системный способ стимулирования участников бюджетирования) и членов совета директоров (как системный способ стимулирования глав подразделений). Отсутствие стимулирования либо его незначительность делают процесс бюджетирования более номинальным, чем реальным инструментом управления компанией [10].

Особо отметим, что третью стадию бюджетирования на предприятии обычно дополняют следующими блоками:

- оценка эффективности ЦФО;
- сбор первичной информации бюджетирования доходов в разрезе ЦФО;
- консолидация внутренних и внешних доходов;
- доработка методических блоков на второй стадии.

Четвертую стадию можно дополнить следующими блоками:

- создание моделей ЦФО;
- создание консолидированной модели компании;
- система корректировок моделей.

Все создаваемые методики должны быть автоматизированы. В противном случае система бюджетирования с высокой вероятностью не перейдет даже на вторую стадию.

Практика внедрения бюджетирования на предприятии сформировала следующие основные принципы:

1. Бюджетирование – это управление на основе сбалансированных финансовых показателей [59].

2. Бюджетирование на предприятии охватывает полный контур и все уровни управления [11].

3. Бюджетирование осуществляется на регулярной основе.

Таким образом, *бюджетирование* – это процесс формирования, утверждения, исполнения, а также контроля и анализа исполнения бюджета [12].

Разработка бюджета состоит из следующих этапов:

- постановка задачи и сбор информации, необходимой для разработки бюджета;
- изучение и анализ имеющейся информации, обобщение и анализ фактических результатов прошлого периода, расчет научно обоснованных показателей деятельности предприятия, формирование бюджета;
- экспертиза и оценка проекта бюджета;
- принятие и утверждение бюджета.

Разработка бюджета предполагает участие квалифицированных специалистов разного профиля: экономистов, финансистов, бухгалтеров, юристов, специалистов в области налогового планирования, технологов и др.

Универсальных схем построения бюджета нет. Даже на двух совершенно одинаковых предприятиях система бюджетов может быть выстроена по-разному. Это зависит от отраслевых и технологических особенностей компании, организационной структуры и распределения функций, построения финансовой структуры и закрепления ответственности за отдельные показатели и от многих других факторов.

Существует так называемая *классическая схема подготовки бюджета*, которая предполагает наличие общего бюджета, операционного бюджета и бюджета продаж.

Общий бюджет (основной бюджет) – это скоординированный по всем подразделениям и функциям план работы предприятия в целом, объединяющий блоки отдельных бюджетов и характеризующий информационный поток для принятия и контроля управленческих решений в области финансового планирования [49].

Операционный бюджет (текущий, периодический, оперативный) – это система бюджетов, характеризующих доходы и расходы по операциям, планируемым на предстоящий период для сегмента или отдельной функции организации. Составление общего бюджета начинается с операционного бюджета, первым шагом которого является бюджет

продаж. Целью и заключительным этапом операционного бюджета является бюджетный отчет о прибылях и убытках. В ходе составления операционного бюджета формируются бюджеты различных расходов (на закупку сырья, коммерческие и административные расходы) [49].

Бюджет продаж представляет собой план, от которого зависят практически все экономические показатели предприятия (объем производства, выручка, себестоимость, прибыль и др.). На основе исследований, проведенных отделом маркетинга о спросе на планируемую к выпуску продукцию, конкуренции на рынке, качестве, ценах, руководство принимает решение о выпуске продукции, после чего готовится бюджет продаж, который может быть скорректирован как производственными мощностями, так и ограниченным спросом.

После того как объем продаж установлен, разрабатывается *бюджет производства*. Он является основанием для расчета закупки сырья и материалов, необходимых для производства продукции; трудовых затрат; общепроизводственных расходов. В соответствии с производственным бюджетом готовят сметы коммерческих и общехозяйственных расходов [34].

Также необходима подготовка *сметы производственной себестоимости*, которая рассчитывается на основании сметы затрат на сырье и материалы; сметы по труду; сметы общепроизводственных расходов.

Далее следует составление *сметы затрат на сырье и материалы*, представляющей собой совокупные затраты по всем видам сырья и материалов, которые планируется израсходовать на производство продукции в заданном плановом периоде. Потребность в материалах принимается с учетом остатков складских запасов. Затраты планируются с вычетом стоимости возвратных материальных отходов.

Цель составления *сметы по труду* – предоставление исчерпывающей информации о расходах на основную и дополнительную заработную плату персонала, занятого в производстве. В смете определяется время в часах, необходимое для изготовления запланированного объема продукции. На основании установленных тарифных ставок и окладов, с учетом сложности и трудоемкости работ и квалификации работников определяются затраты труда в денежном выражении.

Также требуется составление *сметы общепроизводственных расходов*, которая представляет собой планируемые расходы по содержанию и эксплуатации машин и оборудования; амортизационные отчисления

и затраты на ремонт основных средств и иного имущества; расходы на отопление, освещение и содержание производственных помещений; оплату труда работников, занятых обслуживанием производства и др.

Необходима и подготовка *сметы коммерческих расходов*, представляющей собой план расходов, связанных со сбытом продукции и услуг, включая упаковку, транспортировку, рекламу, заработную плату работникам отдела реализации и др. При составлении сметы следует иметь в виду, что часть расходов на продажу является постоянными расходами, т. е. не зависящими от объемов продаж (расходы на рекламу). Расчет сметы расходов на продажу готовит отдел продаж [30].

Далее идет подготовка *сметы управленческих расходов*, в которой рассчитываются плановые расходы на нужды управления, не связанные непосредственно с производственным процессом. Как правило, в данном документе могут быть представлены следующие плановые расходы: административно-управленческие, по содержанию общехозяйственного персонала, не имеющего прямого отношения к производственному процессу; амортизационные отчисления и расходы на ремонт основных средств управленческого и общехозяйственного назначения; арендная плата за помещения общехозяйственного назначения; расходы по оплате информационных, консультационных и аудиторских услуг и др. Все эти расходы считаются условно-постоянными, так как они в целом не зависят от увеличения или уменьшения объемов производства.

На основании подготовленных смет рассчитывается *план прибылей и убытков*, который является последним шагом при подготовке операционного бюджета.

Далее уточним понятие *«финансовый бюджет»* – это план, в котором отражаются объем и структура предполагаемых источников средств и планируемые направления их использования. Он состоит, например, из бюджета денежных средств, бюджета капитальных затрат, прогнозного бюджетного баланса. Важно подчеркнуть, что финансовый бюджет составляется с учетом информации, содержащейся в бюджетном отчете о финансовых результатах [30].

Смета капитальных расходов представляет собой план по формированию источников инвестиционных ресурсов и направлениям капитальных вложений, связанных с приобретением зданий, сооружений, оборудования, транспорта, а также с реконструкцией, расширением и перевооружением действующего предприятия. Определение необ-

ходимости данных действий и привлечение источников финансирования капитальных вложений являются ключевыми задачами управленческого учета. В основу сметы капитальных вложений при планировании привлечения инвестиций должен быть положен инвестиционный анализ предлагаемых проектов по реконструкции предприятия, внедрению новых технологий.

Бюджет денежных средств – это план поступления денежных средств и различные платежи, которые необходимо осуществить в заданном планируемом периоде. При составлении бюджета выявляются периоды излишка финансовых ресурсов и их нехватки. Четко спланированный бюджет денежных средств обеспечивает предприятию достаточную кассовую наличность на любой момент [40].

Бюджетный бухгалтерский баланс представляет собой прогнозируемые остатки на бухгалтерских счетах на начало и конец планируемого периода, записанные в форме бухгалтерского баланса активов и пассивов [39]. Для составления этого документа используются данные всех ранее разработанных смет операционного и финансового бюджетов. При помощи бюджетного бухгалтерского баланса производятся следующие действия [39]:

- расчет всех баз по налогам (на имущество, на прибыль и др.);
- планирование дебиторской и кредиторской задолженностей, в том числе просроченных;
- корректирование многих производственных и экономических показателей (себестоимости, цен реализации, расходов на продажу, управленческих расходов).

Бюджет компании рассчитывается по всей совокупности операционных и финансовых бюджетов (кроме бюджета капиталовложений), при этом оценивается прогнозное финансовое состояние компании. Если результирующие финансовые показатели, рассчитанные на основе системы бюджетов компании, неудовлетворительны, то реализуется сценарий «что, если» для оценки влияния основных параметров бюджетов и заложенных при планировании нормативов при их изменении.

Расчет каждого бюджета компании производится в определенных формах. Все бюджеты компании составляются на основе прогноза объема продаж. При составлении бюджетов затрат используется группировка затрат на переменные и постоянные. Сметы составляются на год в целом с поквартальной (или помесечной) разбивкой [37].

Требования к бюджетам. При формировании бюджета должны соблюдаться следующие требования:

- бюджет является обобщающим планом в натуральных и стоимостных показателях;
- бюджет должен быть сбалансирован по всем показателям;
- производственные задания должны быть напряженными, но выполнимыми;
- в разработке бюджета должны принимать участие лица, ответственные за его выполнение;
- бюджет должен быть составлен с учетом существующих форм отчетности в целях обеспечения сопоставимости показателей;
- изменения, вносимые в бюджет в течение бюджетного периода, должны обсуждаться и утверждаться лицами, ответственными за его составление и принятие.

Подготовленный проект бюджета должен быть согласован со всеми руководителями подразделений предприятия и представлен руководству предприятия на рассмотрение, после чего бюджет утверждается и становится обязательным для исполнения всеми службами предприятия.

Формирование и утверждение бюджета. Процедуры формирования и утверждения бюджетов включают в себя принципиальные и временные регламенты формирования годовых, квартальных, месячных показателей, механизмы их консолидации в сводные бюджеты компании, процедуры защиты, утверждения бюджетов и также их корректировка (регламент составления и принятия бюджета компании представлен в табл. 12).

Таблица 12

Регламент составления и принятия бюджета компании

Этап принятия бюджета	Период	Центры ответственности
Постановка целей и предположений	Начало августа	Генеральный директор при участии финансового директора
Прогноз продаж	Август – октябрь	Директор по маркетингу, плановая служба
Подготовка планов и бюджетов	До 10 ноября	Руководители подразделений
Рассмотрение планов и бюджетов	До 10 декабря	Плановая служба, отдел финансового анализа
Утверждение планов и бюджетов	До 30 декабря	Гендиректор по согласованию с руководителями подразделений

Ответственность за исполнение бюджета. Формирование и исполнение бюджетов компании подразумевает построение ее финансовой структуры путем выделения центров ответственности, которые позволяют децентрализовать управление, детализировать финансовую информацию, а также повысить эффективность управления затратами.

Под центром ответственности понимается любое структурное подразделение или группа подразделений организации, способных контролировать появление затрат, получение доходов и прибыли либо использование инвестиционных доходов, а также отвечать перед вышестоящим руководством за выполнение поставленных целей.

Выделение центров ответственности возможно следующим образом:

- по сферам ответственности (если четко определены функциональные сферы, имеется территориальное деление области сбыта, существуют разные производства с различной организацией сбыта);
- продуктам (услугам) и их группам (целесообразно, когда отдельные группы товаров и услуг имеют различные технологии изготовления, структуры затрат, покупателей и заказчиков);
- клиентам (если фирма для одних и тех же продуктов или услуг имеет разных покупателей, отличающихся каналами сбыта, категорией платежеспособности, наличием особых отношений);
- по центрам доходов, затрат, прибыли, инвестиций, активов, обязательств.

Целесообразность того или иного разделения ответственности зависит от особенностей бизнеса и стратегии компании, соответственно определяются типы центров ответственности: центры доходов, центры затрат, центры прибыли, центры инвестиций. Думается, здесь необходимо дать более подробное определение указанных центров.

Центр доходов – структурное подразделение, руководитель или менеджер которого отвечает за объем выпуска продукции в денежном выражении (т. е. за доходы), но не имеет полномочий по варьированию цен и не отвечает за расходы на продаваемые центром товары или услуги, поскольку расходование средств для него ограничено пределами бюджета (сметы).

Центр затрат – структурное подразделение, руководитель которого отвечает за затраты, возникшие здесь, и их измерение, но не за доход от реализации продукции или услуг. Центры затрат формируются

там, где измерение продукции в показателях дохода либо невозможно, либо не нужно. Примерами такого центра ответственности могут быть отдел охраны труда, юридический отдел, отдел кадров и другие управленческие службы. Центры издержек оцениваются на основе смет и отчета о фактических затратах. При этом цель менеджера центра затрат состоит в обеспечении долговременной минимизации издержек.

Центр прибыли – структурное подразделение, где измеряется соотношение доходов, получаемых данным центром, и его затрат. Таким образом, руководитель данного центра должен обеспечивать максимизацию прибыли и с этой целью может варьировать ценами реализации и издержками. Преимущества центров прибыли в том, что они напоминают бизнес в миниатюре. Как и в отдельной компании, у них есть план (бюджет) и отчет о прибылях и убытках, который является основным документом управленческого контроля. Поскольку руководитель центра имеет воздействие на все данные отчета, у него есть стимул к увеличению заданной прибыли и снижению расходов.

Центр инвестиций – структурное подразделение, в котором менеджер отвечает не только за прибыль, но и за использование активов центра. Основная цель, которая ставится перед центром инвестиций, – получение удовлетворительной отдачи на вложенные средства.

В заключение данной темы еще раз отметим, что основной задачей бюджетирования как инструмента финансирования является повышение эффективности работы предприятия.

6.4. Стратегический финансовый анализ

Важнейшей функцией финансового менеджмента на предприятии является *финансовое планирование*, в процессе которого обосновываются основные финансовые показатели деятельности предприятия, направленные на поддержание его общекорпоративной стратегии. Качество финансового плана, его жизнеспособность во многом зависит от эффективности, глубины и объективности проведенного *финансового анализа как исходного этапа процесса разработки финансового плана*. Наиболее сложной подсистемой финансового планирования является процесс разработки стратегического финансового плана, которому предшествует проведение стратегического финансового анализа.

Стратегический финансовый анализ представляет собой процесс изучения влияния факторов внешней и внутренней среды на результативность осуществления финансовой деятельности предприятия с целью выявления особенностей и возможных направлений ее развития в перспективном периоде.

Основными объектами стратегического финансового анализа являются доминантные сферы (направления) стратегического финансового развития предприятия. Каждая из таких доминантных сфер должна быть разделена на отдельные сегменты, которые с различных сторон характеризуют особенности результатов финансовой деятельности предприятия в рассматриваемом направлении. Рекомендуемая сегментация объектов стратегического финансового анализа в разрезе доминантных сфер (направлений) стратегического финансового развития предприятия представлена на рис. 16 [5].

Объекты доминантных сфер стратегического финансового анализа			
Потенциал формирования финансовых ресурсов предприятия	Уровень эффективности инвестиций предприятия	Уровень финансовой безопасности предприятия	Уровень качества управления финансовой деятельностью предприятия
<ul style="list-style-type: none"> • Потенциал формирования собственных финансовых ресурсов из внутренних источников • Потенциал формирования собственных финансовых ресурсов из внешних источников • Потенциал привлечения заемных финансовых ресурсов 	<ul style="list-style-type: none"> • Уровень эффективности инвестиций по предприятию в целом • Уровень эффективности отдельных видов инвестирования • Уровень эффективности инвестирования в отраслевом и региональном разрезе • Уровень эффективности отдельных инвестиционных проектов 	<ul style="list-style-type: none"> • Уровень платежеспособности • Уровень финансовой устойчивости • Уровень финансовых рисков и эффективности их нейтрализации • Уровень сбалансированности и синхронности финансовых потоков • Возможность эффективного осуществления финансовой санации в условиях финансового кризиса 	<ul style="list-style-type: none"> • Уровень квалификации финансовых менеджеров • Полнота и качество информационной базы • Уровень использования менеджментом современных технологий и инструментов • Эффективность организационной структуры • Уровень организационной культуры менеджмента

Рис. 16. Сегментация объектов стратегического финансового анализа

Основу проведения стратегического анализа составляет изучение влияния на финансовую деятельность предприятия отдельных факторов и условий среды его функционирования. С учетом содержания направлений и объектов стратегического финансового анализа предметом его изучения является *финансовая среда функционирования предприятия*, под которой понимается система условий и факторов, влияющих на организацию, формы и результаты его финансовой деятельности.

В зависимости от характера влияния отдельных условий и факторов, а также возможностей их контроля со стороны предприятия в процессе осуществления финансовой деятельности в составе общей финансовой среды его функционирования следует выделять следующие отдельные виды:

- внешняя финансовая среда непрямого влияния;
- внешняя финансовая среда непосредственного влияния;
- внутренняя финансовая среда.

Особенность осуществления стратегического финансового анализа заключается в том, что он является не только ретроспективным, но и прогнозным, т. е. оценивает перспективное состояние финансового потенциала предприятия под воздействием возможных изменений отдельных факторов и условий. Это определяет необходимость использования специальных методов проведения такого анализа, которые составляют основу его методического аппарата (эти специальные методы при необходимости могут быть дополнены и традиционными методами аналитического исследования).

Система основных методов стратегического финансового анализа и область их применения представлены в табл. 13.

Таблица 13

Основные методы стратегического финансового анализа
и область их применения

Метод	Область применения методов		
	Анализ факторов внешней финансовой среды непрямого влияния	Анализ факторов внешней финансовой среды непосредственного влияния	Анализ факторов внутренней финансовой среды
1	2	3	4
<i>SWOT</i> -анализ	+	+	+
<i>PEST</i> -анализ	+	–	–

1	2	3	4
<i>SNW</i> -анализ	–	–	+
Портфельный анализ	–	+	+
Сценарный анализ	+	+	+
Сравнительный финансовый анализ	–	–	+
Анализ финансовых коэффициентов	–	–	+
Интегральный анализ по модели Дюпона	–	–	+
Экспертный анализ	+	+	+

Далее остановимся на некоторых специфических методах стратегического финансового анализа.

Сравнительный анализ финансовых показателей конкретного предприятия и среднеотраслевых показателей. В процессе этого анализа выявляется степень отклонения основных результатов финансовой деятельности данного предприятия от среднеотраслевых с целью оценки его конкурентной позиции по финансовым результатам хозяйствования и выявления резервов дальнейшего повышения эффективности финансовой деятельности.

Сравнительный анализ финансовых показателей данного предприятия и предприятий-конкурентов. В процессе этого анализа выявляются слабые стороны финансовой деятельности предприятия с целью разработки мероприятий по повышению его конкурентной позиции на конкретном региональном рынке.

Сравнительный анализ финансовых показателей отдельных структурных единиц и подразделений данного предприятия (его «центров ответственности»). Такой анализ проводится с целью сравнительной оценки и поиска резервов повышения эффективности финансовой деятельности внутренних подразделений предприятия.

Сравнительный анализ отчетных и плановых (нормативных) финансовых показателей. Такой анализ составляет основу организуемого на предприятии контроллинга текущей финансовой деятельности. В процессе этого анализа выявляется степень отклонения отчетных

показателей от плановых (нормативных), определяются причины этих отклонений и вносятся рекомендации по корректировке отдельных направлений финансовой деятельности предприятия.

Анализ финансовых коэффициентов (R-анализ) базируется на расчете соотношения различных абсолютных показателей финансовой деятельности предприятия между самими этими показателями. В процессе использования этой системы анализа определяются различные относительные показатели, характеризующие отдельные результаты финансовой деятельности, уровень финансового состояния предприятия. Особо отметим, что в стратегическом финансовом анализе наибольшее распространение получили следующие группы аналитических финансовых коэффициентов [59]:

- коэффициенты оценки финансовой устойчивости предприятия;
- коэффициенты оценки платежеспособности (ликвидности) предприятия;
- коэффициенты оценки оборачиваемости активов;
- коэффициенты оценки оборачиваемости капитала;
- коэффициенты оценки рентабельности и др.

Интегральный финансовый анализ по модели Дюпона (англ. *The DuPont System of Analysis, формула Дюпона*) – метод финансового анализа через оценку ключевых факторов, определяющих рентабельность предприятия. Данный метод был впервые использован компанией «*DuPont*» в начале XX в. Он представляет собой факторный анализ, т. е. выделение основных факторов, влияющих на эффективность деятельности предприятия. Целью финансового анализа, проводимого компанией, является поиск путей максимизации прибыльности вложенного капитала для собственников и акционеров. Прибыльность предприятия и рост ее стоимости для акционеров отражают коэффициенты рентабельности. Управление рентабельностью предприятия становится ключевой задачей для всех уровней менеджмента (стратегического, тактического и оперативного). Фирмой «*DuPont*» был предложен простой способ управления рентабельностью через разложение коэффициента рентабельности на факторы, показывающие различные аспекты деятельности предприятия.

Двухфакторная модель Дюпона. Первоначально модель представляла собой влияние двух факторов на рентабельность активов (англ. *Return On Assets (ROA)*) предприятия:

$$ROA = \text{ЧП} / \text{Аср} = (\text{ЧП} / \text{Выр}) \cdot (\text{Выр} / \text{Аср}),$$

где ЧП – чистая прибыль;

Аср – средняя величина активов;

Выр – выручка.

Модель можно представить еще и так:

$$ROA = ROS \cdot K_{oa},$$

где *ROA* – коэффициент рентабельности активов;

ROS (англ. *Return On Sales*) – коэффициент рентабельности продаж;

K_{oa} – коэффициент оборачиваемости активов.

Двухфакторная модель показывает взаимосвязь между показателем эффективности деятельности предприятия – ее рентабельностью *ROA* и двумя факторами: рентабельностью продаж и оборачиваемостью активов [4]. Таким образом, модель позволяет оценить вклад системы продаж предприятия и степени интенсивности использования активов в формирование рентабельности компании.

Отметим, что один из вариантов формулы двухфакторной модели Дюпона как критерий эффективности предприятия использует рентабельность собственного капитала:

$$ROE = ROA \cdot LR,$$

где *ROE* (англ. *Return On Equity*) – рентабельность собственного капитала;

LR (англ. *Leverage ratio*) – коэффициент капитализации (коэффициент финансового рычага).

Так данная формула отражает степень влияния двух факторов на рентабельность: прибыльность деятельности предприятия и уровень предпринимательских рисков, выраженный в коэффициенте финансового рычага.

Трехфакторная модель Дюпона. Помимо двухфакторной модели разработана трехфакторная, которая заключается в использовании коэффициента рентабельности собственного капитала (*ROE*) как интегрального показателя эффективности деятельности предприятия. Фор-

мула этой модели включает в себя три фактора. Так, формула расчета рентабельности собственного капитала имеет следующий вид:

$$ROE = \text{ЧП} / \text{СК} = (\text{ЧП} / \text{Выр}) \cdot (\text{Выр} / A) \cdot (A / \text{СК}),$$

где СК – собственный капитал;

A – активы.

Также формула расчета рентабельности может быть представлена так:

$$ROE = ROS \cdot K_{oa} \cdot LR,$$

где ROE – рентабельность собственного капитала;

ROS – рентабельность продаж;

K_{oa} – коэффициент оборачиваемости активов;

LR – коэффициент капитализации (коэффициент финансового рычага).

Трехфакторная модель Дюпона показывает влияние на рентабельность предприятия операционной деятельности (продажи), инвестиционной и финансовой. Из этого следует, что эффективность системы продаж предприятия напрямую определяет рентабельность собственного капитала и, следовательно, инвестиционную привлекательность предприятия.

Пятифакторная модель Дюпона является одним из вариантов модели Дюпона, ее модификацией в пятифакторную формулу, которая имеет следующий вид [4]:

$$ROE = TB \cdot IB \cdot ROS \cdot K_{oa} \cdot LR,$$

где TB (англ. *Tax Burden*) – коэффициент налогового бремени;

IB (англ. *Interest Burden*) – коэффициент процентного бремени;

ROS – рентабельность продаж предприятия;

K_{oa} – коэффициент оборачиваемости активов;

LR – коэффициент капитализации (коэффициент финансового рычага).

Рентабельность собственного капитала предприятия формируется за счет налоговой ставки, процентов по заемному капиталу, эффективности продаж, результативности инвестиционной деятельности и финансового риска [12].

Преимущества и недостатки модели Дюпона. Основное преимущество модели – это простота расчета и анализа. Поэтому данная модель была доминирующей в финансовом анализе компаний США до 70-х гг. XX в. Выделенные факторы, определяющие прибыльность

компании для акционеров, довольно легко связываются с оперативными планами предприятия. К недостаткам модели можно причислить следующее: бухгалтерская отчетность не является абсолютно надежным источником информации о деятельности предприятия.

Модель Дюпона и ее модификации позволяют компании быстро оценить степень влияния различных факторов на формирование ключевого показателя – стоимость компании, а также на уровень ее привлекательности для инвестора, что является показателем рентабельности собственного капитала.

Что касается *экспертного анализа*, то он используется в том случае, если на предприятии отсутствуют необходимые информативные данные для прогнозирования факторов внешней финансовой среды. Методы этого стратегического финансового анализа базируются на опросе привлекаемых квалифицированных специалистов. Здесь стратегический финансовый анализ осуществляется в такой последовательности:

1-й этап. Анализ внешней финансовой среды непрямого влияния.

2-й этап. Анализ внешней финансовой среды непосредственного влияния.

3-й этап. Анализ внутренней финансовой среды.

4-й этап. Комплексная оценка стратегической финансовой позиции предприятия.

Анализ факторов внешней финансовой среды проводится раздельно в разрезе среды непрямого и непосредственного влияния.

I. Анализ факторов внешней финансовой среды непрямого влияния базируется на основном методе стратегического анализа – *SWOT*. Первым этапом его осуществления является группировка факторов внешней финансовой среды непрямого влияния по отдельным признакам.

В стратегическом финансовом анализе в этих целях используется принцип группировки факторов данного уровня, рассматриваемый в системе *PEST*-анализа (политических, экономических, социальных и психологических факторов) (т. е. в системе макроэкономических факторов).

Рассмотрим состав основных факторов системы *PEST*-анализа, которые играют наиболее важную роль в стратегическом развитии предприятия.

В политико-правовой среде основное влияние на развитие финансовой деятельности в стратегической перспективе оказывают формы и методы государственного регулирования финансового рынка, финансовой деятельности предприятия, денежного обращения в стране; политика госу-

дарственной поддержки отдельных отраслей и сфер деятельности; государственная политика подготовки высококвалифицированных специалистов; политика привлечения и защиты иностранных инвестиций; правовые аспекты регулирования процедур финансовой санации банкротства предприятий; стандарты финансовой отчетности предприятий.

В экономической среде наиболее ощутимо влияют на стратегическое финансовое развитие предприятия темпы экономической динамики (измеряемые показателями валового внутреннего продукта и национального дохода); соотношение параметров потребления и накопления используемого национального дохода; темпы инфляции; система налогообложения юридических и физических лиц; скорость денежного обращения; динамика валютных курсов; динамика учетной ставки национального банка.

В социокультурной среде на развитие финансовой деятельности предприятия наибольшее влияние оказывают образовательный и культурный уровни трудоспособного населения; уровень подготовки специалистов в области финансовой деятельности в системе высшего образования; отношение населения к осуществляемым рыночным реформам.

В технологической среде наиболее важны для стратегического финансового развития предприятия инновации в сфере технических средств управления, финансовых технологий и инструментов.

Состав наиболее важных факторов внешней финансовой среды непрямого влияния, подлежащих оценке в процессе стратегического финансового анализа в разрезе доминантных сфер (направлений) финансового развития предприятия, приведен в табл. 14 [5].

Таблица 14

Состав факторов внешней финансовой среды непрямого влияния, подлежащих оценке в процессе стратегического финансового анализа

Доминантная сфера стратегического финансового анализа	Перечень факторов
1	2
Потенциал формирования финансовых ресурсов предприятия	Система налогообложения Нормы амортизационных отчислений Соотношение параметров потребления и накопления используемого национального дохода Учетная ставка национального банка Характер регулирования эмиссионной деятельности предприятий

1	2
	Характер государственной поддержки отдельных отраслей и сфер деятельности Государственная политика привлечения и защиты иностранных инвестиций
Уровень эффективности инвестиций предприятия	Инвестиционный климат страны Динамика учетной ставки Темп инфляции Структурные сдвиги в экономике Государственная региональная экономическая политика
Уровень финансовой безопасности предприятия	Темпы экономической динамики Формы и методы регулирования финансовой деятельности предприятий Характер государственной поддержки отдельных отраслей и сфер деятельности Темпы инфляции Динамика валютных курсов Характер государственного регулирования платежной дисциплины Характер государственного регулирования процедур финансовой санации и банкротства предприятий
Уровень качества управления финансовой деятельностью предприятия	Уровень подготовки финансовых специалистов в системе высшего образования Уровень корпоративной культуры в стране Стандарты финансовой отчетности предприятий Технический прогресс в сфере управления Технологический прогресс в сфере финансовой деятельности

В процессе оценки отдельных факторов финансовой среды непрямого влияния уровень их позитивного («благоприятных возможностей») или негативного («угроз») воздействия на стратегическое финансовое развитие предприятия оценивается обычно по 5-балльной системе (с обозначением благоприятных возможностей знаком «+», а угроз – знаком «-»).

Такая факторная оценка проводится по каждому из сегментов отдельных доминантных сфер (направлений) стратегического финансового развития предприятия. Учитывая, что часть факторов внешней финансовой среды непрямого влияния характеризуется высокой степенью неопределенности развития, система *SWOT*-анализа и *PEST*-анализа

может дополняться оценкой методами сценарного (в вариантах «пессимистического», «реалистического» или «оптимистического» прогноза) или экспертного стратегического финансового анализ.

II. Анализ факторов внешней финансовой среды непосредственного влияния также базируется на *SWOT*-анализе.

Экономические факторы внешней финансовой среды непосредственного влияния выделяются с учетом особенностей финансовых отношений предприятия с контрагентами. Состав наиболее важных факторов внешней финансовой среды непосредственного влияния, подлежащих оценке в процессе стратегического финансового анализа, оценивается в разрезе доминантных сфер (направлений) финансового развития предприятия.

Процедура оценки отдельных факторов финансовой среды непосредственного влияния аналогична оценке факторов непрямого влияния.

По результатам оценки важнейших факторов внешней финансовой среды составляется «матрица возможностей и угроз» (пример такой матрицы представлен в табл. 15) [5]. Оценка влияния проводится в баллах, например по 5-балльной шкале. Знак «+» характеризует положительное влияние, знак «-» – негативное.

Таблица 15

Пример формы разработки матрицы возможностей и угроз, генерируемых факторами внешней финансовой среды

Доминантные сферы и сегменты стратегического финансового развития предприятия	Возможности развития		Угрозы развитию	
	Наименование фактора	Оценка влияния	Наименование фактора	Оценка влияния
1. Потенциал формирования финансовых ресурсов предприятия	–	–	–	–
1.1. Потенциал формирования собственных финансовых ресурсов из внутренних источников	1. Снижение ставок налогообложения прибыли по операционной деятельности	+3	1. Отмена налоговых льгот по операционной деятельности	-2
	2. Возрастание норм амортизации основных средств	+1	–	–
...

Анализ факторов внутренней финансовой среды призван характеризовать не только объем финансового потенциала предприятия, но и эффективность его использования. Исследование факторов внутренней финансовой среды в процессе разработки финансовой стратегии предприятия традиционно базируется на *SWOT*-анализе, направленном на выявление сильных и слабых сторон финансовой деятельности предприятия.

Систему исследуемых факторов внутренней финансовой среды каждое предприятие формирует самостоятельно с учетом специфики своей финансовой деятельности. Факторы, которые характеризуют отдельные аспекты финансовой деятельности предприятия, рассматриваются обычно в комплексе и отражают его финансовую политику по тому или иному из этих аспектов. Примерный состав наиболее важных факторов внутренней финансовой среды, подлежащих оценке в процессе стратегического финансового анализа в разрезе доминантных сфер (направлений) финансового развития предприятия, представлен в табл. 16 [5].

Таблица 16

Состав наиболее важных факторов внутренней финансовой среды, подлежащих оценке в процессе стратегического финансового анализа

Доминантная сфера стратегического финансового развития предприятия	Перечень факторов
1	2
Потенциал формирования финансовых ресурсов предприятия	Операционный леверидж Политика формирования прибыли предприятия Амортизационная политика предприятия Налоговая политика предприятия Дивидендная политика предприятия Эмиссионная политика предприятия Уровень кредитоспособности предприятия Средневзвешенная стоимость капитала
Уровень эффективности инвестиций предприятия	Инвестиционная политика предприятия в разрезе направлений и форм инвестирования Структура инвестиционных ресурсов Структура активов реализованных инвестиционных проектов Оборачиваемость активов реализованных инвестиционных проектов

1	2
Уровень финансовой безопасности предприятия	Политика управления оборотными активами предприятия Состав текущих финансовых обязательств Структура капитала Политика управления денежными потоками предприятия Уровень самофинансирования инвестиций Политика управления финансовыми рисками предприятия Формы страхования финансовых рисков Методы диагностирования симптомов финансового кризиса
Уровень качества управления финансовой деятельностью предприятия	Уровень образования финансовых менеджеров Широта финансовой информации, формируемой системой управленческого учета Прогрессивность используемых форм и методов анализа, планирования и контроля финансовой деятельности Уровень технической оснащенности финансовых менеджеров Эффективность организационной структуры управления финансовой деятельностью Уровень корпоративной культуры финансовых менеджеров (по основным параметрам)

Характер факторов, определяющих сильные и слабые стороны финансовой деятельности предприятия, оценивается по 5-балльной системе (оценка нейтральной позиции принимается за нулевую).

Результаты оценки отдельных факторов внутренней финансовой среды, полученные в процессе *SWOT*-анализа и *SNW*-анализа, дополняются при необходимости их оценкой методами портфельного (портфеля дебиторской задолженности, портфеля кредиторской задолженности, портфеля инвестиций, портфеля финансовых рисков и т. д.), сценарного и экспертного стратегического финансового анализа.

По результатам оценки важнейших факторов внутренней финансовой среды составляется матрица сильных и слабых сторон фи-

нансовой деятельности предприятия. Пример составления такой матрицы по одному из сегментов стратегического финансового анализа представлен в прил. 2.

Далее необходимо сказать о *комплексной оценке стратегической позиции предприятия*, которая интегрирует результаты анализа всех видов финансовой среды его функционирования. Осуществление такой оценки позволяет следующее:

- четко идентифицировать основные особенности осуществления финансовой деятельности на данном предприятии, определять его «финансовое лицо»;
- оценить достигнутые результаты управления финансовой деятельностью предприятия;
- выявить проблемные зоны в финансовом развитии предприятия и системе управления его финансовой деятельностью;
- объективно оценить возможности предстоящего финансового развития предприятия с учетом факторов внешней и внутренней среды;
- зафиксировать стартовые позиции стратегических финансовых инициатив предприятия.

Отметим, что модель стратегической финансовой позиции предприятия базируется на результатах оценки отдельных факторов в процессе *SWOT*-анализа и *SNW*-анализа (с углублением отдельных оценок в процессе использования других методов стратегического анализа). В этой модели должны быть представлены все сегменты каждой из доминантных сфер (направлений) финансового развития предприятия. Для интеграции оценок по доминанте в целом факторам отдельных сегментов может быть присвоен соответствующий «вес», факторы каждого сегмента располагаются по степени их влияния на предстоящее финансовое развитие предприятия.

Повторимся, форма модели стратегической финансовой позиции предприятия представлена в прил. 2 [5].

Далее опишем деятельность предприятия на *заключительном этапе* стратегического финансового анализа. По результатам модели стратегической финансовой позиции предприятия устанавливаются взаимосвязи между отдельными факторами внешней и внутренней среды. Для установления таких взаимосвязей может быть использована мат-

рица возможных стратегических направлений финансового развития предприятия (рис. 17) [5].

		Позиция внутренней финансовой среды		
		Сильная	Нейтральная	Слабая
Влияние внешней финансовой среды	Благоприятные возможности	1. Сила и возможности	2. Стабильность и возможности	3. Слабость и возможности
	Угрозы	4. Сила и угрозы	5. Стабильность и угрозы	6. Слабость и угрозы

Рис. 17. Матрица возможных стратегических направлений финансового развития предприятия

Комбинации влияния отдельных факторов внешней и внутренней финансовой среды дают возможность дифференцировать возможные стратегические направления финансового развития предприятия с учетом его стратегической финансовой позиции.

Квадрант 1 «Сила и возможности» характеризует возможность предприятия осуществлять наступательную агрессивную финансовую стратегию, в частности, активно поддерживать базовую корпоративную стратегию «ускоренного роста».

Квадрант 2 «Стабильность и возможности» также описывает возможность осуществления наступательной агрессивной финансовой стратегии, направленной на усиление основных финансовых позиций предприятия за счет факторов внешней финансовой среды. Подобная финансовая стратегия предприятия совместима с такими базовыми корпоративными его стратегиями, как «ускоренный рост» и «ограниченный рост».

Квадрант 3 «Слабость и возможности» определяет необходимость осуществления умеренной финансовой стратегии, в процессе которой слабости внутренней финансовой позиции предприятия будут преодолеваются за счет благоприятных возможностей внешней среды. Этот вид финансовой стратегии в наибольшей степени совместим с базовой корпоративной стратегией «ограниченный рост».

Квадрант 4 «Сила и угрозы» позволяет предприятию избирать как наступательную, так и умеренную финансовую стратегию (в зависимости от степени угроз), в процессе которой отдельные внешние угрозы могут нейтрализоваться за счет сильного внутреннего финансового потенциала предприятия. Соответственно данная финансовая стратегия может служить поддержкой таким базовым корпоративным стратегиям, как «ускоренный рост» или «ограниченный рост».

Квадрант 5 «Стабильность и угрозы» в зависимости от степени угроз позволяет предприятию осуществлять умеренную либо консервативную оборонительную финансовую стратегию, направленную на преодоление неблагоприятных факторов внешней финансовой среды. Данные варианты финансовой стратегии предприятия в наибольшей степени совместимы с такими базовыми корпоративными стратегиями, как «ограниченный рост» или «сокращение (сжатие)».

Квадрант 6 «Слабость и угрозы» ориентирует предприятие на выбор исключительно оборонительной антикризисной финансовой стратегии, в наибольшей степени корреспондирующей с базовой корпоративной стратегией «сокращение (сжатие)».

С учетом возможностей стратегической финансовой позиции предприятия осуществляются формулировка стратегических финансовых целей и обоснование соответствующих стратегических решений, что является заключительной частью стратегического финансового анализа.

Заключение

Представленная монография является ценным интеллектуальным продуктом по вопросам управления процессами финансирования и наглядным практическим инструментом для хозяйствующих субъектов рынка в современных условиях. Именно эффективное управление процессами финансирования на предприятии помогает решать задачи повышения финансовой устойчивости, независимости, ликвидности, рентабельности его деятельности, а также повышения его конкурентоспособности.

Таким образом, можно утверждать, что цель управления процессом финансирования хозяйствующих субъектов рынка в современных условиях заключается в увеличении стоимости предприятий для владельцев. А управленческие решения, по каким бы принципам их не структурировали в долгосрочном периоде, должны быть направлены на увеличение стоимости собственного капитала предприятия и накопление резервов, а также они должны быть основаны на прогнозировании денежных потоков.

В качестве заключения хочется сказать следующее: цивилизация, как отмечает неизвестный автор, – это стадия развития общества, на которой ничего нельзя сделать без финансирования. В этой глубокой по смыслу фразе содержится квинтэссенция современной рыночной экономики, которая определяет механизм реализации хозяйственной деятельности любой организации вне зависимости от формы собственности или направления деятельности. Иными словами, именно финансы как один из важнейших ресурсов являются *движителем* всех процессов, реализуемых в современном обществе. Более того, реалии современности не только вынуждают многие предприятия искать средства (финансовые ресурсы) для выживания, но и создают предпосылки для адаптации и развития к новым условиям ведения бизнеса, поскольку перемены – это двигатель прогресса, в том числе в области управления процессами финансирования.

Библиографический список

1. *Анализ* и диагностика финансово-хозяйственной деятельности организации: учебное пособие для вузов / П. П. Табурчак, А. Е. Вакулenco, Л. А. Овчинников [и др.]; под ред. П. П. Табурчака, В. М. Туминой, М. С. Сапрыкиной. Ростов-на-Дону: Феникс, 2012. 353 с. Текст: непосредственный.
2. *Анализ* финансового состояния и инвестиционной привлекательности организации / Э. И. Крылов, В. М. Власова, М. Г. Егорова, И. В. Жукова. Москва: Финансы и статистика, 2015. 192 с. Текст: непосредственный.
3. *Анализ* хозяйственной деятельности организации: учебное пособие / Л. Л. Ермолович, О. В. Головач, Л. Г. Сивчик, И. В. Щитникова. Минск: Экоперспектива, 2014. 576 с. Текст: непосредственный.
4. *Белолипецкий, В. Г.* Финансовый менеджмент: учебное пособие / В. Г. Белолипецкий. Москва: КНОРУС, 2015. 448 с. Текст: непосредственный.
5. *Бланк, И. А.* Основы финансового менеджмента: учебное пособие: в 2 томах / И. А. Бланк. 4-е изд. Москва: Омега-Л: Эльга, 2012. 1330 с. Текст: непосредственный.
6. *Бланк, И. А.* Управление использованием капитала / И. А. Бланк. Киев: Ника-Центр, 2000. 656 с. Текст: непосредственный.
7. *Бородин, И. А.* Теоретические основы финансов организаций / И. А. Бородин, Е. И. Бородина, М. И. Иванова. Ростов-на-Дону: Изд-во Рост. гос. эконом. ун-та, 2015. 150 с. Текст: непосредственный.
8. *Васильева, Л. С.* Финансовый анализ / Л. С. Васильева, М. В. Петровская. Москва: КНОРУС, 2015. 544 с. Текст: непосредственный.
9. *Волков, А. С.* Источники финансирования / А. С. Волков, А. А. Марченко. URL: <http://www.cfin.ru>. Текст: электронный.
10. *Гаген, А.* Источники финансирования организации. Основные особенности / А. Гаген. URL: <http://www.financial-lawyer.ru>. Текст: электронный.
11. *Галицкая, С. В.* Финансовый менеджмент. Финансовый анализ. Финансы организаций: учебное пособие / С. В. Галицкая. Москва: Эксмо, 2014. 652 с. Текст: непосредственный.

12. *Грачев, А. В.* Анализ и управление финансовой устойчивостью организации: учебное пособие / А. В. Грачев. Москва: Финпресс, 2014. 208 с. Текст: непосредственный.

13. *Грачев, А. В.* Рост собственного капитала, финансовый рычаг и платежеспособность организации / А. В. Грачев. Текст: непосредственный // Финансовый менеджмент. 2014. № 2. С. 45–62.

14. *Демчук, О. Н.* Антикризисное управление: учебное пособие / О. Н. Демчук, Т. А. Ефремова. Москва: Флинта, 2015. 315 с. Текст: непосредственный.

15. *Донцова, Л. В.* Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / Л. В. Донцова, Н. А. Никифорова. Москва: Дело и Сервис, 2014. 336 с. Текст: непосредственный.

16. *Дорман, В. Н.* Экономика коммерческой организации: учебное пособие / В. Н. Дорман, Т. В. Козлова. Магнитогорск: Изд-во Магнитог. гос. техн. ун-та, 2015. 94 с. Текст: непосредственный.

17. *Егорова, Л. И.* Методика финансового оздоровления экономического субъекта / Л. И. Егорова. Текст: непосредственный // Финансовый менеджмент. 2017. № 4. С. 25–39.

18. *Ефимова, О. В.* Финансовый анализ: современный инструментарий для принятия экономических решений: учебное пособие / О. В. Ефимова. Москва: Омега-Л, 2013. 348 с. Текст: непосредственный.

19. *Золотарев, В. С.* Финансовый менеджмент: учебник для вузов / под ред. В. С. Золотарева, В. Ю. Барашьян. Москва: КноРус, 2017. 519 с. Текст: непосредственный.

20. *Индикативное планирование как основа стратегического развития промышленного предприятия / С. А. Агапцов, А. И. Мордвинцев, А. П. Фомин, Л. С. Шаховская.* Москва: Высшая школа, 2014. 302 с. Текст: непосредственный.

21. *Казак, А. Ю.* Финансовая политика хозяйствующих субъектов: проблемы разработки и внедрения / А. Ю. Казак, О. Б. Веретенникова, В. И. Майданик. Екатеринбург: АМБ, 2014. 308 с. Текст: непосредственный.

22. *Ковалев, В. В.* Введение в финансовый менеджмент / В. В. Ковалев. Москва: Финансы и статистика, 2006. 768 с. Текст: непосредственный.

23. *Ковалев, В. В.* Финансовый анализ: управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности: учебное пособие / В. В. Ковалев. Москва: Финансы и статистика, 2016. 512 с. Текст: непосредственный.

24. *Ковалев, В. В.* Финансовый менеджмент: учебное пособие / В. В. Ковалев. Москва: Финансы и статистика, 2015. 768 с. Текст: непосредственный.

25. *Ковалев, В. В.* Финансовый учет и анализ: концептуальные основы: учебное пособие / В. В. Ковалев. Москва: Финансы и статистика, 2014. 720 с. Текст: непосредственный.

26. *Ковалев, В. В.* Финансы организаций / Вал. В. Ковалев, Вит. В. Ковалев. Москва: Витрэм, 2016. 352 с. Текст: непосредственный.

27. *Комплексный* экономический анализ: учебное пособие / М. М. Микушина, Л. Н. Бондарева, У. В. Пермякова [и др.]. Екатеринбург: Изд-во Рос. гос. проф.-пед. ун-та, 2018. 152 с. URL: [http:// elar.rsvpu.ru/](http://elar.rsvpu.ru/). Текст: электронный.

28. *Костюкова, Е. И.* История развития бюджетирования / Е. И. Костюкова, Т. А. Полянская. Текст: непосредственный // Международный бухгалтерский учет. 2012. № 42 (240). С. 63–67.

29. *Крейнина, М. Н.* Финансовый менеджмент: учебное пособие / М. Н. Крейнина. 2-е изд., перераб. Москва: Дело и Сервис, 2001. 400 с. Текст: непосредственный.

30. *Кротов, С.* Структура источников финансирования организации / С. Кротов. Текст: электронный // Сайт экономического портала BusinessMan. URL: <http://www.business.com>.

31. *Ле-Кутре, В.* Основы балансоведения: перевод с немецкого / В. Ле-Кутре; под ред. Н. В. Богородского, И. И. Лапшова. Москва: МАКИЗ, 1925. 110 с. Текст: непосредственный.

32. *Лисицына, Е. В.* Образовательный курс финансового управления. Формирование собственного и заемного капитала компании / Е. В. Лисицына. Текст: непосредственный // Финансовый менеджмент. 2016. № 2. С. 129–140.

33. *Лихачева, О. Н.* Долгосрочная и краткосрочная финансовая политика организации: учебное пособие / О. Н. Лихачева, С. А. Щуров; под ред. Я. И. Лукасевича. Москва: Вузовский учебник, 2015. 288 с. Текст: непосредственный.

34. *Лукаевич, Я. И.* Собственные источники финансирования предприятий / Я. И. Лукаевич. Текст: электронный // Сайт некоммерческого партнерства центра Элитариум. URL: http://www.elitarium/Сторонники_технического_анализа.ги.

35. *Маркс, К.* Сочинения / К. Маркс, Ф. Энгельс // Маркс К., Энгельс Ф. Собрание сочинений: в 50 томах. 2-е изд. Москва: Политиздат, 1955. Т. 25, ч. 2. 710 с. Текст: непосредственный.

36. *Международный бухгалтерский учет GAAP и IAS: справочник бухгалтера от А до Я* / сост. В. М. Матвеева. Москва: Дело и Сервис, 1998. 192 с. Текст: непосредственный.

37. *Немцев, В. Н.* Методы экономического анализа коммерческой деятельности: учебное пособие / В. Н. Немцев, А. В. Дерябин, А. В. Дерябина. Магнитогорск: Изд-во Магнитог. гос. техн. ун-та, 2004. 298 с. Текст: непосредственный.

38. *Парушина, Н. В.* Анализ собственного и привлеченного капитала в бухгалтерской отчетности / Н. В. Парушина. Текст: непосредственный // Бухгалтерский учет. 2015. № 3. С. 72–78.

39. *Патров, В. В.* Составление годовой бухгалтерской отчетности. Бухгалтерский баланс / В. В. Патров, В. А. Быков. Текст: непосредственный // Бухгалтерский учет. 2015. № 1. С. 11–37.

40. *Померанцев, С. Ю.* Управление капиталом / С. Ю. Померанцев. Текст: непосредственный // Бухгалтерский учет. 2017. № 10. С. 16–18.

41. *Производственные ресурсы организации: как повысить эффективность их использования: в помощь руководителю, бухгалтеру / разраб. темы, советы и рекомендации Э. В. Никольской, Ю. П. Никольской.* Москва: Российская газета, 2006. 152 с. Текст: непосредственный.

42. *Родина, Л. Н.* Этапы развития бухгалтерского учета: учебное пособие / Л. Н. Родина, Л. В. Пархоменко. Тамбов: Изд-во Тамб. гос. техн. ун-та, 2007. 100 с. Текст: непосредственный.

43. *Ружанская, Н. В.* Особенности расчета эффекта финансового рычага в российской практике финансового менеджмента / Н. В. Ружанская. Текст: непосредственный // Финансовый менеджмент. 2015. № 6. С. 31–36.

44. *Румянцева, Е. Е.* Современные финансовые технологии управления предприятием: реорганизация финансовой функции / Е. Е. Румянцева. Текст: непосредственный // Менеджмент в России и за рубежом. 2017. № 1. С. 55–61.

45. *Русак, Н. А.* Финансовый анализ субъектов хозяйствования: справочное пособие / Н. А. Русак, В. А. Русак. Минск: Высшая школа, 2014. 280 с. Текст: непосредственный.

46. *Савицкая, Г. В.* Экономический анализ: учебник / Г. В. Савицкая. Москва: Новое знание, 2009. 673 с. Текст: непосредственный.

47. *Савчук, В. П.* Управление финансами организации / В. П. Савчук. Москва: БИНОМ, 2014. 480 с. Текст: непосредственный.

48. *Селезнева, Н. Н.* Управление финансами. Задачи, ситуации, тесты, схемы: учебное пособие / Н. Н. Селезнева, А. Ф. Ионова. Москва: ЮНИТИ-ДАНА, 2014. 176 с. Текст: непосредственный.

49. *Селезнева, Н. Н.* Финансовый анализ. Управление финансами: учебное пособие / Н. Н. Селезнева, А. Ф. Ионова. 2-е изд., перераб. и доп. Москва: ЮНИТИ-ДАНА, 2014. 639 с. Текст: непосредственный.

50. *Смит, А.* Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. Москва: АСТ, 2021. 960 с. Текст: непосредственный.

51. *Советский* энциклопедический словарь / под ред. А. М. Прохорова. 2-е изд. Москва: Советская энциклопедия, 1982–1983. 1600 с. Текст: непосредственный.

52. *Теплова, Т. В.* Финансовые решения: стратегия и тактика: учебное пособие / Т. В. Теплова. Москва: Магистр, 2017. 415 с. Текст: непосредственный.

53. *Трошин, А. Н.* Финансы и кредит: учебник / А. Н. Трошин, Т. Ю. Мазурина, В. И. Фомкина. Москва: Инфра-М, 2009. 408 с. Текст: непосредственный.

54. *Улина, С. Л.* Подходы к формированию системы финансового менеджмента в России / С. Л. Улина. Текст: непосредственный // Менеджмент в России и за рубежом. 2015. № 2. С. 62–64.

55. *Управление* финансовой деятельностью предприятий (организаций): учебное пособие / В. И. Бережной, Е. В. Бережная, О. Б. Бигдай [и др.]. Москва: Финансы и статистика: Инфра-М, 2017. 336 с. Текст: непосредственный.

56. *Финансовое* управление фирмой / В. И. Терехин, С. В. Моисеев, Д. В. Терехин [и др.]; под ред. В. И. Терехина. Москва: Экономика, 2014. 620 с. Текст: непосредственный.

57. *Финансовый менеджмент: учебное пособие* / Г. Б. Поляк, И. А. Акодис, Т. А. Краева [и др.]; под ред. Г. Б. Поляка. Москва: ЮНИТИ-ДАНА, 2014. 572 с. Текст: непосредственный.

58. *Финансы: учебник для вузов* / под ред. М. В. Романовского, О. В. Врублевской, Б. М. Сабанти. Москва: Перспектива, 2016. 395 с. Текст: непосредственный.

59. *Шеремет, А. Д.* Анализ активов организации / А. Д. Шеремет. Текст: непосредственный // Бухгалтерский учет. 2015. № 4. С. 56–58.

60. *Экономика и менеджмент на предприятии* / С. Ю. Вайнштейн, В. И. Артамошкин, А. Я. Басс [и др.]; под ред. С. Ю. Вайнштейна. Новосибирск: Изд-во Новосиб. гос. акад. экономики и управления, 2000. 332 с. Текст: непосредственный.

61. *Gitman, L. J.* Managerial Finance / L. J. Gitman. Text: electronic // Principles of Managerial Finance. URL: http://www.mim.ac.mw/books/Principles-of-Managerial-Finance-13th-Edition_Full.pdf.9Ukgy8w1RYp7U1dls6CxRLDn1i8aezIq.

Классификация капитала

Признак	Группа
1	2
<i>По источникам привлечения</i>	
Титул собственности формируемого капитала	Собственный капитал Заемный капитал
Группа источников привлечения капитала по отношению к предприятию	Капитал, привлекаемый из внутренних источников Капитал, привлекаемый из внешних источников
Национальная принадлежность владельцев капитала, предоставляющих его в хозяйственное использование	Национальный (отечественный) капитал Иностранный капитал
Форма собственности капитала	Частный капитал Иностранный капитал
<i>По формам привлечения</i>	
Организационно-правовая форма привлечения	Акционерный капитал Паевой капитал Индивидуальный капитал
Натурально-вещественная форма привлечения	Капитал в денежной форме Капитал в финансовой форме Капитал в материальной форме Капитал в нематериальной форме
Временной период привлечения	Долгосрочный (перманентный) капитал Краткосрочный капитал
<i>По характеру использования</i>	
Степень вовлеченности в экономический процесс	Капитал, используемый в экономическом процессе Капитал, не используемый в экономическом процессе
Сфера использования в экономике	Капитал, используемый в реальном секторе экономики Капитал, используемый в финансовом секторе экономики
Направление использования в хозяйственной деятельности	Капитал, используемый как инвестиционный ресурс Капитал, используемый как производственный ресурс Капитал, используемый как кредитный ресурс

Окончание таблицы

1	2
Особенность использования в инвестиционном процессе	Первоначально инвестируемый капитал Реинвестируемый капитал Дезинвестируемый капитал
Особенность использования в производственном процессе	Основной капитал Оборотный капитал
Степень задействованности в производственном процессе	Работающий капитал Неработающий капитал
Уровень риска использования	Безрисковый капитал Низкорисковый капитал Среднерисковый капитал Высокорисковый капитал
Соответствие правовым нормам использования	Легальный капитал Теневой капитал

**Форма модели
стратегической финансовой позиции предприятия**

Доминантные сферы и сегменты стратегического финансового развития предприятия	Сильная позиция	Нейтральная позиция	Слабая позиция	Возможности	Угрозы
1	2	3	4	5	6
<p>I. Потенциал формирования финансовых ресурсов предприятия</p> <p>1. Потенциал формирования собственных финансовых ресурсов из внутренних источников</p> <p>2. Потенциал формирования собственных финансовых ресурсов из внешних источников</p> <p>3. Потенциал привлечения заемных финансовых ресурсов</p>					
<p>II. Уровень эффективности инвестиций предприятия</p> <p>1. Уровень эффективности инвестиций по предприятию в целом</p> <p>2. Уровень эффективности отдельных направлений инвестирования</p> <p>3. Уровень эффективности инвестирования в отраслевом и региональном разрезе</p> <p>4. Уровень эффективности отдельных инвестиционных проектов (инструментов)</p>					
<p>III. Уровень финансовой безопасности предприятия</p> <p>1. Уровень платежеспособности</p> <p>2. Уровень финансовой устойчивости</p> <p>3. Уровень финансовых рисков и эффективности их нейтрализации</p> <p>4. Уровень сбалансированности и синхронности денежных потоков</p> <p>5. Возможность эффективного осуществления финансовой санации в условиях кризисного развития</p>					

Окончание таблицы

1	2	3	4	5	6
IV. Уровень качества управления финансовой деятельностью предприятия 1. Уровень квалификации финансовых менеджеров 2. Полнота и широта информационной базы принятия финансовых решений 3. Уровень использования финансовыми менеджерами современных технических средств, прогрессивных финансовых технологий и инструментов 4. Эффективность организационной структуры управления финансовой деятельностью 5. Уровень организационной культуры финансовых менеджеров					

Научное издание

Микушина Марина Михайловна
Шапошников Владислав Александрович
Пермякова Ульяна Васильевна
Бондарева Любовь Николаевна
Климентьева Инна Вячеславовна

ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА УПРАВЛЕНИЯ ПРОЦЕССАМИ
ФИНАНСИРОВАНИЯ ХОЗЯЙСТВУЮЩИХ СУБЪЕКТОВ РЫНКА
В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ

Монография

Редактор Е. В. Евстигнеева
Компьютерная верстка А. В. Кебель

Печатается по постановлению
редакционно-издательского совета университета

Подписано в печать 31.03.23. Формат 60×84/16. Бумага для множ. аппаратов.
Печать плоская. Усл. печ. л. 9,4. Уч.-изд. л. 9,6. Тираж 500 экз. Заказ № ____.
Издательство Российского государственного профессионально-педагогического университета. Екатеринбург, ул. Машиностроителей, 11.

Отпечатано в АО «Т8 Издательские Технологии»
109316, Москва, Волгоградский пр., д. 42, корп. 5.
Тел.: (499) 322-38-30