



# 7

## ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

г. Киев, ул. А.Богомольца, 4 (5 этаж)  
тел.: (044) 253-05-39  
факс: (044) 490-58-30  
e-mail: [UBDP@ifc.org](mailto:UBDP@ifc.org)



[www.consulting.kiev.ua](http://www.consulting.kiev.ua)

# Финансовый менеджмент

Украинская  
Консалтинговая  
Сеть

# Содержание

Введение .....	5
<b>Глава 1.</b> Роль финансового менеджмента в системе управления бизнесом .....	7
1.1. Цель и задачи финансового менеджмента .....	8
1.2. Бизнес как управляемая финансовая система .....	8
1.3. Три сферы принятия управленческих решений .....	8
1.4. Взаимосвязи между управленческими решениями .....	9
<b>Глава 2.</b> Основы и структура финансового менеджмента .....	11
2.1. Сущность и содержание финансового менеджмента .....	11
2.2. Информационные источники финансового менеджмента .....	17
2.3. Источники финансирования .....	20
2.4. Структура и стоимость капитала .....	21
2.5. Дивидендная политика предприятия .....	25
2.6. Ценообразование и его место в финансовом управлении предприятием .....	27
2.7. Управление текущими активами .....	33
<b>Глава 3.</b> Операционная деятельность предприятия .....	43
3.1. Сущность и цели операционной деятельности .....	43
3.2. Распределение затрат и валовая маржа .....	44
3.3. Леверидж и его роль в финансовом менеджменте .....	48
3.4. Анализ безубыточности .....	51
3.5. Порог рентабельности, запас финансовой прочности .....	53
3.6. Управление ассортиментом продукции .....	55
3.7. Бюджет предприятия .....	57
<b>Глава 4.</b> Анализ финансового состояния предприятия .....	61
4.1. Цели и методы анализа .....	61
4.2. Анализ финансовой отчетности предприятия .....	63
4.3. Стоимость предприятия .....	69

**Авторы:** Светлана и Владимир Ченаш

**Ответственный редактор:** Олег Олийнык, кандидат экономических наук

Издание подготовлено специалистами Хмельницкого Бизнес-центра Украинской Консалтинговой Сети (УКС), основанной Проектом содействия предпринимательству в Украине (финансируется АМР США) Международной Финансовой Корпорации. В состав УКС входят Бизнес-центры в одиннадцати городах Украины, которые предлагают малым и средним предприятиям разноплановые консалтинговые услуги. Изложенный в книге материал скомпонован на основе услуг Бизнес-центров УКС.

Взгляды, изложенные в этом издании, отражают взгляды его авторов и не обязательно совпадают со взглядами Всемирного Банка, Международной Финансовой Корпорации и Агентства Международного развития США.

Глава 5. Инвестиции и их оценка . . . . .	71
5.1. Инвестирование капитала и его виды . . . . .	71
5.2. Принятие долгосрочных решений . . . . .	72
5.3. Стоимость денег во времени . . . . .	73
5.4. Инвестиционный анализ . . . . .	77
Выводы . . . . .	82
Приложения . . . . .	83
Глава 6. Украинская Консалтинговая Сеть . . . . .	87
Список использованной литературы . . . . .	91

## Введение

Наверное, каждый человек хоть раз в жизни мечтал о своем собственном деле, своем бизнесе, о том, чтобы иметь возможность самому распоряжаться своей жизнью, временем, финансами. Но только у очень немногих хватило смелости осуществить в сегодняшних непростых условиях свои мечты.

С чего начинать? Куда идти? Как распорядиться своими финансами так, чтобы они принесли наибольшую прибыль? К кому обратиться за помощью? Перед начинающим предпринимателем сразу возникает масса подобных вопросов. Помочь в решении этих и множества других вопросов призвана эта серия брошюр, которая разработана консультантами Украинской Консалтинговой Сети, созданной при поддержке Международной Финансовой Корпорации, специально для новичков в предпринимательской деятельности.

Основная цель этой брошюры — не утомлять читателя шаблонами, а дать возможность начинающим предпринимателям получить определенный уровень знаний в области финансов, которого может оказаться вполне достаточно, чтобы не растеряться в сложных ситуациях.

Финансы — это одна из самых любимых тем директоров. И в то же время это та сфера деятельности предприятия, которая этих же директоров очень расстраивает. Многочисленные проблемы: нехватка средств на счетах или же, наоборот, их наплыв в тот момент, когда они не нужны; выявление наиболее прибыльных направлений бизнеса, когда решаются вопросы, связанные с инвестированием; планирование будущей прибыли и оценка сегодняшнего финансового состояния предприятия заставляют руководителей задуматься о серьезном отношении к регулярному управлению финансами.

Именно здесь на первый план выходит фигура **финансового менеджера**, человека, руководящего финансами на предприятии. Ведь в условиях рыночной экономики с ее жестокой конкуренцией выживание и успешное функционирование предприятий во многом определяется способностью финансового менеджера грамотно распорядиться наличными финансовыми ресурсами, приумножая капитал и увеличивая прибыль, временно спрогнозировать различные ситуации и избежать банкротства.

Деятельность любого предприятия сопровождается непрерывным движением денежных средств. Сначала они поступают на счета предприятия, формируя его **финансовые ресурсы**, а потом тратятся в определенных направлениях с целью достижения конкретных целей, определенных предприятием, и получения прибыли.

Формирование и использование финансовых ресурсов, а также отношения, которые возникают при этом между предприятием, с одной стороны, и деловыми партнерами, банками, государством и работниками, с другой, называются **финансами предприятия**.

# 1 Роль финансового менеджмента в системе управления бизнесом

## 1.1. Цель и задачи финансового менеджмента

В условиях рыночной экономики конкурентоспособность любого предприятия может обеспечить только эффективное управление движением его финансовых ресурсов. Для того, чтобы рационально управлять движением финансовых ресурсов, необходимо знать методику финансового менеджмента и владеть умением использовать ее на практике.

Финансовый менеджмент – это целостная система знаний о финансовых отношениях в хозяйственном процессе, финансовом механизме, технологии управления финансовой деятельностью компании. Сегодня одной из ключевых фигур предпринимательства наряду с руководителем – администратором, коммерческим директором является финансовый менеджер, поскольку именно он ведает денежными средствами и обязан следить за тем, чтобы не растрачивались свободные финансовые ресурсы. Для этого финансовый менеджер должен хорошо знать теорию финансов, основы менеджмента, приобретать необходимый опыт, нарабатывать интуицию и чувствовать рынок.

В малом бизнесе для управления финансами достаточно квалификации бухгалтера или экономиста, так как финансовые операции почти не выходят за рамки обычных безналичных расчетов, основой которых является денежный оборот. Совсем другая картина с финансами большого бизнеса. Большому бизнесу необходим большой поток капитала и, соответственно, большой поток потребителей продукции. В большом бизнесе преобладают финансовые операции, связанные с инвестициями, в том числе с приумножением капитала. Поэтому без квалифицированного финансового менеджера большой бизнес сегодня просто невозможен. Это понимают и руководители компаний, обращаясь за помощью к профессионалам – консультантам Украинской Консалтинговой Сети, которые проводят обучение персонала финансово-бухгалтерских служб предприятий с целью повышения их квалификации или помогают в решении конкретных вопросов хозяйственной деятельности.

Анализ, планирование и прогнозирование, а также контроль за формированием и использованием финансовых ресурсов предприятия объединены понятием **финансовый менеджмент**.

**Задачей** финансового менеджмента является разработка и принятие обоснованных решений, касающихся привлечения и эффективного использования финансовых ресурсов.

**Целью** финансового менеджмента является управление системой денежных отношений субъекта хозяйственной деятельности, связанных с формированием и разделением финансовых ресурсов в процессе его производственно – хозяйственной деятельности.

Из всех условий обеспечения успеха в финансовом менеджменте наиболее важными являются две составляющие:

- первая – глубокое понимание принципиальных основ управления финансами;
- вторая – накопление определенной суммы знаний в сфере финансов.

Сложно сказать, какое из условий важнее. Скорее всего, они гармонично дополняют друг друга, а не заменяют, потому что без конкретных знаний невозможно достигнуть глубокого понимания. Вместе с тем, без глубокого понимания основ невозможно правильно сориентироваться в деталях.

Современное управление финансами включает в себя также изучение действий, связанных с приобретением, слиянием, финансированием предприятия, управлением его финансовыми ресурсами. Поэтому основные функции финансового менеджмента сводятся к принятию решений по трем направлениям: инвестиции, финансовые решения и решения, связанные с управлением активами. Таким образом, финансовый менеджмент – это не что иное, как поиск ответов на вопросы о том, каким должно быть соотношение денежных средств и товарно – материальных ценностей, как они должны распределяться между подразделениями фирмы, как должны формироваться методы работы с оборотными средствами.

Анализ финансового состояния позволяет наиболее рационально распределять материальные, трудовые и финансовые ресурсы как на отдельном предприятии, так и в экономике в целом. Общеизвестно, что любые средства ограничены, и достигнуть максимального эффекта можно не только за счет регулирования их количества, но и путем оптимального соотношения различных средств.

Эта брошюра знакомит вас с основами финансового управления, поэтому в ней использованы максимально простые математические средства, минимум формул и схем, которые понятны даже начинающему. Мы надеемся, что эта брошюра поможет вам выстоять в непростом разговоре рыночных отношений и достигнуть в бизнесе заметных успехов.

## 1.2. Бизнес как управляемая финансовая система

По мнению одного из известнейших в деловом мире экспертов в области финансового менеджмента Э.Хелферта, любой бизнес можно рассматривать как взаимосвязанную систему движения финансовых ресурсов, вызванных управленческими решениями. Такой системный подход полезен, так как отражает финансовую природу всей деятельности бизнеса, а также представляет ее в финансово-экономических терминах.

Успешная деятельность и долгосрочная жизнеспособность любого бизнеса зависят от непрерывной последовательности решений менеджеров, которые имеют экономическое влияние на бизнес. Последствиями этих решений является движение финансовых ресурсов, обеспечивающих бизнес. Например, принятие человека на работу приведет в дальнейшем к серии выплат заработной платы, а продажа в кредит освобождает от необходимости складирования; покупка основного капитала для производства может вызвать целый ряд финансовых обязательств, в то же время договоренность с кредитором об открытии кредитной линии вызовет приток капитала в бизнес и так далее.

Некоторые решения являются основными: например, инвестиции в новое оборудование, заем больших денежных сумм или выпуск нового вида продукции. Большинство других решений является частью ежедневного процесса управления всеми участниками фирмы. Общим для всех решений является принцип "экономического компромисса", согласно которому перед каждым решением менеджер обязан взвешивать выгоды и фактические затраты. Совокупный эффект от таких компромиссов можно наблюдать, когда работа менеджера или финансовая стоимость бизнеса оцениваются путем анализа финансовой отчетности или при помощи специального анализа.

## 1.3. Три сферы принятия управленческих решений

Сегодня мир бизнеса бесконечно разнообразен – предприятия ведут свой бизнес в таких областях, как производство, торговля, финансы и предоставление услуг. Предприятия также различаются по своим правовым и организационным структурам. Общим для успешного функционирования всех компаний является правильное управление в трех сферах принятия решений:

- осторожное финансирование бизнеса, сознательное сочетание пользы и риска при использовании внешних источников финансирования (финансовая деятельность предприятия);

- получение прибыли от текущей деятельности благодаря эффективному использованию всех трудовых ресурсов (операционная деятельность предприятия);

- выбор и использование инвестиций на основании разумного экономического анализа и менеджмента (инвестиционная деятельность предприятия);

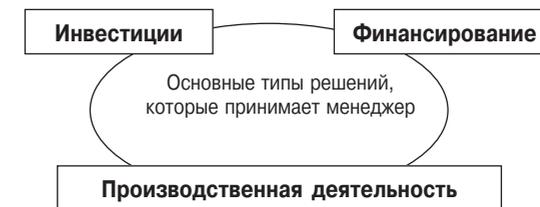


Рис. 1.1. Основные области принятия управленческих решений

Решения, которые принимают менеджеры, влияют на движение контролируемых ими финансовых ресурсов. Эти движения описываются термином "фондовые потоки" (funds flows), который представляет ресурсы, вложенные в бизнес, в виде денежных средств, дебиторской задолженности, облигаций или акционерного капитала, запасов, оборудования или займов.

## 1.4. Взаимосвязи между управленческими решениями

Базовая система бизнеса отражает многочисленные динамичные взаимосвязи между основными управленческими решениями, стратегиями, типами финансовой политики и движением фондов. Упорядоченность этих факторов является важным аспектом долгосрочного успеха фирмы. В финансовом менеджменте существует множество приемов для решения сложных проблем бизнеса.

Например, если компания стремится к внедрению агрессивной политики расширения своей деятельности, то это нельзя связывать с консервативной финансовой политикой, в основе которой лежит расчет только на собственные финансовые ресурсы. Еще один пример: нацеленность на выплату больших дивидендов противоречит задаче расширения собственной доли рынка, так как для этого необходимо большую часть прибыли реинвестировать в деятельность фирмы.

Основой успешного управления является логически связанный набор стратегий развития фирмы, инвестиционных задач, задач основной деятельности фирмы и финансовой политики, где все эти элементы

усиливают действенность каждого, а не противоречат друг другу.

Особенное внимание следует уделять поиску путей эффективного использования ограниченных финансовых ресурсов и инвестированию средств в проекты, которые приносят высокие доходы при минимальном риске. При наличии альтернативных возможностей необходимо проанализировать влияние каждой из них на оценку общей стоимости капитала фирмы. В рыночной среде очень важно определить соотношение между финансированием бизнеса при помощи заемных средств и продажи ценных бумаг, а также уделять внимание внедрению оптимальной дивидендной политики.

Все эти элементы необходимо подбирать при помощи детального анализа экономической выгоды как отдельно по элементам, так и в системе бизнеса в целом.

## 2 Основы и структура финансового менеджмента

### 2.1. Сущность и содержание финансового менеджмента

Финансовый менеджмент можно представить в виде системы рационального и эффективного использования капитала, механизма управления движением финансовых ресурсов.

Финансовый менеджмент направлен на увеличение финансовых ресурсов, инвестиций и наращивание объема капитала. Его можно представить такой схемой:



**Рис. 2.1.** Общая схема финансового менеджмента

Эта схема дает общее представление о финансовом менеджменте как о механизме управления финансовыми ресурсами. Цель финансового менеджмента отвечает самой главной цели компании – получению прибыли. Известно, что увеличения прибыли можно достигнуть либо за счет возрастания объема реализации, либо за счет снижения затрат. Финансовый менеджмент, управляя движением капитала, может направить его на увеличение производственных мощностей; управляя финансовыми ресурсами, можно использовать их для снижения себестоимости продукции и увеличения капитала.

**Задача финансового менеджмента** состоит в управлении движением финансовых ресурсов и финансовыми отношениями, возникающими между компаниями в процессе движения этих ресурсов. Ответ на вопрос, как успешнее всего управлять этим движением и отношениями, и составляет сущность финансового менеджмента.

**Финансовый менеджмент** представляет собой процесс разработки целей управления финансами и осуществления влияния на них при помощи методов и рычагов финансового механизма.

*Объект управления в финансовом менеджменте* – это совокупность условий осуществления денежного оборота, кругооборота, стоимости, движения финансовых ресурсов и финансовых отношений между хозяйственными субъектами и их подразделениями в процессе хозяйствования.

*Субъект управления* – это группа людей (финансовая дирекция как аппарат управления, финансовый менеджер как руководитель), которая с помощью разных форм управленческого влияния осуществляет целенаправленное функционирование объекта.

Любой объект управления, любой процесс представляют собой систему. *Система* – это совокупность взаимодействующих элементов, составляющих целостное образование.

*Элемент системы* – это такая подсистема, которая в условиях данного исследования является нераздельной и не подлежит дальнейшему расчленению на составляющие. Значит, элемент всегда является структурной частью любой системы. Например, финансовая система в целом включает в себя следующие элементы: денежные, основные и оборотные фонды, фонды обращения, уставный капитал. Свойства элементов финансовой системы позволяют вывести общее правило финансового менеджмента: **всегда необходимо стремиться к стойкости финансовой системы в целом, а не тех или иных ее элементов, подсистем.**

*Финансы каждого предприятия охватывают денежные отношения:*

- с другими организациями (оплата поставок сырья, товаров, других материальных ценностей, реализация продукции, при получении финансовых и коммерческих кредитов, при вложении капитала и т.д.);
- с учредителями (при распределении прибыли);
- с трудовым коллективом (при оплате труда, при распределении доходов и прибыли, при уплате дивидендов по акциям, процентов по облигациям и т.д.);
- с государственными органами управления (при уплате налогов, обязательной продаже части экспортного выкупа и т.д.).

В этой связи можно выделить следующие основные функции финансового менеджмента:

- формирование денежных средств (доходы);
- использование этих средств (расходы);
- контроль за их формированием и использованием.

*Функции объекта управления:*

- организация денежного оборота;
- обеспечение финансовыми средствами и инвестиционными инструментами;
- обеспечение основными и оборотными фондами;
- организация финансовой работы.

*Функции субъекта управления* – это конкретный вид управленческой деятельности, который последовательно состоит из сбора, систематизации, передачи, хранения информации, принятия решения и воплощения его в команду. Функции субъекта управления включают: планирование, прогнозирование, организацию, регулирование, координирование, стимулирование, контроль.

*Планирование* в финансовом менеджменте играет существенную роль и охватывает весь комплекс мероприятий как по разработке решений, так и по внедрению их в жизнь. Для того, чтобы эта деятельность была успешной, создается методология и методика разработки финансовых планов.

*Прогнозирование* представляет собой разработку на долгосрочную перспективу изменений финансового состояния объекта в целом и его разных частей. Особенностью прогнозирования является альтернативность в построении финансовых показателей, вариантность развития финансового состояния объекта управления. Управление на основе предвидения этих изменений требует выработки у финансового менеджера определенного чутья рыночного механизма и интуиции, а также принятия гибких и быстрых решений.

*Организационная функция* финансового менеджмента состоит в объединении людей, которые совместно реализовывают финансовую программу на основании определенных правил и процедур. К этим правилам и процедурам относятся создание органов управления, установление взаимосвязей между управленческими подразделениями, разработка норм, нормативов, методик.

*Регулирование* в финансовом менеджменте представляет собой влияние на объект управления, при помощи которого можно достигнуть устойчивого состояния финансовой системы в случае возникновения отклонений от заданных параметров. Регулирование охватывает главным образом текущие мероприятия по устранению возникающих отклонений от плановых заданий, установленных норм и нормативов.

*Координация* в финансовом менеджменте – согласование работы всех звеньев системы управления, аппарата управления и специалистов. Координация обеспечивает единство отношения объекта управления, субъекта управления и отдельного работника.

*Стимулирование* в финансовом менеджменте – побуждение работников финансовой службы к заинтересованности в результатах своего труда.

*Контроль* в финансовом менеджменте представляет собой проверку организации финансовой работы, исполнения финансовых планов и т.д. При помощи контроля собирается информация об использовании финансовых средств и о финансовом состоянии объекта, выявляются дополнительные финансовые резервы, вносятся изменения в финансовые программы. Контроль предусматривает анализ финансовых результатов. Анализ, в свою очередь, является частью процесса планирования финансов. Таким образом, контроль является обратной стороной финансового планирования и должен рассматриваться как его составная часть.

Подходы к решению управленческих задач могут быть самыми разными, поэтому финансовый менеджмент должен быть многовариантным. Главное в финансовом менеджменте – это правильная постановка цели, отвечающей финансовым интересам объекта управления. Финансовый менеджмент динамичен, эффективность его функционирования во многом зависит от скорости реакции на изменения условий финансового рынка, финансовой ситуации, финансового состояния объекта управления. Поэтому финансовый менеджмент должен основываться на знании стандартных способов управления, на умении быстро и правильно оценивать конкретную финансовую ситуацию, на способности быстро найти правильное ее решение.

В финансовом менеджменте готовых рецептов быть не может. Он учит тому, как, зная методы, способы решения тех или иных хозяйственных задач, достигнуть ощутимого успеха для конкретного предприятия.

Финансовый менеджмент как экономический орган управления хозяйственного субъекта представляет собой часть аппарата управления.

Любая организация вырабатывает для себя взаимодействие существующих уровней управления и функциональных областей в такой форме, чтобы успешно достигать своих целей. Финансы имеют для предприятия исключительное значение, поскольку любому предприятию требуются средства для деятельности и развития. Поэтому созданию рациональной структуры управления финансами следует уделять большое внимание. Структура финансовых служб предприятия должна строиться по линейно-функциональному принципу, то есть должны быть четко определены функции каждого подразделения и работника. Как правило, возглавляет финансовую службу финансовый директор (или

менеджер) на больших предприятиях или главный бухгалтер на небольших предприятиях.

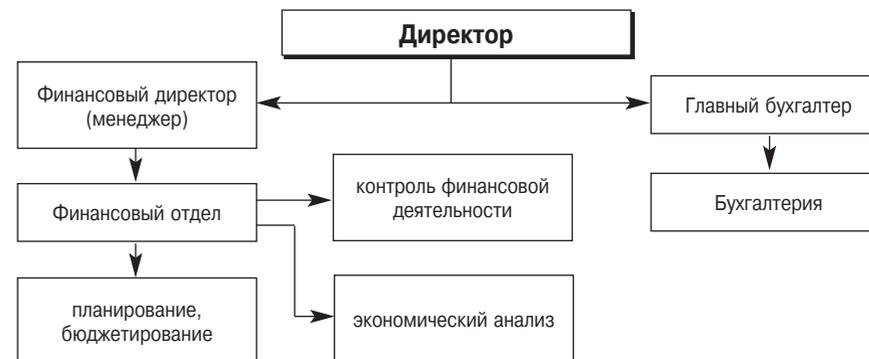
Учитывая необходимость исполнения заданий, стоящих перед финансовыми службами, их структуры значительно отличаются в зависимости от размера предприятия.



**Рис. 2.2.** Структура финансовой службы малых предприятий

В данном случае главным бухгалтером исполняется и ряд функций финансового менеджера (прогнозирование, планирование, анализ, контроль, обеспечение развития предприятия).

На средних предприятиях функции учета выделяются отдельно и исполняются бухгалтерией. Финансовый менеджер сосредотачивается на заданиях планирования и прогнозирования, анализа, контроля, поиска источников финансирования и т.д. (подробный перечень см. выше). При этом работает в тесной связи с главным бухгалтером.

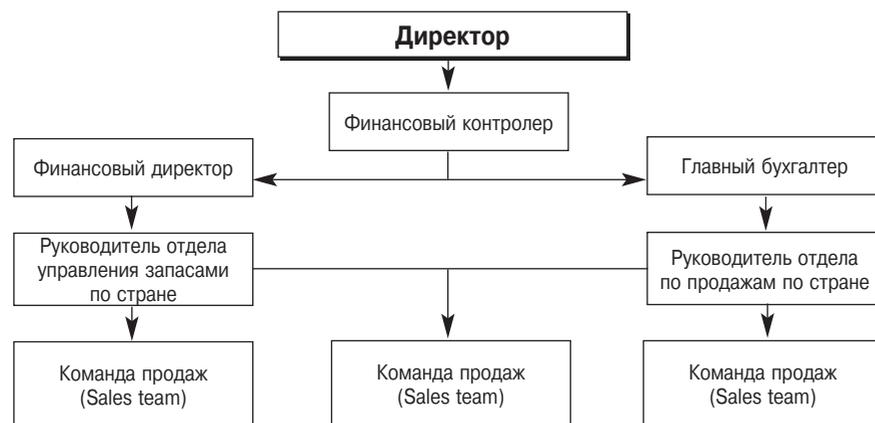


**Рис. 2.3.** Структура финансовых служб средних предприятий

На крупных предприятиях финансовая служба имеет приблизительно такую же структуру, как и на средних, однако разделение труда глубже, формируются подразделения финансового отдела. При этом возрастает роль финансового контролера, который осуществляет внут-

ренный контроль финансовой деятельности предприятия и не только отвечает за обнаружение отклонений между фактом и планом, но и выступает советником во всех сферах управления.

Роль финансового контролера в общей структуре управления фирмой можно показать на примере компании Eсо-Med-Poll, поставляющей на рынок Украины товары производства Procter & Gamble и других производителей. Фирма имеет представительства в 4 региональных центрах (Одесса, Харьков, Днепропетровск, Львов), и для ее продуктивной работы необходима действенная система отчетности, которая бы защищала от замораживания продукции на складах и давала бы основание для прогнозов и планирования. Структура управления компании Eсо-Med-Poll изображена на схеме:



**Рис. 2.4.** Структура управления компании Eсо-Med-Poll

В каждом регионе работает команда продаж (Sales team). В нее входят 5–10 продавцов и один руководитель, координирующий работу на доверенной ему территории и передающий информацию о состоянии дел на следующий уровень управления, на котором находится руководитель отдела управления запасами (Country Logistics Manager) и руководитель отдела по продажам (Country Sales Manager). Первый отвечает за растаможивание, складирование и распределение товаров по регионам. Второй анализирует информацию, переданную из регионов, и составляет детальную и реалистич-

ную картину того, что происходит на рынке. Эта информация поступает к финансовому директору и главному бухгалтеру, в руках которых практически находится фирма. На основании полученной информации принимаются решения. Если вопрос серьезный и может потянуть за собой масштабные последствия, решение принимается коллегиально. В этом принимают участие как финансовый директор, главный бухгалтер, так и руководители отделов управления запасами и продажами. Все функции контроля переданы финансовому контролеру. Директор в основном принимает участие в определении стратегии развития фирмы.

В управлении финансовой деятельностью главное действующее лицо – финансовый менеджер. Его основными функциональными обязанностями могут быть:

- организация финансовой работы на предприятии;
- разработка прогнозов, проектов и планов вложения капитала (прямые вклады, венчурные вклады, вклады в ценные бумаги);
- оценка разных вариантов вложения капитала с учетом степени риска и размера получаемой прибыли, выбор оптимального варианта;
- разработка перспективных и текущих финансовых планов, планов поступления и использования иностранной валюты;
- участие в разработке бизнес-плана предприятия в части финансовых показателей, а также финансовых нормативов;
- проведение валютной и кредитной политики;
- анализ финансового состояния предприятия;
- контроль за исполнением плановых показателей.

Функции финансового менеджера обобщены в примерной должностной инструкции (Приложение №1).

В соответствии с функциями, которые исполняют финансовые менеджеры, можно сформулировать основные признаки их квалификационной характеристики.

Квалификационная характеристика финансового менеджера выдвигает требования к его теоретической подготовке и практическим навыкам работы. Она приводится в Приложении №2.

## 2.2. Информационные источники финансового менеджмента

Каждое предприятие регулярно составляет отчеты о своей финансово-хозяйственной деятельности. Это необходимо для:

- целей налогообложения;
- непрерывного осуществления планирования и контроля дея-

тельности предприятия;

- исполнения требований законодательства.

Рассмотрим эти вопросы конкретнее.

Финансовые отчеты являются необходимыми документами для определения базы налогообложения. Именно они проверяются в первую очередь налоговой администрацией, при аудиторских проверках.

Отсутствие финансового планирования и контроля часто приводит к ослаблению системы управления предприятием. Это может привести к затовариванию, ошибкам в расчетах цен, разворовыванию запасов, безнадежным задолженностям и т.д. Финансовые отчеты показывают, получит ли предприятие прибыль, они также подают предупредительные сигналы, которые невозможно заметить, если просто просматривать выписки с банковских счетов предприятия.

В большинстве случаев финансовые отчеты и дополнительную информацию к ним необходимо предоставлять потенциальным инвесторам, чтобы заверить их в платежеспособности фирмы. Эти материалы могут включать отчетность за последние три года, прогнозы на период реализации проекта. Главным фактором, который влияет на решение о предоставлении кредита, является способность предприятия возратить долг, а не наличие гарантий. И, наоборот, существуют установленные законом требования о том, что все предприятия обязаны вести бухгалтерский и налоговый учет, необходимые для подготовки отчетов. Подробнее о финансовой отчетности можно прочитать в п. 4.2. "Анализ финансовой отчетности предприятия".

Финансовый менеджер, которому довольно часто приходится принимать участие в процессе заключения контрактов с потенциальными контрагентами, должен четко представлять структуру отчета, содержание его основных разделов.

Во-первых, хорошо структурированный отчет дает возможность руководству предприятия по-новому посмотреть на достигнутые результаты финансово-хозяйственной деятельности, определить перспективы его развития.

Во-вторых, для контрагентов фирмы финансовый отчет – это главный информационный источник, подтверждающий возможность и экономическую целесообразность взаимодействия с данным предприятием.



Рис. 2.5. Пользователи финансовой отчетности

В-третьих, отчет – это своего рода способ рекламы деятельности фирмы. В бизнесе существует правило – прежде чем подписать контракт, необходимо ознакомиться с годовым отчетом контрагента.

Стороны, заинтересованные в получении информации, можно условно разделить на две категории: внешние и внутренние.

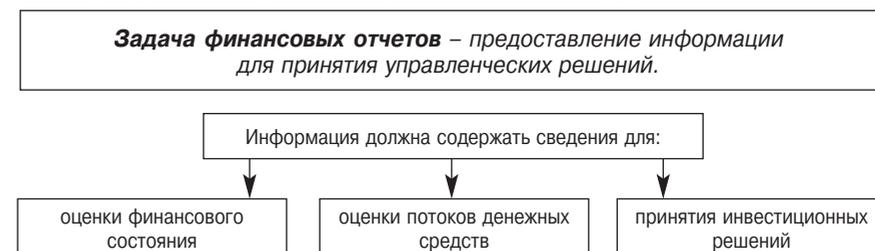


Рис. 2.6. Целевое использование информации

Для принятия решений финансовому менеджеру необходимо также иметь информацию о деятельности предприятия за прошедшие периоды, что позволит оценить финансовые возможности предприятия на последующие периоды. Финансовая отчетность – это звено, связывающее предприятие с внешней средой.

### 2.3. Источники финансирования

Финансовые ресурсы предприятия – это денежные средства, находящиеся в его распоряжении. Они могут быть направлены на развитие производства, содержание объектов непромышленной сферы, создание резервов. Та часть финансовых ресурсов, которая направляется на развитие производственно-коммерческого процесса, представляет собой капитал в его денежной форме.

Таким образом, **финансовый капитал** – это часть финансовых ресурсов предприятий, с помощью которой предприятие создает добавленную стоимость.

Общая формула капитала:

$$Г - Т - Г_1,$$

где **Г** – денежные средства, авансированные инвестором;

**Т** – товар (купленные средства производства, рабочая сила и т.п.);

**Г<sub>1</sub>** – денежные средства, полученные инвестором от продажи продукции, включая дополнительную (добавленную) стоимость.

Капитал должен находиться в постоянном обороте. Чем больше за год оборотов капитала, тем больше прибыль у инвестора. В структуру капитала входят денежные средства, которые были вложены в основные фонды, нематериальные активы, оборотные фонды, фонды обращения.

Финансовые ресурсы предприятия образуются за счет целого ряда источников. Среди них есть собственные, заемные и привлеченные. Источниками финансовых ресурсов являются: прибыль, амортизационные отчисления, средства от продажи ценных бумаг, паевые и другие взносы юридических и физических лиц, кредиты, средства от реализации страхового полиса и т.д.

Уставный капитал представляет собой сумму вкладов учредителей хозяйственного субъекта для обеспечения его жизнедеятельности. Размер уставного капитала соответствует сумме, зарегистрированной в учредительных документах. Увеличение или уменьшение уставного капитала может быть осуществлено только в установленном порядке и требует перерегистрации хозяйственного субъекта. В каче-

стве вкладов в уставный капитал могут быть внесены сооружения и оборудование, материальные ценности, ценные бумаги, нематериальные активы, денежные средства. Паевой взнос может быть в материальной или в нематериальной форме, например, в виде ноу-хау (это комплекс технических знаний и коммерческих секретов). В отличие от секретов производства, ноу-хау не патентуется, поскольку в значительной мере состоит из разных приемов, навыков и пр. В мировой практике цена ноу-хау составляет от 5 до 20% будущей прибыли.

Стоимость вкладов учредителей оценивается в денежном выражении и образует их часть в уставном капитале.

**Инвестиции** – это сумма средств, которую вкладывает инвестор и которая дает ему возможность стать одним из собственников предприятия и рассчитывать на получение определенной части дохода.

**Кредиты** могут быть банковскими или коммерческими. Коммерческий кредит представляет собой отсрочку платежей одного хозяйственного субъекта другому. Может быть в форме вексельного кредита, фирменного или открытого счета или в форме аванса покупателя поставщику.

Основные источники формирования финансовых ресурсов отражены в схеме:

<b>Источники формирования финансовых ресурсов</b>		
<i>Собственные</i>	<i>Заемные</i>	<i>Привлеченные</i>
Часть прибыли, направляемой на производственное развитие. Амортизационные отчисления. Доходы от реализации основных средств. Часть остатков оборотных активов, которая иммобилизуется. Эмиссия ценных бумаг.	Долгосрочные кредиты банков и другие кредитные ресурсы. Целевой государственный кредит, направленный на конкретный вид инвестирования. Лизинг.	Взнос сторонних отечественных и зарубежных инвесторов (грант, безвозвратная финансовая помощь).

Рис. 2.7. Источники формирования финансовых ресурсов

### 2.4. Структура и стоимость капитала

Привлечение того или иного источника финансирования связано для предприятия с определенными затратами: акционерам необходимо выплачивать дивиденды, банкам – проценты по кредитам и т.д.

Общая сумма средств, которую необходимо уплатить за использование определенного объема финансовых ресурсов, выраженная в процентах к общему объему, носит название **цена капитала**.

Ее можно определить как средневзвешенную величину капитала (СВК).

#### Методика расчета СВК

- разделить сумму дивидендов по привилегированным акциям на сумму, мобилизованную в результате продажи этих акций;
- разделить сумму дивидендов по обычным акциям на сумму средств, мобилизованную в результате продажи этих акций, и нераспределенную прибыль;
- рассчитать среднюю расчетную ставку процентов к заемным средствам;
- определить удельный вес каждого из определенных источников средств в пассивах предприятия;
- перемножить стоимость средств по каждому источнику на соответственный удельный вес;
- подытожить результат.

#### Пример 2.1.

По следующим данным предприятия "Збруч" рассчитать СВК:

Наименование источника средств	Средняя стоимость данного источника, %	Удельный вес данного источника в пассиве
Привилегированные акции	160	0,1
Обычные акции и нераспределенная прибыль	180	0,5
Заемные средства, включая кредиторскую задолженность	140	0,4

Согласно вышеприведенной методике расчета СВК, умножаем стоимость источников средств в процентах на соответствующий удельный вес данного источника, после чего находим сумму полученных произведений. Она и будет стоимостью СВК:

$$\text{СВК} = 160 \% \times 0,1 + 180 \% \times 0,5 + 140\% \times 0,4 = 162\%.$$

СВК представляет собой минимальную норму прибыли, ожидаемую инвесторами от своих вложений. Выбранные проекты должны обеспечивать хотя бы не меньшую прибыльность.

В условиях высоких темпов развития и внедрения достижений научно-технического прогресса каждое предприятие, если желает остаться в рыночной среде, не сможет обойтись в процессе своей деятельности только собственными средствами. Но займы, предоставляя возможность развития и повышения прибыльности фирмы, в то же время формируют определенный уровень финансового риска. Для того, чтобы не потерять платежеспособность, при формировании оптимальной структуры капитала следует учитывать **эффект финансового рычага** (левериджа). В соответствии с концепцией западноевропейских финансистов:

**Эффект финансового рычага** – это прирост рентабельности собственных средств, полученный благодаря использованию заемных средств.

Уровень эффекта финансового рычага (ЭФР) определяется по формуле:

$$\text{ЭФР} = (1 - \text{ставка налогооблагаемой прибыли}) \times (\text{ЭР} - \text{СРСР}) \times \text{ЗС} / \text{СС},$$

где **ЭР – СРСР** – дифференциал;

**ЗС / СС** – плечо ЭФР;

**ЭР** – экономическая рентабельность активов, рассчитывается делением НРЭИ на валюту баланса.

**НРЭИ** – это нетто-результат эксплуатации инвестиций, рассчитывается как сумма балансовой прибыли и процентов по кредитам.

**СРСР** – средняя расчетная ставка процента (финансовые затраты на 1 грн. заемных средств в процентах).

**ЗС** – заемные процентонесущие средства.

**СС** – собственные средства.

#### Наиболее важные правила:

1. Если новый заем приносит предприятию увеличение уровня ЭФР, это выгодно. Но при этом необходимо следить за состоянием дифференциала: при возрастании плеча финансового рычага банкир стремится компенсировать возрастание своего риска за счет повышения цены кредита.

2. Риск кредитора выражается через величину дифференциала: чем он больше, тем меньше риск, и наоборот.

3. Финансовый менеджер – профессионал не станет увеличивать любой ценой плечо финансового рычага, а будет регулировать его в зависимости от дифференциала.

4. Дифференциал не должен быть отрицательным.

5. Эффект финансового рычага должен равняться  $1/3...1/2$  уровня экономической рентабельности активов.

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

- возрастает риск невозврата кредита с процентами для банкира;
- возрастает риск падения дивидендов и курса акций для инвестора.

На практике существует ряд методов, с помощью которых осуществляется процесс финансирования инвестиционных проектов. Основные из них представлены на рис. 2.8. Выбор того или иного метода зависит от разных факторов. Например, от достаточной обеспеченности предприятия собственными средствами, от доступности заемного капитала, а также его стоимости, от развития рынка банковских услуг и финансового рынка и других факторов.

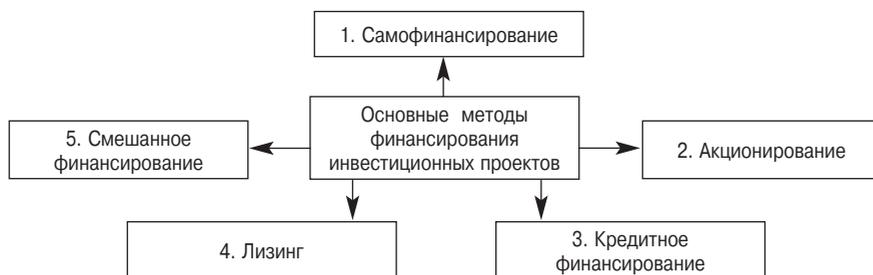


Рис. 2.8. Методы финансирования инвестиционных проектов

Инфляция приводит к обесцениванию финансовых ресурсов и капитала предприятия. Для сохранения их стоимости проводят индексацию, которая представляет собой способ сохранения реальной величины денежных ресурсов (капитала) и доходов в условиях инфляции. В основе его лежит использование разных индексов. При анализе и прогнозе финансовых ресурсов необходимо также учитывать изменения цен, для чего используются индексы цен.

Индекс цен – показатель, характеризующий изменение цен за определенный промежуток времени. Различают индивидуальный (однотоварный) и общий (групповой) индексы. Индивидуальный индекс цен  $[Z]$  рассчитывается как отношение цены конкретного товара отчетного периода  $[P_1]$  к цене базисного периода  $[P_0]$ :

$$Z = P_1 / P_0$$

Общий индекс цен определяется на основании агрегатного индекса:

$$G = P_1 N_1 / P_0 N_1,$$

где  $G$  – общий индекс цен;

$N_1$  – количество товара, проданного за отчетный период.

Индексы цен могут применяться: во-первых, для оценки динамики покупательной способности потребителей в отчетном периоде; во-вторых, для прогноза необходимых в будущем финансовых ресурсов, исходя из существующей тенденции цен.

Для анализа и прогноза количественных показателей хозяйственной деятельности используют также индексы стоимости (выручки, товарооборота) и другие.

## 2.5. Дивидендная политика предприятия

Проблемами, решение которых обуславливает необходимость выработки дивидендной политики, являются:

- с одной стороны, выплата дивидендов должна обеспечить защиту интересов собственников и создать предпосылки для роста курсовой цены акций, и в этом смысле их увеличение является положительной тенденцией;
- с другой стороны, увеличение выплаты дивидендов сокращает долю прибыли, реинвестируемой в развитие производства.

При формировании дивидендной политики компании необходимо учитывать, что инвесторы могут высоко оценить стоимость акций предприятия даже и без выплаты дивидендов, если они хорошо информированы о его программе развития, причине невыплаты и направлениях реинвестирования прибыли.

Принятие решения о выплате дивидендов и их размерах в значительной мере определяется стадией жизненного цикла предприятия. Например, если руководство компании предусматривает внедрить серьезную программу реконструкции и для ее реализации имеет желание осуществить дополнительную эмиссию акций, то такой эмиссии должен предшествовать достаточно длительный период устойчивых высоких выплат дивидендов, что приведет к существенному росту курса акций и, соответственно, суммы заемных средств, полученной в результате размещения дополнительных акций.

В таблице 2.1. приведены характеристики существующих методик дивидендных выплат:

Таблица 2.1. Характеристики методик дивидендных выплат

Название методики	Основной принцип	Преимущества методики	Недостатки методики	Примечания
Методика постоянного процентного распределения прибыли	Поддержание постоянности показателя "дивидендного выхода"	Простота.	Снижение суммы дивиденда на акцию приводит к падению курса акций	Методика достаточно часто используется на практике Методика достаточно часто используется на практике
Методика фиксированных дивидендных выплат	Поддержание постоянности суммы дивиденда на акцию на протяжении длительного времени независимо от динамики курса акций. Регулярность дивидендных выплат	1. Простота. 2. Сглаживание колебаний курсовой стоимости акций	Если прибыль сильно падает, выплата фиксированных дивидендов подрывает ликвидность предприятия	Методика достаточно часто используется на практике
Методика выплат гарантированного минимума и "экстра"-дивидендов	1. Поддержание постоянности регулярных выплат фиксированных сумм дивиденда. 2. В зависимости от успешности работы – выплата "экстра"- дивиденда как премии в дополнение к фиксированной сумме дивиденда	Сглаживание колебаний курсовой стоимости акций	"Экстра"-дивиденд при слишком частой выплате становится ожидаемым и перестает играть роль в поддержании курса акций	"Экстра"-дивиденды не выплачиваются слишком часто
Методика выплаты дивидендов акциями	Вместо денежного дивиденда акционеры получают дополнительные акции	Облегчается решение ликвидных проблем при неустойчивом финансовом положении. Вся нераспределенная прибыль поступает на развитие. Появляется больше свободы маневра структурой источников средств. Появляется возможность дополнительного стимула для управленцев, которым передают акции.	Ряд инвесторов может отдать преимущество деньгам и начнет продавать акции	Расчет на то, что большинство акционеров устраивает получение акций, если они достаточно ликвидны, чтобы в любой момент превратиться в наличность.

## 2.6. Ценообразование и его место в финансовом управлении

С внедрением в экономику рыночных отношений кардинально меняется значение цены в экономических процессах. В рыночном хозяйстве цена играет исключительную роль. Цена, устанавливаемая собственником товара, проходит проверку на рынке, где под влиянием рыночных факторов устанавливается ее конечный уровень (в отличие от планово-директивной экономики, когда цены устанавливались в централизованном порядке). От уровня цены в значительной степени зависят финансовые результаты деятельности хозяйствующего субъекта. Для принятия ценовых и других финансовых решений предприятию необходимо, в первую очередь, иметь информацию об уровне спроса на этот товар. Убедиться в эффективности полученной информации можно, сопоставляя различные варианты возможной выручки от увеличения объемов производства и продаж с дополнительными затратами на маркетинг. Поэтому финансовый менеджер должен быть в курсе маркетингового плана предприятия, ведь мудрость ценовых решений, правильная ориентация на те или иные сегменты рынка, интенсивные усилия по продвижению товаров, контроль за реализацией и своевременная коррекция маркетинговой политики являются наиболее важными составляющими успеха фирмы.

Под структурными элементами цены понимают отдельные части стоимости, а именно затраты и прибыль предприятия, сбытовые наценки, НДС, акцизы, торговые наценки. В общем виде розничная цена может быть представлена в таком виде:

*Розничная цена*

$$\text{Себестоимость продукции} + \text{Прибыль} + \text{Акцизный сбор} + \text{НДС} + \text{Оптовая наценка} + \text{Торговая наценка}$$

В системах маркетинга и менеджмента в основе принятия ценовых решений лежит многофакторность, конъюнктурность. На схеме (рис. 2.9) представлены основные этапы, которые необходимо пройти фирме для установления конечной цены:

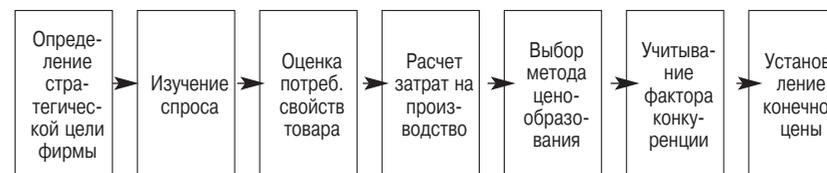


Рис. 2.9. Основные этапы установления конечной цены

Стратегическая цель фирмы накладывает отпечаток на принятие ценовых решений. С какими намерениями выходит хозяйствующий субъект на рынок: долго ли он собирается оставаться на нем; какую продукцию собираются производить; на каких рынках и в каких объемах продавать и т.д.

Цены изменяются под влиянием спроса и предложения. Величина спроса на товар определяется такими факторами:

$$D_x = (T_x, Y, P_x, P_y, P, W),$$

- где  $D_x$  – спрос на товар;  
 $T_x$  – потребность покупателя в этом товаре;  
 $Y$  – доход потребителя;  
 $P_x$  – цена на этот товар;  
 $P_y$  – цена товара – заменителя;  
 $P$  – цена на товар, дополняющий основной;  
 $W$  – мнение покупателя о перспективах своего благосостояния.

Закон спроса устанавливает связь между ценами и количеством товаров и услуг, которые можно было бы приобрести при каждой приведенной цене. Как правило, это обратно пропорциональная зависимость (рис 2.10).

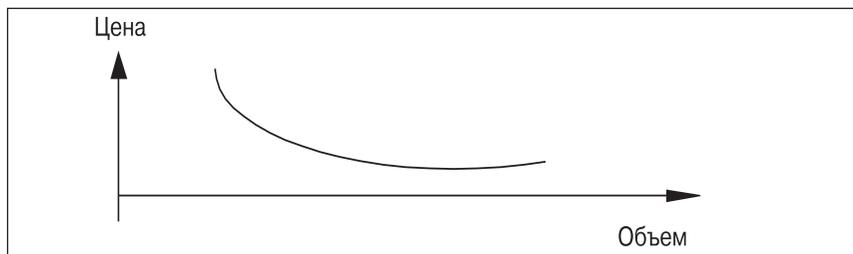


Рис. 2.10. Закон спроса

При установлении цены не менее важную роль играет предложение, то есть то количество товаров, которое продавцы готовы предложить покупателю по соответствующей цене. В этом случае зависимость будет прямо пропорциональной (рис. 2.11).

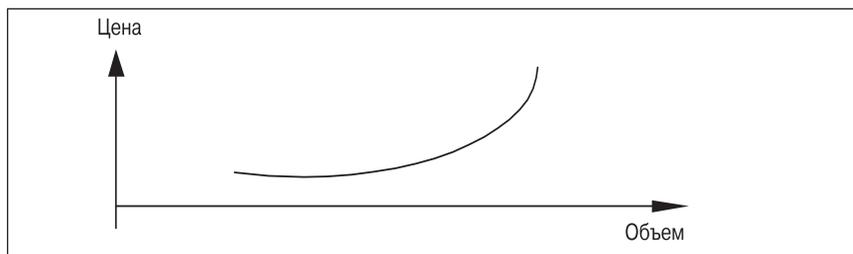


Рис. 2.11. Закон предложения

Цена, при которой объем спроса равен объему предложения, – рыночная точка равновесия. Это именно та цена, по которой товары будут обмениваться на деньги (рис. 2.12).

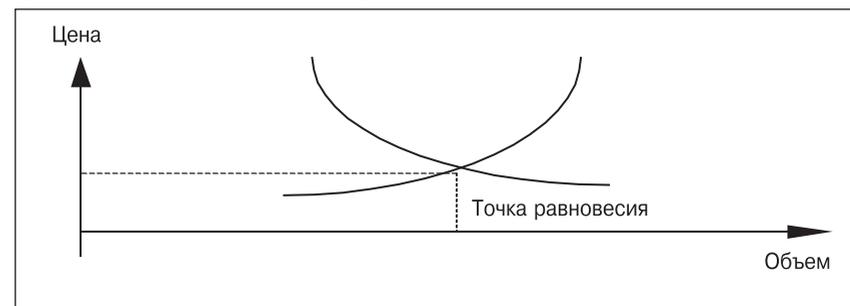


Рис. 2.12. Установление цены равновесия

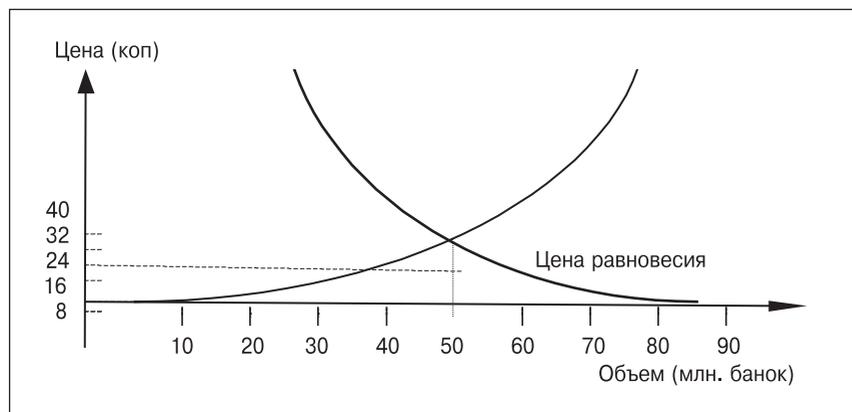
Цена равновесия рационализирует спрос покупателя, сообщая ему информацию об объемах потребления данного товара; подсказывая производителю (продавцу), какое количество товара необходимо поставить на рынок; несет в себе всю информацию, необходимую производителям и потребителям: изменение цены равновесия является для них сигналом к изменению объемов производства (потребления), стимулом к поискам новых технологий.

Пример 2.2.

В таблице представлены данные по предприятию "Смак", которое занимается продажей консервированной продукции, характеризующие различные ситуации на рынке консервированной фасоли.

Таблица 2.2.

Цена единицы товара (коп.)	Объем спроса (млн. банок в год)	Объем предложения (млн. банок в год)
8	70	95
16	60	70
24	50	50
32	40	25
40	30	0



Таким образом, на графике видно, что цена равновесия составляет 24 коп., при этом объем спроса и объем предложения равны 50 млн. банок в год. Это и будет оптимальной ситуацией для фирмы "Смак".

При улучшении спроса очень важно определить его количественные изменения от изменения цены. Эту зависимость отражает коэффициент эластичности спроса:

$$ЭС = \frac{\frac{\Delta C}{C}}{\frac{\Delta \Pi}{\Pi}}$$

где: **C** — спрос,  
**ΔC** — изменение спроса на товар,  
**Π** — цена,  
**ΔΠ** — изменение цены.

**Таблица 2.4.** Реакция покупателей при различных видах спроса

Поведение покупателей		
Характер спроса	При снижении цены	При возрастании цены
Эластичный (ЭС>1)	Значительно повышают объем покупок – спрос растет быстрее, чем снижается цена. Выручка растет.	Значительно снижают объем покупок – спрос падает более высокими темпами, чем растет цена. Выручка падает.
Единичная эластичность (ЭС=1)	Спрос растет теми же темпами, по которым снижается цена. Выручка стабильна.	Спрос снижается теми же темпами, по которым повышается цена. Выручка стабильна.
Неэластичный (ЭС<1)	Темпы роста спроса меньше темпов роста цены. Выручка падает	Темпы снижения спроса меньше темпов роста цены. Выручка растет.

**Необходимо помнить, что:**

- чем больше на рынке товаров–заменителей, тем более эластичным является спрос;
- чем больше часть затрат на данный товар в бюджете потребителя, тем выше эластичность спроса;
- эластичность спроса ниже на самые необходимые товары для потребителя;
- эластичность спроса на одних и тех же участках кривой спроса может быть разной.

Аппарат эластичности можно применять для анализа ценовых последствий в результате изменений налогообложения. Чаще всего изменения размеров налогов вызывают изменения спроса, поскольку производитель, стремясь не потерять доход, повышает цену товара. Если спрос не эластичен (то есть невозможно быстро повысить цену из-за опасности быстрого падения выручки), то основную нагрузку от повышения налога несет производитель. Если налог снижается, предпринимателю в условиях высокой эластичности спроса будет более выгодно снижать цену, так как это вызовет увеличение спроса и выручка будет расти. Когда спрос не эластичен, то есть возрастание цены не вызывает быстрого изменения спроса, реализовываются три варианта поведения предпринимателя при уменьшении налогового пресса:

1. Снижение цены. Это может привести к увеличению выручки за счет удачной рекламы и стимулирования спроса.
2. Оставить цены прежними, что наиболее приемлемо, так как снижение налога соответствует увеличению части выручки от реализации, которая остается у производителя.
3. Повышение цены. При очень аккуратном использовании и тщательном анализе может дать наибольшее увеличение выручки.

Изучение спроса позволяет спрогнозировать верхнюю границу цены на товар. Но для определения приемлемого уровня цены товара необходима оценка его полезности для потребителя.

Основным ограничением выбора потребителя является его доход, он стремится максимизировать полезность при ограниченном доходе. Маркетинговыми исследованиями установлено, что для покупателей существуют верхние и нижние границы, в пределах которых восприятие качества товара находится в прямой зависимости от цены. Цена ниже нижней границы является слишком заниженной, а цена выше верхней границы – слишком завышенной.

Если спрос очерчивает возможную верхнюю границу цены, то за-

траты дают представление о ее минимально возможном уровне. В основу расчета могут быть положены полные, стандартные, переменные затраты. Использование того или иного вида затрат зависит от маркетинговых позиций товара на рынке, конкурентной среды, финансовых возможностей фирмы и т. д.

Полные затраты могут быть базой цены при минимальной ценовой конкуренции и достаточном уровне качества товара.

Стандартные затраты (то есть прогрессивные затраты, рассчитанные с учетом достижений научно-технического прогресса) являются хорошей основой для формирования конкурентной цены. Однако при этом необходимо иметь достаточный уровень чистого дохода, поскольку отклонения фактических затрат от стандартных списываются на финансовые результаты фирмы.

Сокращенные затраты (директ-костинг, маржинал-костинг – иначе калькулирование по прямым, переменным затратам). Они нередко используются для формирования цен при краткосрочных продажах.

#### Пример 2.3.

Фирма "Волна" выпускает светильники по цене 200 грн. за одну единицу. Переменные затраты на производство и сбыт составляют 134 тыс. грн., средние постоянные затраты – 8 грн. за одну единицу. Объем выпуска – 10 000 шт. светильников. Поступило предложение о закупке 1000 светильников по цене 140 грн. за одну единицу. Учитывая, что фирма имеет неиспользуемые мощности, стоит ли ей принять предложение?

Оценим основное производство:

себестоимость светильника –  $134 + 8 = 142$  грн.

прибыль –  $(200 - 142) \times 10\,000 = 580$  тыс. грн.

себестоимость нового заказа равна 134 грн.

прибыль –  $(140 - 134) \times 1000 = 6$  тыс. грн.

Суммарная прибыль составит:  $580 + 6 = 586$  тыс. грн.

Фирме не стоит отказываться от предложенной сделки, так как дополнительных постоянных затрат для исполнения заказа не нужно, а продажа увеличит массу прибыли.

Возможности и проблемы ценовой политики зависят от того рынка, на котором действует предприятие. Существуют такие типы рынков:

1. Чистая конкуренция: на рынке множество продавцов однородного товара, каждый из которых контролирует очень узкий сегмент рынка. Возможности свободного ценообразования довольно ограничены.

Проблема состоит в том, чтобы уложиться со своими затратами в границы рыночной цены продукта.

2. Чистая монополия: конкуренция отсутствует, единственный продавец на рынке назначает любую цену, которую могут выдержать покупатели.

3. Монополистическая конкуренция: множество продавцов предлагает покупателям разные варианты товаров; покупка-продажа ведется в широком диапазоне цен. Очень важны реклама, фирменные товарные знаки.

4. Олигополистическая конкуренция: доступ новых продавцов на рынок затруднен, ограниченное количество фирм контролирует рынок однородного товара, чутко реагируя на изменения цен и объемов продаж у конкурентов.

При помощи инструментов маркетинга руководство предприятия должно сделать выбор цены с учетом выше названных типов рынка.

## 2.7. Управление текущими активами

Оборотные средства обеспечивают непрерывность процесса производства и реализации продукции. На их размер влияют разные факторы, действующие на всех четырех стадиях денежного обращения: покупке предметов труда, производства продукции, реализации товара, распределения выручки. Эти этапы достаточно четко представлены на схеме (рис. 2.13).

Исходя из приведенной схемы можно утверждать, что финансовое управление процессами поставки, производства и реализации во многом сводится к управлению оборотным капиталом.

Поскольку процесс поставки имеет существенное влияние на финансовые показатели предприятия, финансовые службы постоянно контролируют его, утверждая сметы на закупки. Главным заданием финансового менеджера на этом этапе является оптимизация кредиторской задолженности фирмы.

Производственный процесс характеризуется рядом параметров, например, типом производства, видом продукции, особенностями технологий, длительностью производственного цикла и другими, существенно влияющими на размер привлеченных в производство средств. Они должны постоянно анализироваться и контролироваться финансовыми менеджерами с целью повышения эффективности их использования.

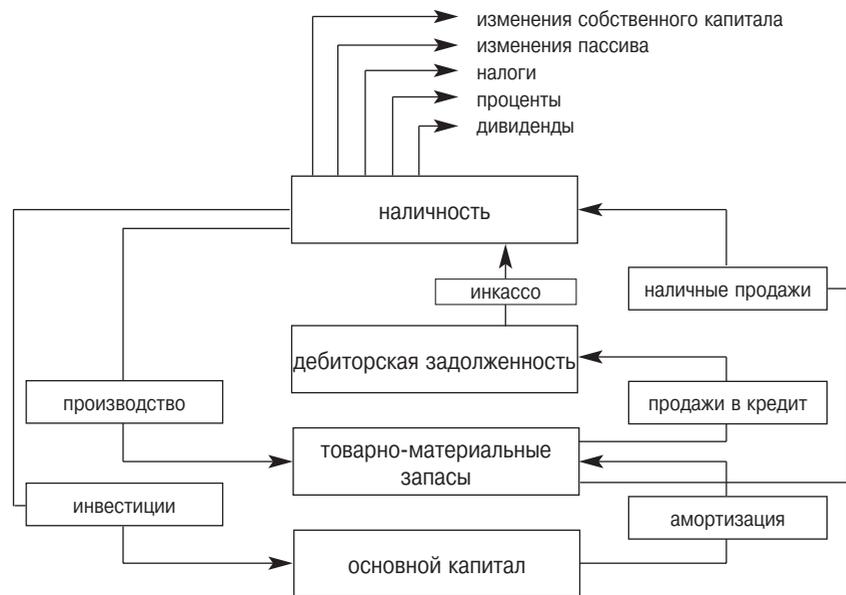


Рис. 2.13. Обращение оборотного капитала

Эффективность деятельности службы сбыта предприятия в значительной степени зависит от выбора каналов распределения товаров, то есть путей их продвижения к потребителю, а также от его платежеспособности. Задание финансового менеджера на этом этапе заключается в оптимизации дебиторской задолженности клиентов, а также во внедрении гибкой ценовой политики для увеличения объема продаж.

На четвертом этапе денежного обращения главная задача финансового менеджмента заключается в эффективном распределении прибыли, своевременных расчетах с бюджетом, внедрении грамотной инвестиционной и дивидендной политики. Таким образом, управление оборотным капиталом является одной из наиболее важных сфер управления финансами.

*Оборотный капитал* относится к мобильным активам предприятия, которые являются денежными средствами или могут быть превращены в них на протяжении года или одного производственного цикла.

*Чистый оборотный капитал* – это разница между текущими активами (оборотными средствами) и текущими обязательствами (кредиторской задолженностью). Он показывает, в каком размере текущие активы покрываются долгосрочными источниками средств.

Одной из основных составляющих оборотного капитала являются производственные запасы предприятия, к которым относятся сырье и материалы, незавершенное производство, готовая продукция и другие запасы.

Задание финансового менеджера – выявить результаты наличия того или иного объема запасов и затраты, связанные с их хранением, и достигнуть разумного баланса.

*Дебиторская задолженность* – важный компонент оборотного капитала. Когда одно предприятие продает товары другому предприятию или организации, это совсем не значит, что товары будут оплачены немедленно. Неоплаченные счета за поставленную продукцию составляют большую часть дебиторской задолженности. Специфический элемент дебиторской задолженности – векселя к получению, которые являются в сущности ценными бумагами (коммерческие ценные бумаги).

Одной из задач финансового менеджера по управлению дебиторской задолженностью есть определение степени риска неплатежеспособности покупателей, расчет прогнозируемого значения резерва для сомнительных долгов, а также предоставление рекомендаций по работе с фактически или потенциально неплатежеспособными покупателями.

К текущим обязательствам относится краткосрочная кредиторская задолженность, прежде всего, банковские ссуды и неоплаченные счета других предприятий.

Текущие активы, как правило, постоянно изменяются. Финансовые менеджеры обязаны знать ежегодные ожидаемые минимальные и максимальные уровни текущих активов. Минимальный уровень можно считать постоянной составляющей текущих активов, тогда как разница между минимальным и максимальным уровнями называется сезонной составляющей.

#### Пример 2.4.

Общая величина текущих активов фирмы "Дельта" в отдельные периоды следующая: 80 000 грн. в феврале, 100 000 грн. в апреле, 140 000 грн. в июне, 40 000 грн. в августе, 60 000 грн. в октябре, 90 000 грн. в декабре. По оценкам, фиксированные активы фирмы на протяжении года будут составлять 50 000 грн. Как нужно профинансировать активы компании "Дельта"?

Для решения этого вопроса финансовому менеджеру необходимо разделить общее финансирование на 2 части: постоянное и сезонное.

$$\begin{aligned} \text{Сумма постоянного финансирования} &= \text{минимальный уровень текущих активов} + \text{фиксированные активы} \\ \text{Сумма сезонного финансирования} &= \text{текущие активы} - \text{минимальный уровень текущих активов} \end{aligned}$$

Таблица 2.3 Анализ финансирования компании (грн.)

	Февраль	Апрель	Июнь	Август	Октябрь	Декабрь
Текущие активы	80 000	10 0000	14 0000	40 000	60 000	90 000
Минимальный уровень текущих активов	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000
Сезонное финансирование	40 000	60 000	100 000	0	20 000	50 000
Фиксированные активы	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000
Постоянное финансирование	90 000	90 000	90 000	90 000	90 000	90 000

Из таблицы видно, что сезонные потребности в финансировании нестабильны, поэтому их, как правило, покрывают за счет кратко-срочных банковских ссуд. И наоборот, потребности в постоянном фи-нансировании должны быть покрыты за счет долгосрочного кредита или собственного капитала. Если средства на постоянные нужды будут взяты в долг на короткий срок, то не исключено, что банк может не переоформить ссуду после ее погашения. В этом случае компания бу-дет иметь проблемы с ликвидностью и может оказаться перед угрозой банкротства. Решение о том, как финансировать активы – за счет краткосрочной или долгосрочной задолженности, – это выбор между сведением риска к минимуму и получением максимальных прибылей. В нормальных экономических условиях долгосрочные кредиты дороже краткосрочных.

На рис. 2.14 показаны три подхода к финансированию.

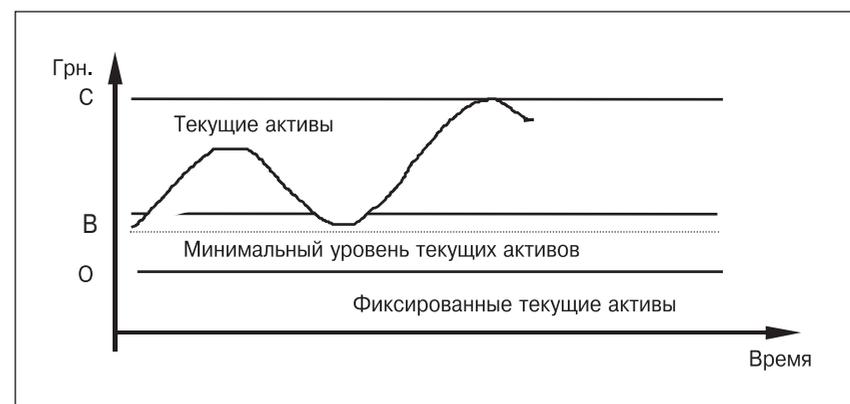
А. Очень консервативный подход



Б. Консервативный подход



В. Агрессивный подход.



ОВ = долгосрочная задолженность + собственный капитал

ВС = краткосрочная задолженность

Рис. 2.14. Подходы к финансированию текущих активов

При очень консервативном подходе фиксированные активы, ми-нимальный уровень текущих активов и часть сезонных потребностей фи-нансируются при помощи долгосрочных кредитов и собственного капи-тала. За счет краткосрочных ссуд финансируется только часть сезонных нужд. Как следствие, стоимость капитала при таком финансировании очень высокая, однако риск остаться без средств – минимальный.

При консервативном подходе фиксированные активы и мини-

мальные текущие активы финансируются за счет долгосрочных кредитов и собственного капитала. Сезонные нужды финансируются за счет краткосрочных ссуд.

При агрессивном подходе фиксированные активы и лишь часть минимального уровня текущих активов финансируются за счет долгосрочных кредитов и собственного капитала. Все сезонные потребности, а также часть минимального уровня текущих активов покрываются за счет краткосрочных ссуд. Стоимость капитала при таком финансировании минимальна, однако риск, связанный с проблемой ликвидности, достаточно высокий.

Кредиторская задолженность поставщикам может рассматриваться как бесплатный кредит поставщиков. Однако компания не всегда заинтересована в получении такого кредита. Поставщики, как правило, предлагают щедрые скидки в случае немедленной оплаты счетов за товар. В таком случае очень важно решить, воспользоваться ли скидкой и оплатить счет сразу, либо купить товар в кредит и держать кредиторскую задолженность на балансе. Если воспользоваться скидкой, то компания выиграет на сумме самой скидки, но проиграет на процентах, которые нужно платить банку за кредит для расчетов с поставщиком, а также теряет возможность иметь бесплатный кредит. Пользоваться скидкой стоит тогда, когда выигрыш превышает затраты.

**Пример 2.4.**

Той же фирме "Дельта" предоставляется скидка 3%, если счет за товар на сумму 100 000 грн. оплачивается сразу. Однако компания имеет возможность получить товар с оплатой счета на протяжении 60 дней. Местный банк может ссудить деньги для оплаты счета под 14%. Это дает возможность компании воспользоваться 3-процентной скидкой. Финансовому менеджеру нужно решить, что более выгодно – воспользоваться скидкой или получить товар и оплатить счет на протяжении 60 дней?

В таблице 2.4 сравнивается выигрыш от скидки, составляющей 3000 грн., с процентами – 2263 грн., которые были бы выплачены банку.

**Таблица 2.4.** Выбор между скидкой и кредитом для оплаты счетов поставщиков

Сумма скидки (3% x 100 000 грн.)	3000 грн.
Проценты банка: 14% x 97000 грн. x $\frac{60 \text{ дн.}}{360 \text{ дн.}}$	2263 грн.
Чистый выигрыш	737 грн.

*Примечание:* Предоставляется 3-процентная скидка, значит, компания должна занять 97 000 грн., а не 100 000 грн.

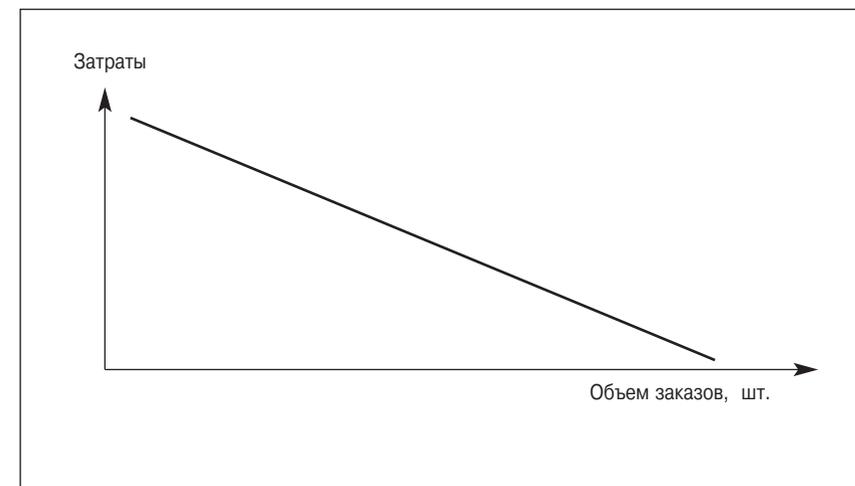
В данном случае оплатить счета поставщиков на протяжении определенного периода вместо того, чтобы воспользоваться скидкой – это все равно, что отказаться от предложения поставщика взять 737 грн. наличными, которые не нужно возвращать.

Главная цель **управления товарно-материальными запасами** – определение и поддержание этих запасов на уровне, который всегда может обеспечить выполнение заказов клиентов. Однако необходимо помнить, что к запасам привязываются средства фирмы. Стоимость содержания запасов – это утраченные возможности для инвестиций. Запасы стоит увеличивать тогда, когда польза от этого превышает стоимость содержания дополнительных запасов.

**Оптимальный объем заказов** – это количество товара, обеспечивающее минимальные затраты на организацию заказа и на хранение запасов.

Затраты на заказ включают заработную плату работников отдела поставок, затраты на компьютерную обработку информации и др. Чем чаще делаются заказы, тем меньше затраты на их подготовку и выполнение.

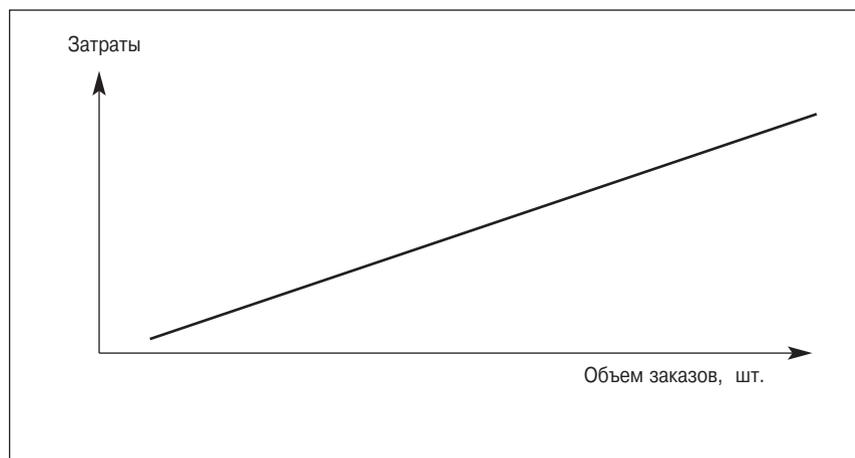
На рис. 2.15 показана общая зависимость между величиной заказов (количество единиц в каждом заказе) и затратами на организацию заказов.



**Рис. 2.15.** Зависимость между величиной заказов и затратами на их организацию

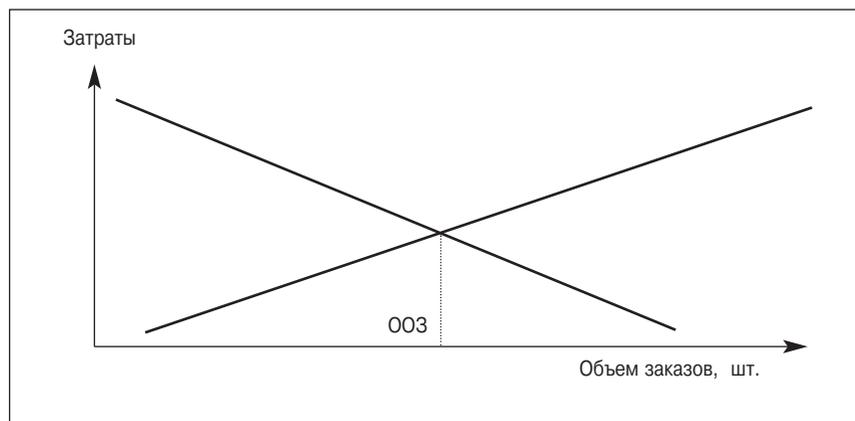
Затраты на хранение запасов включают в себя затраты, связанные с функционированием складов и складированием запасов. Если возрастает количество единиц в каждом заказе, возрастают и складские затраты.

Зависимость между затратами на хранение запасов и размером заказа (количество единиц в каждом заказе) показана на рис. 2.16.



**Рис. 2.16.** Зависимость между затратами на хранение запасов и размером заказа

Оптимальный объем заказов (ООЗ) можно определить совмещением графиков, представленных на рис. 2.15 и 2.16 (рис. 2.17).



**Рис. 2.17.** Оптимальный объем заказа

ООЗ можно также определить при помощи следующей формулы:

$$ООЗ = \sqrt{\frac{2K \times Z}{3x}},$$

где **K** – необходимое количество единиц товара на каждый период;

**Z** – затраты на организацию одного заказа;

**3x** – затраты на хранение запасов и складирование.

*Пример 2.5.*

Годовая потребность в светильниках на фирме "Дельта" составляет 10 000 единиц. Затраты на организацию одного заказа составляют 120 грн., а затраты на хранение и складирование – 4 грн. на единицу товара.

$$ООЗ = \sqrt{\frac{2 \times 10\,000 \times 120}{4}} = 774 \text{ ед.}$$

Фирма сводит к минимуму общие затраты на организацию заказа и хранение запасов, когда она каждый раз заказывает 774 светильника. Годовая потребность составляет 10 000 единиц, значит, фирма должна выполнить 13 заказов в год.

$$\begin{aligned} \text{Количество заказов} &= \text{Годовая потребность} / \text{ООЗ} \\ &= 10000 / 774 = 12,91 = 13 \text{ раз} \end{aligned}$$

Размер дебиторской задолженности в основном определяется условиями расчетов предприятия с клиентами. Если эти условия жесткие, меньше клиентов покупают товары в кредит, уменьшается объем продаж, вследствие чего уменьшается и дебиторская задолженность. С другой стороны, если условия расчетов смягчаются, появляется больше заказчиков, возрастает товарооборот и сумма дебиторской задолженности по счетам клиентов.

Прежде чем принять решение о смягчении условий расчетов, следует сравнить затраты, связанные с наличием дебиторской задолженности клиентов с пользой от прироста объема продаж.

**Финансовый цикл, или цикл обращения денежной наличности,** представляет собой время, на протяжении которого денежные средства изымаются из обращения.

Основные этапы обращения денежных средств в ходе производственной деятельности представлены на рис. 2.18.

# 3 Операционная деятельность предприятия

## 3.1. Сущность и цели операционной деятельности

Предприятия осуществляют свою деятельность на рынке в условиях жесткой конкуренции. Те из них, которые проигрывают в этой борьбе, становятся банкротами. Для того, чтобы не обанкротиться, хозяйствующие субъекты должны постоянно отслеживать изменения рыночной среды, нарабатывать методы противодействия негативным моментам для сохранения своей конкурентоспособности.

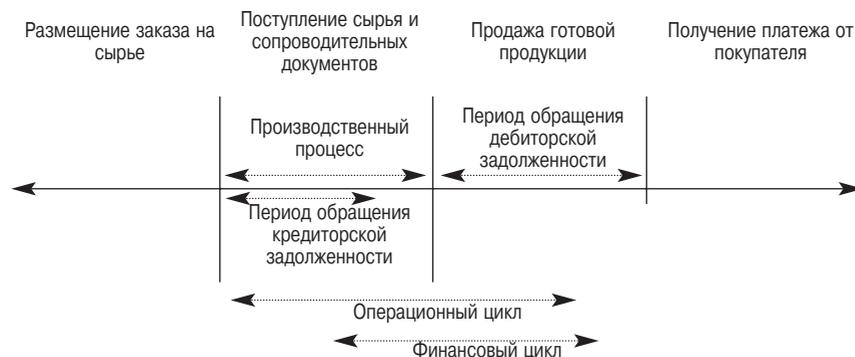
Одним из инструментов исследования рынка и сохранения конкурентоспособности является анализ финансово-хозяйственной деятельности предприятия, в том числе и анализ его финансового состояния. Порядок и инструментарий анализа, который осуществляется с целью принятия финансовых решений, определяется самой логикой функционирования финансового механизма предприятия.

Одним из наиболее простых, но эффективных видов финансового анализа, является операционный анализ, получивший название CVP (cost-volume-profit, затраты – объем – прибыль).

**Целью** анализа операционной деятельности является отслеживание зависимости финансовых результатов бизнеса от затрат и объемов реализации продукции.

**Основной задачей** анализа CVP является получение ответов на важные вопросы, которые возникают у предпринимателей на всех этапах денежного обращения, например:

1. Сколько необходимо иметь в наличии капитала предприятию?
2. Каким образом мобилизовать эти средства?
3. До какой степени можно доводить финансовый риск, используя эффект финансового рычага?
4. Что дешевле: приобретение или аренда недвижимости?
5. До какой степени можно наращивать силу операционного рычага, маневрируя переменными и постоянными затратами, изменяя тем самым уровень предпринимательского риска, связанного с деятельностью предприятия?
6. Стоит ли продавать продукцию по ценам ниже себестоимости?
7. Производить ли больше того или иного продукта?
8. Как отразится на прибыли изменение объема реализации?



**Рис. 2.18.** Этапы обращения денежных средств

Операционный цикл характеризует общее время, на протяжении которого финансовые ресурсы заморожены в запасах и дебиторской задолженности. Поскольку предприятие оплачивает счета поставщиков с временной отсрочкой, то время, на протяжении которого денежные средства изъяты из обращения, то есть финансовый цикл, меньше операционного на среднее время обращения кредиторской задолженности. Сокращение операционного и финансового циклов рассматривается как положительная тенденция. Если сокращение операционного цикла может быть достигнуто за счет ускорения производственного процесса и оборачиваемости дебиторской задолженности, то финансовый цикл может быть сокращен как за счет данных факторов, так и за счет некоторого замедления оборачиваемости кредиторской задолженности.

**Необходимо помнить:**

- Чем больше средств задействовано для достижения заданной величины оборота, тем больше усилий будет потрачено на их конверсию в случае переориентации деятельности предприятия.
- Если предприятие обращается к новым видам и сферам деятельности, руководствуясь лишь максимизацией коммерческой маржи и недооценивая коэффициента трансформации, последствия могут быть печальными.

### 3.2. Распределение затрат и валовая маржа

CVP-анализ служит поиску оптимальных, наиболее выгодных предприятию затрат. Он требует распределения затрат на переменные и постоянные, прямые и непрямые, релевантные и нерелевантные.

**Переменные затраты** изменяются в целом прямо пропорционально объему производства продукции. Это могут быть затраты на сырье и материалы для основного производства, заработная плата основных производственных рабочих, затраты на сбыт продукции и др. Предприятию выгодно иметь меньше переменных затрат на единицу продукции, поскольку так оно обеспечивает себе, соответственно, и больше прибыли. С изменением объема производства общие переменные затраты уменьшаются (увеличиваются), в то же время на единицу продукции они остаются неизменными.

**Постоянные затраты** необходимо рассматривать в краткосрочном периоде, так называемом релевантном диапазоне. В этом случае они в целом не изменяются. К постоянным затратам можно отнести арендную плату, амортизационные отчисления, заработную плату управленцев и др. Изменение объема производства не оказывает никакого влияния на размер этих затрат. Однако в перерасчете на единицу продукции эти затраты изменяются обратно пропорционально.

**Прямые затраты** – это затраты предприятия, связанные непосредственно с процессом производства или реализацией товаров (услуг). Эти затраты могут быть легко отнесены к конкретному виду продукции. Например, сырье, материалы, зарплата основных рабочих, амортизация конкретных станков и другие.

**Непрямые затраты** не связаны непосредственно с производственным процессом, их нельзя легко соотносить с определенной продукцией. К таким затратам можно отнести зарплату управленцев, торговых агентов, теплоэнергию, электроэнергию для вспомогательного производства.

**Релевантные затраты** – это затраты, которые зависят от принятия управленческих решений.

Нерелевантные затраты не зависят от принятия управленческих решений. Например, у менеджера предприятия есть выбор: производить нужную деталь к механизму или купить ее. Постоянные затраты на производство детали составляют 35 грн., а купить ее можно за 45 грн. Значит, в данном случае цена поставщика – это релевантные затраты, а постоянные затраты на производство – это нерелевантные затраты.

Проблема, связанная с анализом постоянных затрат на производстве, состоит в том, что необходимо распределить их общую величину на всю номенклатуру продукции. Существует несколько способов такого распределения. Например, сумма постоянных затрат относительно фонда времени дает ставку затрат на 1 час. Если для производства товара необходимо 1/2 часа, а ставка 6 грн. за час, то величина постоянных затрат на производство данного изделия равняется 3 грн.

**Смешанные затраты** включают элементы постоянных и переменных затрат. Например, затраты на оплату электроэнергии, которую используют как для технологических целей, так и для освещения помещений. При анализе необходимо разделять смешанные затраты на постоянные и переменные.

Суммы постоянных и переменных затрат представляют собой общие затраты на весь объем продукции.

**Общие затраты** на производство продукции, работ или услуг можно представить в виде формулы:

$$Z = P_{\text{ост}}Z + ПЗ \times K_0,$$

где **Z** – общие затраты на производство продукции;

**P<sub>ост</sub>Z** – постоянные затраты;

**ПЗ** – удельный вес переменных затрат;

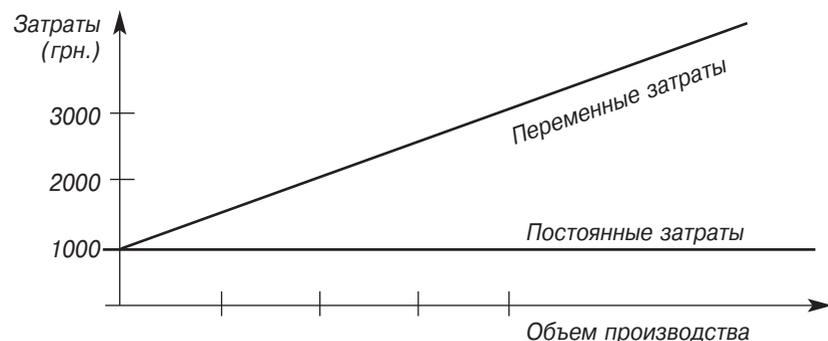
**K<sub>0</sub>** – количество продукции.

Игнорирование особенностей поведения затрат может отрицательно повлиять на бизнес.

**Таблица 3.1.** Поведение переменных и постоянных затрат при изменении объема производства и неизменных других факторах

Объем производства	Переменные затраты		Постоянные затраты	
	Общие	На единицу продукции	Общие	На единицу продукции
Растет	Увеличиваются	Неизменны	Неизменны	Уменьшаются

Поведение постоянных и переменных затрат также можно представить графически.



**Рис. 3.1.** Поведение постоянных и переменных затрат

Поскольку CVP-анализ требует распределения затрат на переменные и постоянные, то при аналитических расчетах необходимо отделять одни затраты от других с помощью промежуточного финансового результата деятельности предприятия. Эту величину называют маржинальным доходом (или валовой маржой).

**Маржинальный доход** – это результат реализации продукции (товаров, услуг) после возмещения переменных затрат

$$\text{МД} = \text{ЧВ} - \text{ПЗ},$$

где **МД** – маржинальный доход;  
**ЧВ** – чистая выручка (без НДС и акцизного сбора);  
**ПЗ** – переменные затраты.

Маржинальный доход является важным источником покрытия постоянных затрат и формирования прибыли. Одной из главных целей финансового менеджмента является максимизация маржинального дохода.

На практике используется множество методов оценки затрат, но наиболее простыми из них являются методы:

- максимума – минимума;
- визуального контроля.

Применение этих методов рассмотрим на примере.

**Пример 3.1.**

За 6 месяцев 2000 г. предприятие "Супер" произвело плоды и понесло при этом следующие затраты (табл. 3.2). Необходимо установить, какие затраты целесообразно предусмотреть в июле 2000 г., используя два метода распределения затрат.

**Таблица 3.2.**

Месяцы	Объем выпуска (шт.)	Себестоимость выпуска (грн.)
Январь	20	1350
Февраль	10	800
Март	30	1500
Апрель	25	1400
Май	19	1000
Июнь	22	1450

Первый метод максимума – минимума наиболее простой, так как из затрат прошедших исследуемых периодов берутся наиболее высокие и наиболее низкие затраты. Наиболее высокий уровень затрат, исходя из данных, приходится на март:

$$1500 = \text{ПостЗ} + \text{ПЗ} \times 30$$

Наиболее низкий уровень затрат приходится на февраль:

$$800 = \text{ПостЗ} + \text{ПЗ} \times 10$$

Чтобы решить систему двух уравнений и найти переменные затраты, отнимем от первого уравнения второе и получим:

$$700 = 0 + \text{ПЗ} \times 20$$

$$\text{ПЗ} = 700/20$$

$$\text{ПЗ} = 35 \text{ грн.}$$

Следовательно, сумма постоянных затрат будет определена в сумме 450 грн.

$$1500 = \text{ПостЗ} + 35 \times 30$$

$$1500 = \text{ПостЗ} + 1050$$

$$\text{ПостЗ} = 450 \text{ грн.}$$

Тогда предвиденные затраты в зависимости от объема выпуска будут:

$$\text{З} = 450 + 35 \times \text{Кв}$$

Второй метод визуального наблюдения позволяет получить разные оценки функции затрат. Он субъективный и, в отличие от предыдущего метода, не ограничивается экстремальными точками. Этот метод имеет недостаток, состоящий в том, что не позволяет определить точность оценки.

Допустим, что предприятие "Супер" в июле планирует увеличить объем выпуска продукции до 35 шт. Используя выше рассмотренные методы, можно подсчитать ожидаемые затраты: метод максимума – минимума –  $450 + 35 \times 35 = 1675$  грн. Метод максимума – минимума предусматривает переменные затраты на каждую дополнительно выпущенную единицу продукции в сумме 35 грн.

### 3.3. Лeverидж и его роль в финансовом менеджменте

Идеальные условия для бизнеса – сочетание низких постоянных затрат с высокой валовой маржой. Операционный анализ позволяет установить наиболее выгодное сочетание переменных и постоянных затрат, цены и объема реализации.

Процесс управления активами, направленный на увеличение прибыли, характеризуется в финансовом менеджменте как лeverидж (рычаг). Это такой процесс, даже незначительное изменение которого приводит к существенным изменениям результативных показателей.

Существуют три вида лeverиджа, которые определяются путем перекомпоновки и детализации статей отчета о финансовых результатах (рис. 3.2.).

#### Взаимосвязь доходов и лeverиджа производственный (операционный) лeverидж

Выручка от реализации (за минусом НДС и акцизов).  
– Затраты на производство реализованной продукции.  
+ Сальдо доходов и затрат от прочей реализации и  
внереализационных операций  
= Валовая прибыль (прибыль до выплаты процентов и налогов).  
– Проценты по кредитам.  
= Прибыль до налогообложения  
– Налог на прибыль и другие обязательные платежи из прибыли.  
= Чистая прибыль

**Рис. 3.2.** Схема взаимосвязи доходов и лeverиджа

**Производственный (операционный) лeverидж** – это потенциальная возможность влиять на валовую прибыль путем изменения структуры себестоимости и объема выпуска продукции. Действие операционного рычага (лeverиджа) проявляется в том, что любое изменение выручки от продажи продукции всегда порождает значительное изменение прибыли. Этот эффект обусловлен разной степенью влияния динамики постоянных и переменных затрат на формирование финансовых результатов при изменении объема производства. Чем выше уровень постоянных затрат, тем больше сила влияния операционного рычага. Сила влияния операционного рычага информирует об уровне предпринимательского риска.

Сила влияния операционного рычага рассчитывается как отношение маржинального дохода к прибыли и показывает, сколько процентов изменения прибыли дает каждый процент изменения выручки от реализации; определяется по формуле:

$$C_{\text{вор}} = \text{МД} / \text{П},$$

где  $C_{\text{вор}}$  – сила влияния операционного рычага;

$\text{МД}$  – маржинальный доход;

$\text{П}$  – прибыль.

#### Пример 3.2.

Руководство предприятия "Технология" имеет намерение за счет роста объемов продаж электротоваров увеличить выручку от реализации на 10% (с 50 000 грн. до 55 000 грн.), не выходя при этом за пределы релевантного периода. Общие переменные затраты составляют для начального варианта 36 000 грн. Постоянные затраты равны 4 000 грн. Можно рассчитать сумму прибыли в соответствии с новым объемом выручки от реализации продукции традиционным методом или с помощью операционного рычага.

##### Традиционный метод:

1. Начальная прибыль равна 10 000 грн. (50 000 – 36 000 – 4 000).
2. Переменные затраты на запланированный объем продукции возрастут на 10%, то есть будут равны 39 600 грн. (36 000 × 1,1).
3. Новая прибыль: 55 000 – 39 600 – 4 000 = 11 400 грн.

##### Метод операционного рычага:

1. Сила влияния операционного рычага: (50 000 – 36 000 / 10 000) = 1,4. Это означает, что 10% роста выручки должны принести прирост прибыли на 14% (10 × 1,4), то есть 10 000 × 0,14 = 1 400 грн.

Значит, имеем одинаковые результаты, используя оба метода.

Сила влияния операционного рычага, как известно, зависит от величины постоянных затрат. Для предприятий, перегруженных громоздкими производственными фондами, высокий уровень операционного рычага представляет значительную угрозу: в условиях экономической нестабильности, падения покупательной способности клиентов и достаточно высокой инфляции каждый процент снижения выручки может обернуться катастрофическим падением прибыли и вхождением предприятия в зону убытков. Менеджмент такого предприятия является заблокированным, то есть лишенным вариантов выбора продуктивных решений. Но все-таки существует выход: сегодня консалтинговые центры Украинской Консалтинговой Сети предлагают курс "Антикризисное управление предприятием", овладев которым финансовые менеджеры смогут найти решение относительно выхода предприятия из кризиса. Этот курс был с успехом опробован в Хмельницком Черновицким Бизнес-центрами и Хмельницким Консалтинговым Центром "Инфо-Лайн". Обучение проходили представители крупных промышленных предприятий Хмельницкого, находящихся сейчас в неблагоприятном финансовом положении. В результате обучения они получили ценные знания и навыки для решения конкретных проблем на своих предприятиях.

**Финансовый лeverидж** – это инструмент, который влияет на прибыль предприятия путем изменения структуры и объемов долгосрочных

пассивов. Действие финансового рычага заключается в том, что предприятие, использующее заемные средства, изменяет чистую рентабельность собственных средств и свои дивидендные возможности. Уровень эффекта финансового рычага указывает на финансовый риск, связанный с предприятием.

Поскольку проценты за кредит относятся к постоянным затратам, то рост в структуре финансовых ресурсов предприятия доли заемных средств сопровождается ростом силы операционного рычага и повышением предпринимательского риска. Категория, обобщающая две предыдущие, носит название производственно-финансовый леверидж, для которого характерна взаимосвязь трех показателей: выручки, затрат производственного и финансового характера и чистой прибыли.

Риски, связанные с предприятием, имеют два основных источника:

1. Само влияние операционного рычага, сила которого зависит от удельного веса постоянных затрат в общей их сумме и определяет степень гибкости предприятия, генерирует предпринимательский риск. Это риск, связанный с конкретным бизнесом в рыночной нише.

2. Неустойчивость финансовых условий кредитования, неуверенность собственников акций в возвращении вложений в случае ликвидации предприятия с высоким уровнем заемных средств, по сути, само действие финансового рычага генерирует финансовый риск.

$$\text{Уровень приведенного эффекта} = \text{Сила влияния операционного рычага} \times \text{Сила влияния финансового рычага}$$

#### Пример 3.3.

Допустим, что для предприятия "Технология", о котором шла речь в примере 3.2, сила влияния финансового рычага равна 1,5. Сила влияния операционного рычага, рассчитанного в примере, равна 1,4. Значит, уровень приведенного эффекта составляет  $1,5 \times 1,4 = 2,1$ . Результат вычисления показывает, на сколько процентов изменится чистая прибыль при изменении выручки от реализации продукции на один процент.

Очень важно то, что соединение мощного операционного рычага с мощным финансовым может выявиться разрушительным для предприятия, так как предпринимательский и финансовый риски взаимно множатся, увеличивая отрицательные эффекты. Таким образом, задача по снижению совокупного риска, связанного с предприятием, сводится, главным образом, к выбору одного из трех вариантов:

1. Высокий уровень влияния финансового рычага в соотношении со слабой силой влияния операционного рычага.

2. Низкий уровень влияния финансового рычага в соотношении с сильным операционным рычагом.

3. Умеренные уровни влияния финансового и операционного рычагов.

### 3.4. Анализ безубыточности

Операционный анализ часто называют анализом безубыточности. Анализ безубыточности производства является мощным инструментом для принятия управленческих решений. Анализируя данные о безубыточности производства, менеджер может ответить на возникающие вопросы при изменении направления действий, а именно: какое влияние на прибыль будет иметь снижение цены реализации, какой необходим объем продаж для покрытия дополнительных постоянных затрат в связи с предусмотренным расширением предприятия, сколько людей необходимо нанять и т. д. Менеджеру в своей работе постоянно необходимо принимать решения о цене реализации, переменных и постоянных затратах, о приобретении и использовании ресурсов. Если он не сможет сделать достоверный прогноз об уровне прибылей и затрат, его решения могут принести только вред компании.

Таким образом, цель анализа безубыточности деятельности — установить, что будет с финансовыми результатами, если определен уровень производительности или объем производства изменится.

Анализ безубыточности строится на зависимости между изменениями объема производства и изменениями совокупной прибыли от продаж, затрат и чистой прибыли.

Под точкой безубыточности понимается такая точка объема продаж, при которой затраты равны выручке от реализации всей продукции, то есть нет ни прибыли, ни убытка.

Для расчета точки безубыточности можно использовать 3 метода:

- уравнения;
- маржинального дохода;
- графического изображения.

Применение этих методов рассмотрим на примере.

#### Пример 3.4.

Предприятие "Мир канцелярии" планирует продавать ручки на рынке. Покупает эти ручки предприятие по цене 0,40 грн. за единицу, а планирует продавать по цене 0,80 грн. за каждую. Одновременно за месяц предприятие платит за место на рынке 90 грн. Сколько необходимо ручек продать, чтобы достигнуть критической точки?

Метод уравнения основывается на использовании для расчета формулы:

$$П = В - ПЗ - П_{остЗ},$$

где **П** – прибыль;  
**В** – выручка;  
**ПЗ** – переменные затраты;  
**П<sub>остЗ</sub>** – постоянные затраты

или

$$П = (Ц \times K_0) - (ПЗ \times K_0) - П_{остЗ},$$

где **Ц** – цена за единицу;  
**К<sub>0</sub>** – количество единиц.  
Обозначим через **Z** количество единиц, которые необходимо про-  
дать, чтобы достигнуть критической точки.

$$0,8Z - 0,4Z - 90 = 0$$

$$0,4Z = 90$$

$$Z = 90/0,4 = 225 \text{ ед.}$$

Метод маржинального дохода.

**Маржинальный доход** – это выручка, уменьшенная на сумму пе-  
ременных затрат. Маржинальный доход на единицу равен цене за мину-  
сом удельного веса переменных затрат.

$$Мд = 0,8 - 0,4 = 0,4 \text{ грн.}$$

$$Тб = \text{ПостЗ}/Мд,$$

где **Тб** – точка безубыточности;  
**Мд** – маржинальный доход;  
**Тб** = 90/0,4 = 225 единиц

Графический метод:

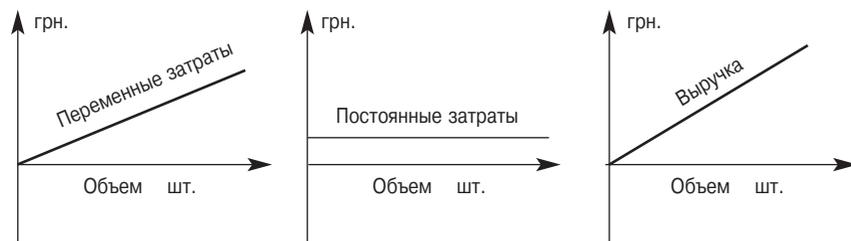


Рис. 3.3. Составляющие графического метода

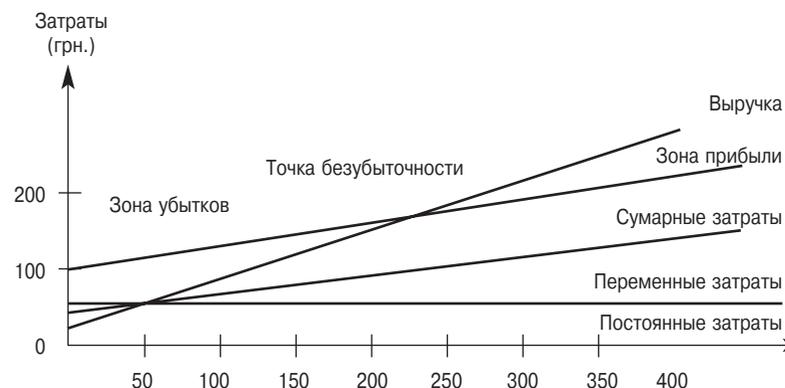


Рис. 3.4. График анализа поведения затрат, прибыли и объема продаж (CVP)

Выручка и переменные затраты изменяются прямо пропорцио-  
нально относительно физического объема, в то время как постоянные  
затраты неизменны при любом объеме в пределах релевантного пе-  
риода.

### 3.5. Порог рентабельности, запас финансовой устойчивости

Расчет точки безубыточности связан с расчетом запаса финансо-  
вой устойчивости, то есть выясняет, как далеко "убегает" запланирован-  
ная выручка от точки безубыточности (**порога рентабельности**).

**Запас финансовой устойчивости** – это превышение фактической  
чистой выручки над точкой безубыточности.

$$ЗФУ = ЧВ - Тб,$$

где **Тб** – точка безубыточности.

С помощью этого показателя можно спрогнозировать прибыль.

$$П = ЗФУ \times К_{мд},$$

где **К<sub>мд</sub>** – коэффициент маржинального дохода. Он рассчитывается  
как частное от деления маржинального дохода на чистую выручку.

$$К_{мд} = Мд/ЧВ$$

**Таблица 3.3.** Расчет точки безубыточности, запаса финансовой устойчивости, прибыли и силы влияния операционного рычага

Показатели	Условные обозначения
1. Чистая выручка	ЧВ
2. Переменные затраты	ПЗ
3. Маржинальный доход	МД
4. Коэффициент маржинального дохода (МД / ЧВ)	Кмд
5. Процент маржинального дохода (МД/ЧВ) x 100%	
6. Постоянные затраты ПостЗ	% МД
7. Точка безубыточности (порог рентабельности)(ПостЗ/Кмд)	Тб
8. Запас финансовой устойчивости (в ден. ед.)	ЗФС (ден. ед.)
9. Запас финансовой устойчивости (%) (Тб/ЧВ) x 100%	ЗФУ (%)
10. Прибыль (ЗФУ x Кмд)	П
11. Сила влияния операционного рычага (МД/П)	СВОР

С увеличением выручки сила влияния операционного рычага слабеет, а запас финансовой устойчивости растет, а при уменьшении выручки – обратная картина.

В реальной жизни очень часто возникают ситуации, которые влияют на финансовый результат. Имеется в виду изменение объема производства продукции, товарооборота, затрат и т.д. С этой целью менеджерами используется *анализ чувствительности*. Инструментом анализа чувствительности является *маржа безопасности*, то есть величина выручки, которая находится за критической точкой. Ее сумма показывает, до какого предела может упасть выручка, чтобы избежать убытков.

**Пример 3.5.**

Допустим, что фирма "Мир канцелярии", торгующая ручками, берет их не по цене 0,40 грн. за единицу, а по 0,60 грн., и продаст по цене 0,80 грн. В этом случае удельный маржинальный доход упадет с 0,40 грн. до 0,20 грн., а точка безубыточности (порог рентабельности) поднимется в 2 раза.

Величина переменных затрат зависит от объема продаж. В случае, когда уменьшается объем продаж, как правило, уменьшаются отпускные цены и увеличиваются коммерческие затраты, в то же время делается попытка повысить производительность труда, заготовить материалы по более низким ценам, усилить контроль за затратами. Постоянные затраты также не находятся в статическом состоянии. Из-за этого менеджер непрерывно анализирует поведение затрат и периодически определяет критическую точку. Финансовый результат в значительной степени зависит от объема продаж.

Хмельницкий Консалтинговый Центр "Инфо-Лайн", который имеет опыт в проведении анализа безубыточности для фармацевтических предприятий Хмельницкого, хочет дать *полезный совет менеджерам* – будьте

осторожны при проведении CVP-анализа! Поскольку не всегда сбываются первоначальные предположения, то при изменении условий возникает и вероятность изменения критической точки и допустимой прибыли.

### 3.6. Управление ассортиментом продукции

Решая вопрос о том, какому из изготовленных товаров отдать предпочтение, а производство какого товара сократить, менеджеру необходимо учесть, что:

- чем больше валовая маржа, то есть чистая выручка предприятия после возмещения переменных затрат, тем больше масса и благоприятнее динамика прибыли;
- производство и продажа товаров всегда связаны с какими-то ограничивающими факторами, зависящими от характера самого бизнеса и особенностей внешней среды.

Границы возможностей предприятия могут быть очерчены объемом его основных производственных мощностей, возможностями использования живого труда, источниками сырьевой базы, вместительностью рынка сбыта, степенью напряженности конкурентной борьбы, величиной рекламного бюджета и т.п. Но наиболее жесткий ограничивающий фактор – время.

Практика бизнеса подтверждает то, что выбор приобретенного товара с помощью критерия "максимальный коэффициент валовой маржи к единице продукции (соотношение маржинального дохода к чистой выручке) – максимальная прибыль" может привести к серьезным просчетам. К сожалению, даже опытные финансовые аналитики нередко ошибаются и получают прямые убытки вместо ожидаемого максимума прибыли. Необходимо объединить два вышеназванных принципа, основывая свой выбор на критерии "максимальная валовая маржа и факторы ограничения (о которых вспоминалось выше) – максимальная прибыль".

**Пример 3.6.**

Предприятие "Рось" изготавливает рубашки и брюки. В прогнозируемом периоде может быть отработано 20 000 человеко-часов. При этом за один человеко-час есть возможность пошить или одну рубашку, или три пары брюк.

**Таблица 3.4.**

Показатель	Рубашки	Брюки
Цена реализации (грн.)	15	20
Переменные затраты на ед. продукции (грн.)	6	16
Валовая маржа на ед. продукции	9	4
Коэффициент валовой маржи на ед. продукции	0,6	0,2

Менеджеру необходимо решить, какой из товаров целесообразнее изготавливать предприятию. Ответ сводится к определению того товара, который за 20 000 человеко-часов принесет предприятию максимальную валовую маржу, а значит, прибыль.

Рассчитаем величину валовой маржи на 1 человеко-час:

на рубашки 9 грн. x 1 рубашка = 9 грн.  
на брюки 4 грн. x 3 пары брюк = 12 грн.

Соответственно, за 20 000 человеко-часов:

рубашки 20 000 x 9 грн. = 180 000 грн. валовой маржи  
брюки 20 000 x 12 грн. = 240 000 грн. валовой маржи.

Таким образом, целесообразнее предприятию "Рось" изготавливать не рубашки с большим коэффициентом валовой маржи на единицу изделия, как это видно из показателей таблицы 3.4, а брюки – с большей суммой валовой маржи на человеко-час. Менеджер, приняв такое решение, учел наряду с другими и ограничивающий фактор (возможности использования живого труда).

В финансовом менеджменте предприятия также необходимо учитывать основные этапы теории жизненного цикла товара. В ассортиментной политике необходимо учитывать следующие обстоятельства:

1. Разная эластичность спроса определяет разные типы поведения покупателей при изменении цены на товар. Поэтому динамика выручки от реализации также зависит от уровня эластичности спроса.

2. Финансовые цели предприятия на разных этапах жизненного цикла товара разные. На этапе разработки нового товара предприятие заботится о поддержании своей безубыточности в целом. Затраты на разработку покрываются прибылью от продажи более зрелых товаров. На этапах выведения товара на рынок и роста продаж главная финансовая цель предприятия – это неуклонное увеличение прибыли. При этом необходимо учитывать, что большая прибыль оборачивается большим налогом на прибыль. После перехода порога рентабельности при стремительных темпах наращивания прибыли становится опасной большая сила влияния операционного рычага, много проблем может доставить рост дебиторской задолженности, что может привести к замедлению оборачиваемости средств и возникновению угрозы неплатежеспособности предприятия. На этапе зрелости товара предприятие поддерживает достаточную массу прибыли за счет сокращения затрат (в основном, постоянных), сила влияния операционного рычага, как правило, снижается. На этапе насыщения рынка и падения спроса для поддержания прибыльности необходимо еще более значительное сокращение за-

трат – главным образом, переменных, однако не следует ослаблять внимание и к поведению постоянных затрат.

3. Определяя ассортиментную политику предприятия, лучше опеределять набор товаров, доходы от которых имеют разнонаправленную динамику. Тогда капризы спроса меньше будут сказываться на совокупной прибыли.

4. Исключать из ассортимента в первую очередь следует товары, приносящие незначительную прибыль, так как увеличение доли этой продукции даст превышение прироста затрат над приростом дохода.

### 3.7. Бюджет предприятия

Несмотря на сложные экономические условия, в которых находятся предприятия сегодня (нехватка оборотных средств, налоговый пресс, неуверенность в завтрашнем дне и другие факторы), все же каждое предприятие должно иметь стратегический финансовый план, бюджет на определенный период: месяц, квартал, год и более, для чего на предприятии следует внедрить систему бюджетирования.

**Бюджетирование** – это процесс планирования будущей деятельности предприятия и оформление его результатов в виде системы бюджетов.

**Цели** бюджетирования состоят в следующем:

- обеспечение текущего планирования;
- обеспечение координации, кооперации и коммуникации между подразделениями предприятия;
- заставить менеджеров количественно обосновывать их планы;
- обоснование затрат предприятия;
- образование базы для оценки и контроля планов предприятия;
- исполнение требований законов и контрактов.

Система бюджетирования на предприятии базируется на концепции центров и учета ответственности. **Центр ответственности** – это сфера деятельности, в пределах которой установлена персональная ответственность менеджера за показатели деятельности, которые он обязан контролировать. **Учет ответственности** – система учета, обеспечивающая контроль и оценку деятельности каждого центра ответственности. Создание и функционирование системы учета по центрам ответственности предусматривает:

- определение центров ответственности;
- составление бюджета для каждого центра ответственности;
- регулярное составление отчетности об исполнении;
- анализ причин отклонений и оценка деятельности центра.

На предприятии, как правило, существует три типа центров ответственности: центр затрат, руководитель которого отвечает за затраты, влияет на них, но не влияет на доходы подразделения, объем капиталовложений и не отвечает за них; центр прибыли, руководитель которого несет ответственность не только за затраты, но и за доходы, финансовые результаты; центр инвестиций, руководитель которого контролирует затраты, доходы, финансовые результаты, а также инвестиции.

Для правильного определения ответственности следует правильно распределить затраты предприятия на те, которые подлежат контролю и не подлежат. Для этого применяются **нормативные затраты (нормативы)**, которые устанавливаются для определенных условий деятельности и являются целевым уровнем затрат и основой для их сравнения. В учете под нормативами понимают финансовые затраты на единицу продукции. Разница между бюджетами и нормативами состоит в том, что нормативы определяются на единицу, а бюджеты на общий объем, а в конечном итоге составляются на основе нормативных затрат. Учет ответственности на основе нормативных затрат показан на рисунке:



**Рис. 3.5.** Учет ответственности на основе нормативных затрат

Существует пять основных типов нормативов:

- "Базовые" стандарты – не корректируются после их определения, если не происходит существенных изменений в технических характеристиках продукции или процессе производства;
- "Текущие" стандарты – определяют величину затрат средств

для данного периода времени. Предусматривают постоянную корректировку на основе изменения технических условий, цен и тарифов;

- "Идеальные" стандарты – включают в себя нормативы только тех элементов затрат и на том уровне, которые принимаются и возникают в оптимальных условиях производства при наиболее благоприятных ценах;

- "Мотивирующие" стандарты – их можно выдерживать, если прилагать разумные усилия в нормальных производственных условиях. Такие нормативы должны давать возможность "напрягаться".

- "Реальные" стандарты – определяют нормативные затраты, которые можно ожидать при данных вероятных условиях функционирования производства.

Процесс подготовки основного бюджета предприятия можно разделить на две части: составление операционного бюджета и финансового бюджета. А они, в свою очередь, составляются из множества функциональных бюджетов, дающих возможность отслеживать состояние дел во всех подразделениях. Основные из функциональных бюджетов следующие:

- **Бюджет продаж.** Содержит информацию о запланированном объеме продаж, цене и ожидаемом доходе от реализации каждого вида продукции. Центром ответственности является отдел маркетинга. Факторы, влияющие на прогнозирование этого бюджета, следующие: объем продаж прошедших периодов, производственные мощности, зависимость от общэкономических показателей, относительная прибыльность рынка, рекламная кампания, ценовая политика, конкуренция, сезонные колебания и т.д.

- **Бюджет производства.** Это производственная программа, определяющая запланированную номенклатуру и объем производства продукции в бюджетном периоде. Для прогнозирования этого бюджета используется формула:

$$\text{Объем производства} = \text{Объем продаж} + \text{необходимый запас готовой продукции на конец периода} - \text{запас готовой продукции на начало периода.}$$

- **Бюджет затрат на оплату труда.** Плановый документ, в котором определяются затраты на оплату труда, необходимые для производства товаров или услуг за бюджетный период. Он подготавливается исходя из бюджета производства, данных относительно производительности труда и ставок оплаты труда основного производственного персонала.

- **Бюджет производственных накладных затрат.** Определяет накладные затраты, связанные с производством продукции или услуг в бюджетном периоде. В нем прогнозируется объем всех затрат, связанных с производством продукции, за исключением затрат на прямые материалы и затрат на оплату труда.

# 4 Анализ финансового состояния предприятия

– **Бюджет затрат на реализацию и управление.** Документ, в котором приводятся затраты, связанные со сбытом продукции в бюджетном периоде. Он прогнозирует ожидаемые затраты на управление и обслуживание предприятия в целом.

– **Бюджетный отчет о прибыли.** Это форма финансовой отчетности, которая составляется до начала планового периода и отражает результат планируемой деятельности. Он составляется для того, чтобы учесть выплаты налога на прибыль в денежном потоке.

– **Бюджет денежных средств.** Плановый документ, отражающий будущие платежи и поступления денег. Этот бюджет сводит все отрицательные и положительные денежные потоки и обязательно учитывает использование заемных финансовых средств при условии отрицательного денежного потока.

– **Бюджетный баланс.** Это форма финансовой отчетности, которая содержит информацию о будущем состоянии предприятия на конец прогнозного периода. Бюджетный баланс может раскрыть финансовые проблемы, решением которых руководство не планировало заниматься. Бюджетный баланс также является инструментом контроля всех других бюджетов и позволяет делать расчеты разных финансовых показателей.

Это только некоторые из основных бюджетов, составляемых на предприятии.

Работа над основным бюджетом состоит из следующих основных этапов:

- установление общих целей развития предприятия;
- прогнозирование обоснованных объемов продаж;
- конкретизация общих целей и определение задач для каждого отдельного подразделения. Подготовка отделами и подразделениями оперативных бюджетов;
- анализ подготовленных бюджетов вышестоящим руководством и их корректирование;
- подготовка основного бюджета.

Проверкой стратегических и финансовых планов занимается, как правило, бюджетный комитет предприятия, состоящий из менеджеров. Кроме тщательной проверки планов, комитет дает рекомендации, устраняет расхождения и вносит корректировки в деятельность компании.

На основании всего вышесказанного можно сделать вывод, что внедрение бюджетирования позволит предприятию сэкономить финансовые ресурсы, сократить непроизводительные затраты, достигнуть гибкости в управлении и контроле за себестоимостью продукции.

## 4.1. Цели и методы анализа

Анализ финансового состояния имеет две основные цели:

- оценить прошедшую финансово-хозяйственную деятельность предприятия;

- подготовить информацию, необходимую для прогнозирования.

Цели анализа могут быть достигнуты в результате решения взаимосвязанного набора аналитических задач:

- определение финансового состояния предприятия на момент проведения анализа;

- выявление тенденций и закономерностей развития предприятия;

- определение "узких" мест, которые отрицательно влияют на финансовое состояние предприятия;

- выявление резервов, которые предприятие может использовать для улучшения финансового состояния.

Результаты финансового анализа используются:

- администрацией для принятия управленческих решений;

- внешними пользователями (банками – для определения кредитоспособности предприятия, потенциальными инвесторами – для определения целесообразности инвестиций, профессиональными участниками фондового рынка – для определения цены акций и т.д.).

Финансовый менеджер должен в совершенстве владеть методами финансового анализа, поскольку он отвечает перед руководством предприятия за:

- рекомендации по принятию решений;

- финансовый анализ контрагентов по деловым операциям;

- "финансовый имидж" предприятия.

Для анализа финансового состояния используется система взаимосвязанных показателей, базирующихся на данных бухгалтерской и статистической отчетности предприятия. Такой анализ иногда называют внешним, поскольку он ориентируется только на публичную отчетность предприятия. Достоверность выходных данных определяет ценность показателей, по которым ведется расчет.

Основное содержание внешнего анализа состоит из:

- анализа абсолютных показателей прибыли;

- анализа относительных показателей прибыли;

- анализа финансовой устойчивости и ликвидности баланса;
- анализа эффективности использования привлеченного капитала.

Финансовый менеджер должен выбрать систему показателей, которые помогут ему с достаточной степенью точности оценить текущие и стратегические возможности фирмы.

Основными методами анализа отчетности являются:

- чтение отчетности;
- горизонтальный анализ;
- вертикальный анализ;
- трендовый анализ;
- расчет финансовых коэффициентов.

*Чтение отчетности как один из методов анализа* – это изучение абсолютных показателей, представленных в отчетности. С помощью этого метода анализа отчетности определяют имущественное состояние предприятия, его краткосрочные и долгосрочные инвестиции, вложения в физические активы, источники формирования собственного капитала и заемных средств, оценивают связи предприятия с поставщиками и покупателями, финансово-кредитными организациями, оценивают доход от основной деятельности и прибыль текущего года.

*Горизонтальный анализ* позволяет определить абсолютные и относительные изменения разных статей отчетности в сравнении с предыдущим годом, полугодием, кварталом.

*Вертикальный анализ* проводится с целью выявления удельного веса отдельных статей отчетности в общем итоговом показателе, который принимается за 100% (например, удельный вес дебиторской задолженности в общем итоге валюты баланса).

*Трендовый анализ* представляет собой определение основной тенденции развития во времени (тренда) показателей отчетности. В наиболее простом случае он может базироваться на расчете относительных отклонений показателей отчетности за ряд лет (периодов) от уровня базисного года (периода), для которого все показатели принимаются за 100%.

*Финансовые коэффициенты* отражают финансовые пропорции между различными статьями отчетности. Преимуществом финансовых коэффициентов является простота расчетов. Суть метода состоит, во-первых, в расчете соответствующего показателя и, во-вторых, в сравнении этого показателя с какой-либо базой, например:

- общепринятыми стандартными параметрами;
- среднеотраслевыми показателями;
- аналогичными показателями предыдущих лет (периодов);

- показателями предприятий-конкурентов;
- какими-либо другими показателями анализируемой фирмы.

Для финансового менеджера финансовые коэффициенты имеют особое значение, поскольку они являются основой для оценки его деятельности внешними пользователями отчетности, чаще всего акционерами и кредиторами. Поэтому, принимая какое-либо решение, финансовый менеджер должен оценить влияние этого решения на наиболее важные финансовые коэффициенты.

Анализ финансовой отчетности не позволяет делать категоричные выводы, он только ориентирует пользователя информации на оценку финансового состояния предприятия и определение его узких мест.

## 4.2. Анализ финансовой отчетности предприятия

Главным предназначением финансовой отчетности предприятия является получение информации, которая дает достоверное и полное представление об имущественном и финансовом состоянии компании. К сожалению, до последнего времени финансовая отчетность украинских предприятий не отвечала этим требованиям. Дело в том, что среди практикующих работников финансово-бухгалтерских служб существовала точка зрения, что основной, если не единственной, целью составления бухгалтерской отчетности является ее предоставление в государственные контролирующие органы. Исходя из этого основным требованием к составлению отчетности было отражение информации таким образом, чтобы, не нарушая принципов существующего налогового законодательства, минимизировать налоговую базу. Это приводило к тому, что информация бухгалтерской отчетности была "непрозрачной" и не могла использоваться в полной мере для принятия управленческих и инвестиционных решений. Изменить эту ситуацию и было призвано введение с 01.01.2000 г. национальных стандартов бухгалтерского учета (НСБУ). Они как раз определяют правила составления финансовой, а не налоговой отчетности. Принципиальным в их введении является также то, что изменяется адресность финансовой отчетности в соответствии с НСБУ: она, в первую очередь, должна обеспечивать наличных и потенциальных инвесторов, кредиторов, акционеров информацией, необходимой для принятия решений в сфере инвестирования капитала, условий кредитования, принятия стратегических решений в деятельности и политике компании.

Хмельницкий Консалтинговый Центр "Инфо-Лайн", начиная с 1999 г., работает над решением проблем трансформации финансовой от-

четности предприятий Хмельницкого в соответствии с НСБУ, а также и МСБУ (международные стандарты бухгалтерского учета). На сегодняшний день Центр имеет успешный опыт в проведении трансформации финансовой отчетности, а также в обучении работников финансово-бухгалтерских служб более 120 предприятий региона по внедрению НСБУ.

Сейчас, в соответствии с НСБУ, для принятия экономических решений к составу финансовой отчетности, которая полностью характеризует финансовое состояние предприятия, относятся:

- баланс;
- отчет о финансовых результатах;
- отчет о движении денежных средств;
- отчет о собственном капитале;
- примечания к отчетам.

Такие компоненты финансовой отчетности, как баланс, отчет о финансовых результатах, отчет о собственном капитале и отчет о движении денежных средств, состоят из статей, которые объединены в соответствующие разделы.

**Таблица 4.1.** Назначение основных компонентов финансовой отчетности

Компоненты финансовой отчетности	Содержание	Использование информации
Баланс	Наличие экономических ресурсов, которые есть на предприятии на дату баланса	Оценка структуры ресурсов предприятия, их ликвидности и платежеспособности предприятия. Прогнозирование будущих потребностей в ссудах.
Отчет о финансовых результатах	Доходы, затраты и финансовые результаты деятельности предприятия за отчетный период	Оценка и прогноз прибыльности деятельности предприятия и структуры доходов и затрат
Отчет о собственном капитале	Изменения в составе собственного капитала предприятия на протяжении отчетного периода	Оценка и прогнозирование изменений в собственном капитале
Отчет о движении денежных средств	Получение и использование денежных средств на протяжении отчетного периода	Оценка и прогноз движения денежных средств от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия
Примечания	Выбранная учетная политика. Информация, не приведенная в отчетах, но обязательная для принятия решений. Дополнительный анализ статей отчетности, необходимый для их понимания	Оценка и прогноз: учетной политики предприятия; рисков или неопределенности, его ресурсов и обязательств; деятельности подразделений предприятий

Следует помнить, что для того, чтобы оценить эффективность деятельности компании, необходимо выявить и объяснить взаимосвязь между компонентами финансовых отчетов.

Двумя наиболее распространенными методами анализа финансовой информации являются: **вертикальный анализ** и **анализ коэффициентов**.

При вертикальном анализе компоненты финансового отчета сопоставляются с общей суммой. Это происходит, например, тогда, когда данные статей выражены в процентах к общей сумме относительно активов и доходов. Такая информация очень полезна, потому что позволяет руководству сразу же увидеть возможные проблемы, такие, например, как непропорциональное возрастание стоимости реализованной продукции в процентном выражении относительно к доходу (выручке) или дебиторской задолженности по отношению к общей сумме активов.

Для получения более полной информации о финансовом состоянии предприятия применяют также анализ коэффициентов, которые исследуют взаимосвязь между компонентами финансовых отчетов. Существуют 15 основных финансовых коэффициентов, принадлежащих к четырем категориям: коэффициенты прибыльности или рентабельности; коэффициенты оборачиваемости активов (показатели деловой активности); коэффициенты ликвидности и коэффициенты структуры капитала. Первые две категории коэффициентов используются для оценки всей деятельности компании, две последние – для измерения степени риска компании. Пояснения и назначения этих коэффициентов приведены в табл. 4.2.

**Таблица 4.2.**

Коэффициент	Числитель	Знаменатель	Назначение
<b>Коэффициенты рентабельности:</b> Рентабельность продаж	Чистая прибыль	Доход (выручка)	Определяет полученную чистую прибыль как процент от выручки. Используется для оценки решений, касающихся ценообразования и эффективности основной деятельности.
Рентабельность основных средств и других необоротных активов	Чистая прибыль	Средняя стоимость активов за период	Определяет полученную чистую прибыль как процент от общей суммы активов.
Рентабельность собственного капитала	Чистая прибыль	Средняя стоимость собственного капитала	Используется для оценки прошлых инвестиционных решений. Определяется полученная чистая прибыль как процент от собственного капитала. Представляет собой процент от прибыли, которую получают акционеры.

<b>Коэффициенты оборачиваемости:</b> Оборачиваемость активов	Доход (выручка)	Средняя стоимость активов за период	Определяет потенциал компании по получению дохода при существующих инвестициях и структуре капитала.
Оборачиваемость основных средств	Доход (выручка)	Средняя стоимость основных средств за период	Используется для оценки доходов, полученных за счет капитала, вложенного в основные средства.
Оборачиваемость дебиторской задолженности (в днях)	Средняя стоимость дебиторской задолженности за период	Общий доход (выручка) от продажи за год, деленный на 365 дней	Указывает, сколько дней в среднем нужно компании для сбора задолженностей с покупателей, то есть превращение долга в деньги. Определяет количество дней со средним уровнем продаж, на которое хватит существующего уровня запасов при сохранении их структуры.
Оборачиваемость запасов (в днях)	Средняя стоимость запасов за период	Общая стоимость реализованной продукции за год, деленная на 365 дней	Определяет среднюю продолжительность времени превращения сырья в деньги, то есть продолжительность производственно-коммерческого цикла
Оборачиваемость оборотных средств (в днях)	Средняя стоимость оборотных средств за период	Общий доход (выручка) за год, деленный на 365 дней	
<b>Коэффициенты ликвидности:</b> Коэффициент адекватности текущих активов	Текущие активы	Текущие обязательства	Используется для оценки способности компании выполнять свои текущие обязательства за счет текущих активов, а также для оценки уровня оборотных средств.
Коэффициент моментальной ликвидности	Ликвидные активы	Текущие обязательства	Используется для оценки способности компании выполнять текущие обязательства за счет денежных средств и других легко реализуемых активов.
Коэффициент покрытия процентов платежей	Прибыль до вычитания процентов и налогов	Процентные платежи	Определяет, во сколько раз прибыль компании выше, чем ее процентные платежи. Определяет уровень защиты кредиторов от возможности невыплаты процентов по кредитам.
Коэффициент адекватности денежных средств	Денежные средства от основной деятельности	Средняя стоимость текущих обязательств за период	Определяет возможность выполнять текущие обязательства за счет денежных средств, полученных от основной деятельности.

<b>Структура капитала:</b> Коэффициент финансовой зависимости	Средняя стоимость активов за период	Средняя стоимость собственного капитала за период	Определяет отношение стоимости всех активов компании к сумме активов, финансируемых за счет собственного капитала.
Коэффициент адекватности капитала	Средняя стоимость собственного капитала	Средняя стоимость собственного капитала за период	Определяет, какой процент активов финансируется за счет инвестиций собственников.
Соотношение заемных и собственных средств	Средняя стоимость задолженности за период	Средняя стоимость собственного капитала за период	Определяет соотношение общей задолженности и собственного капитала.

*Пример 4.1.*

Применение финансовых коэффициентов для анализа хозяйственной деятельности рассмотрим на примере показателей рентабельности, позволяющих дать ответ на вопрос: куда лучше вложить капитал.

Следовательно, для предприятия "Промпласт" имеем следующие показатели, рассчитанные в динамике на основании данных финансовой отчетности за 1999 г.:

1. Рентабельность собственного капитала:

**РСК = Чистая прибыль × 100 / Средняя стоимость собственного капитала**

$$\text{на 1.01.99. : РСК} = \frac{1463,5}{(5511,2 + 5782,2):2} \times 100 = 46,8\%$$

$$\text{на 1.04.99. : РСК} = \frac{363,4}{(4443,9 + 4826,0):2} \times 100 = 7,8\%$$

$$\text{на 1.07.99. : РСК} = \frac{657,3}{(4443,9 + 4985,4):2} \times 100 = 13,9\%$$

$$\text{на 1.10.99. : РСК} = \frac{651,0}{(4443,9 + 4774,7):2} \times 100 = 14,1\%$$

$$\text{на 1.01.00. : РСК} = \frac{1335,8}{(4443,9 + 3792,6):2} \times 100 = 32,4\%$$

Как видим, эффективность использования собственного капитала постоянно растет на протяжении года, хоть и не достигает значения, которое было в начале года.

2. Рентабельность основных средств и других внеоборотных активов:

**РОС = Чистая прибыль × 100 / Средняя стоимость активов**

$$\text{на 1.01.99. : РОС} = \frac{1463,5}{(247,9 + 1769,4):2} \times 100 = 145,1\%$$

$$\text{на 1.04.99. : РОС} = \frac{363,4}{(1769,4 + 1838,0):2} \times 100 = 19,6\%$$

$$\text{на 1.07.99. : РОС} = \frac{657,3}{(1769,4 + 1830,4):2} \times 100 = 36,5\%$$

$$\text{на 1.10.99. : РОС} = \frac{651,0}{(1769,4 + 1789,2):2} \times 100 = 36,6\%$$

$$\text{на 1.01.00. : РОС} = \frac{1335,8}{(1769,4 + 1981,0):2} \times 100 = 71,2\%$$

Рост этого коэффициента на протяжении года свидетельствует об увеличении мобилизации средств.

3. Рентабельность продаж:

РП = Чистая прибыль / Доход (Выручка от реализации)

$$\text{на 1.01.99. : РП} = \frac{1372,0}{9877,0} \times 100 = 13,6\%$$

$$\text{на 1.04.99. : РП} = \frac{353,4}{2072,1} \times 100 = 17,1\%$$

$$\text{на 1.07.99. : РП} = \frac{657,3}{3934,0} \times 100 = 16,7\%$$

$$\text{на 1.10.99. : РП} = \frac{651,0}{5911,6} \times 100 = 11,0\%$$

$$\text{на 1.01.00. : РП} = \frac{1335,8}{8233,7} \times 100 = 16,2\%$$

Как видим, этот показатель имеет тенденцию к росту на конец года, что может быть следствием увеличения спроса на продукцию данного предприятия.

Динамика изменения показателей рентабельности представлена на рис. 4.1.

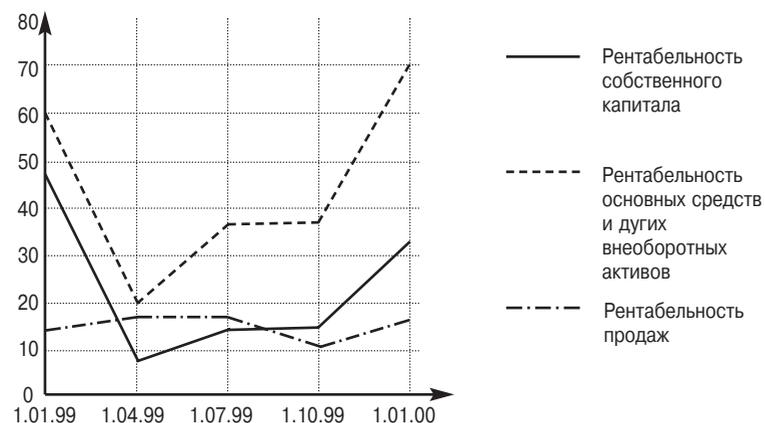


Рис. 4.1. Динамика показателей рентабельности за 1999 г.

Финансовому менеджеру следует помнить, что никакой финансовый анализ не может считаться полным, если он состоит из одних цифр. Количественный анализ обязательно должен сочетаться с рассмотрением всех проблем, влияющих на деятельность предприятия, ведь изменение уровня цен, доступности сырья и материалов, процентные ставки могут иметь для фирмы очень важные последствия. Не менее важным является учитывание конкуренции и уровня инфляции.

Следовательно, качественный анализ должен предшествовать количественному, поскольку только в таком сочетании можно определить круг проблем и показателей, представляющих наибольший интерес для компании, и предотвратить возможность банкротства. Своевременное предвидение такой возможности предоставляет шанс использовать необходимые средства, чтобы избежать или смягчить последствия такой ситуации.

Прогнозирование вероятности банкротства выполняют также с помощью коэффициентного анализа.

Существуют и другие признаки кризисной ситуации в компании:

- падение рыночной стоимости акций фирмы;
- неспособность погашения просроченных обязательств;
- высокий уровень конкуренции и вызванное ею падение цен на продукцию без существующей возможности снизить уровень затрат производства.

Для предотвращения банкротства осуществляют, прежде всего, следующие шаги:

- избавляются от убыточной продукции и нерентабельных структурных подразделений;
- разрабатывают и осуществляют программу сокращения затрат;
- улучшают управление активами.

Вторым направлением работы по предотвращению кризисных ситуаций является проведение правильной маркетинговой политики.

И, наконец, третье направление – это обеспечение быстрой оборачиваемости капитала. Одной из наиболее распространенных причин небольшой прибыли у предприятий есть неподвижность значительной суммы средств. Много оборудования не используется, большие запасы сырья и т.д. Это бездейственный капитал. Поскольку суть бизнеса – это обмен, то норма прибыли больше зависит от скорости продаж, чем от высокой цены. Поэтому завышение цены – прямой путь к банкротству, а более высокая скорость оборота капитала позволяет избежать его.

Черновицким Бизнес-центром, членом УКС, разработана эффективная методика антикризисного управления и тренинг "Антикризисное управление" для предприятий, нуждающихся в эффективных методах управления в кризисных ситуациях.

#### 4.3. Стоимость предприятия

Общую стоимость предприятия часто необходимо определить, когда рассматривается возможность его покупки, продажи, а также чтобы установить изменение его стоимости во времени. Такая оценка также может использоваться, когда предприятие в целях реорганизации

# 5 Инвестиции и их оценка

## 5.1. Инвестирование капитала и его виды

Финансовые ресурсы предприятия используются для финансирования текущих затрат и инвестиций.

**Инвестиции** – это использование финансовых ресурсов в форме долгосрочных вложений капитала (капиталовложений)

Инвестиции могут быть рискованными (венчурными), прямыми, портфельными.

**Венчурный капитал** представляет собой инвестиции в форме выпуска новых акций, которые осуществляются в новых сферах деятельности, связанных с большим риском. Рискованное вложение капитала обусловлено необходимостью финансирования быстро развивающихся предприятий. Чаще всего это происходит в отраслях новых технологий.

**Прямые инвестиции** – вложения в уставный капитал компании с целью получения прибыли и права на участие в управлении этой компанией.

**Портфельные инвестиции** связаны с формированием портфеля и представляют собой приобретение ценных бумаг и других активов. *Портфель* – это совокупность собранных вместе различных инвестиционных инструментов для достижения инвестиционной цели вкладчика.

Принципами формирования инвестиционного портфеля являются безопасность и прибыльность вложений, их рост и ликвидность.

Методом снижения риска значительных потерь является **диверсификация** портфеля, то есть покупка определенного числа различных ценных бумаг. Минимизация риска может быть достигнута за счет включения в портфель ценных бумаг широкого круга отраслей, не связанных между собой. Это делается для того, чтобы избежать синхронности циклических колебаний их деловой активности. Оптимальное количество – 8–20 разных видов ценных бумаг. При покупке акций и облигаций одного акционерного общества инвестору следует исходить из принципа финансового левериджа, который представляет собой соотношение между облигациями и привилегированными акциями, с одной стороны, и обычными акциями с другой:

$$Л = [O + A_1] / A_2,$$

где **Л** – уровень левериджа;  
**O** – сумма выпуска облигаций;

своей внутренней структуры освобождается от некоторых подразделений или направлений деятельности. Независимо от формы продажи, покупки или реорганизации и покупателю, и продавцу необходимо знать достоверную рыночную стоимость предприятия. В то же время и собственник, и менеджеры заинтересованы в росте стоимости компании, даже если пока не стоит вопрос о ее продаже или слиянии, ведь это даст возможность привлечь дополнительные инвестиции.

Решая вопрос о ликвидации или реорганизации предприятия, сравнивают его рыночную стоимость с ликвидационной. Если ликвидационная стоимость предприятия больше его рыночной стоимости, то выгоднее ликвидировать предприятие. Если же компания больше стоит как действующее предприятие, то встает вопрос о реорганизации. Будущие доходы и затраты тогда необходимо спрогнозировать.

**Стоимость предприятия** представляет собой текущую стоимость чистых денежных потоков.

*Основные этапы расчета:*

- прогнозируется объем и стоимость продажи;
- анализируются условия хозяйствования, чтобы спрогнозировать чистые денежные потоки;

$$\text{чистый денежный поток} = \text{чистая прибыль} + \text{амортизационные отчисления}$$

- определяется дисконтная ставка (ставка капитализации, средневзвешенная стоимость капитала), которая будет применяться к спрогнозированным чистым денежным потокам;
- определяется чистая текущая стоимость (NPV) денежных потоков, подобно тому, как это делается в инвестиционном анализе.

Эта чистая текущая стоимость денежных потоков и есть экономическая стоимость предприятия

На четвертом этапе могут иметь место две основные ситуации:

- Если чистые денежные потоки одинаковы каждый год, применяется формула

$$ЭС = \frac{\text{ежегодный чистый денежный поток}}{\text{средневзвешенная стоимость капитала}},$$

где средневзвешенная стоимость капитала (СВК) рассчитывается по методике, описанной в п. 2.4.

- Когда чистые денежные потоки равномерно увеличиваются каждый год, применяется формула:

$$ЭС = \frac{\text{чистый денежный поток } 1\text{-го года}}{(\text{средневзвешенная стоимость капитала} - \text{годовой темп роста денежного потока})}$$

**A<sub>1</sub>** – сумма выпуска привилегированных акций,

**A<sub>2</sub>** – сумма выпуска простых акций.

Финансовый левэридж в этом определении является показателем устойчивости акционерного общества, что отражается и на доходности портфеля инвестиций. Высокий уровень левэриджа – явление опасное.

Решая вопрос о создании портфеля, инвестор должен определить для себя параметры, которыми он будет руководствоваться:

- Выбрать оптимальный тип портфеля, который может быть сориентирован на рост дохода или на рост курсовой стоимости ценных бумаг.
- Оценить соответственно к себе соотношение риска и дохода.
- Определить начальный состав портфеля (консервативный или агрессивный).
- Выбрать схему дальнейшего управления портфелем.

Инвестирование капитала требует учета процесса инфляции и дефляции. Последняя связана с падением цен, что тоже опасно для экономики. В Украине кредиторы уже научились учитывать в условиях предоставления кредитов величину инфляции, то есть "ожидать" ее. Величину инфляции прибавляют к обычному уровню процентов за кредит, но при этом следует учитывать спрос заемщиков на данный займ.

### 5.2. Принятие долгосрочных решений

Составление инвестиционного плана и его окупаемости связано с вложением средств на значительный промежуток времени для того, чтобы помочь предприятию достигнуть успеха.

В последние годы оценка инвестиционных программ становится очень ответственным делом. Финансовые возможности предприятий очень ограничены, поэтому возникает определенная конкуренция между разными проектами. К тому же следует добавить, что технологии быстро изменяются и возрастает стоимость проектов. Составить смету капитальных вложений и их окупаемости – это означает определить потенциально необходимые инвестиции, сделать их оценку и выбрать те из них, которые отвечают определенным критериям.

**Оценка инвестиций** – это процедура сравнения результатов и затрат проекта на основании стандартных финансовых критериев

Каждую оценку надо начинать с четкого определения, что именно должна дать инвестиция. Выявление проблемы, которая будет решена с помощью данного инвестиционного проекта, и определение возможных альтернатив инвестиции является решающим моментом для правильного анализа.

Большинство капиталовложений независимы друг от друга. Это значит, что выбор одного капиталовложения не мешает выбору другого. Однако бывает, когда инвестиционные проекты конкурируют между собой по своим целям до такой степени, что выбор одного мешает выбору другого. Обычно так происходит, когда рассматриваются два возможных пути решения одной проблемы. Такие инвестиционные проекты называются **взаимоисключающими**.

Другой тип инвестиций касается **последовательных затрат**, которые делаются в дополнение к первому вложению. Любые вложения в здания, сооружения и оборудование обычно несут дополнительные будущие затраты на поддержку их в рабочем состоянии, усовершенствование и частичную замену в последующие годы. Такие будущие затраты надо рассматривать уже на первой стадии принятия решений.

Все экономические расчеты, используемые для обоснования капиталовложения, должны базироваться на проектах и прогнозах будущих доходов и затрат. Неправильно считать, что прошлые условия останутся неизменными и для нового проекта. Это требует от финансового менеджера способности прогнозировать будущие вероятные изменения сегодняшних условий по всем показателям анализа.

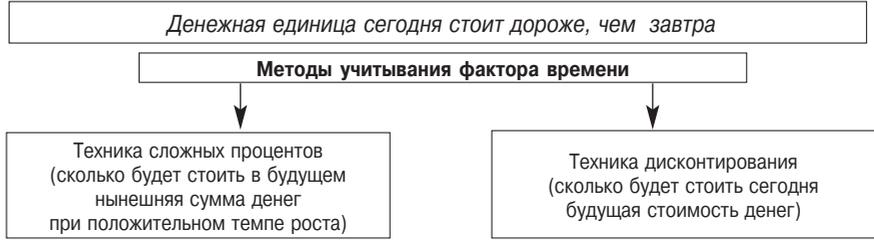
Неопределенность будущих условий, влияющих на инвестиции, – это риск несоответствия ожиданиям и получения недостаточной прибыли или даже убытка. Только тщательный анализ и исследование поможет сузить возможность ошибок.

### 5.3. Стоимость денег во времени

Стоимость денег во времени – концепция, в основе которой лежит утверждение, что равные суммы денег в разное время имеют разную стоимость.

Основные факторы, влияющие на изменение стоимости денег во времени:

- инфляция;
- риск.



При заключении финансового или кредитного договора стороны (кредитор и заемщик) договариваются о размере *процентной ставки* – соотношение суммы процентных денег, выплачиваемых за фиксированный промежуток времени, к величине займа. Интервал, за который рассчитывается процентная ставка, называется *период начисления*.

Проценты выплачиваются кредитору по мере их начисления или прибавляются к сумме долга.

Процесс увеличения денежной суммы в связи с прибавлением процентов к сумме долга называют наращиванием или ростом начальной суммы.

Процентные ставки могут применяться к начальной сумме на протяжении всего срока займа (простые процентные ставки) или к сумме с начисленными в предыдущем периоде процентами (сложные процентные ставки).

а) *простые проценты*

$$FV = PV ( 1 + nR),$$

где **FV** – сумма, накопленная к концу n–го периода,  
**PV** – начальная сумма займа,  
**R** – процентная ставка,  
**n** – количество периодов времени.

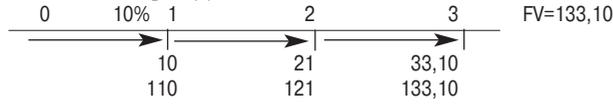


б) *сложные проценты*

В долгосрочных финансово – кредитных операциях, если проценты не выплачиваются сразу после их начисления, а прибавляются к сумме долга для наращивания суммы займа, как правило, применяют сложные проценты.

$$FV = PV (1+R)^n ,$$

где **FV** – сумма, накопленная к концу n–го периода;  
**PV** – сумма займа;  
**R** – годовая процентная ставка;  
**n** – количество периодов.



Дисконтирование дохода применяется для оценки будущих денежных поступлений с позиции текущего момента. Инвестор, сделав вложение капитала, руководствуется следующими положениями:

- а) происходит постоянное обесценивание денег;
- б) желательно периодически получать доход на капитал не ниже определенного минимума.

Инвестор должен оценить, какой доход он получит в будущем и какую максимально возможную сумму финансовых ресурсов нужно вложить в данный проект, исходя из прогнозного уровня доходности. Эта оценка ведется по формуле сегодняшней стоимости денег:

*Пример 5.1.*

Сколько Вы должны положить в банк сегодня, чтобы получить 20 000 грн. через 10 лет при 10% годовых?

$$PV = \frac{20\ 000}{(1 + 0,1)^{10}} = 7720 \text{ грн.}$$

в) техника расчета стоимости денег во времени с помощью таблиц

Для расчета процентных факторов сегодняшней и будущей стоимости денег (дисконтирования и компаундинга) существуют специальные финансовые таблицы, которые можно найти в специальной литературе по финансовому менеджменту.

Процентный фактор сегодняшней стоимости (дисконтирование).

$$K_d = 1/(1+ r)^n$$

**Таблица 5.1.**

Периоды \ R	1%	3%	5%	10%	20%
1	0,0990	0,971	0,952	0,909	0,883
10	0,905	0,744	0,614	0,386	0,162
50	0,608	0,228	0,087	0,009	0,0

*Пример 5.2.*

Какую начальную сумму Вам необходимо вложить, чтобы получить через 10 лет капитал в 500 000 грн., если применяется сложная ставка заемного процента 20% годовых.

Для этого необходимо использовать таблицу 5.1. На пересечении ряда, соответствующего n = 10, и столбца R = 20% находим значение коэффициента дисконтирования  $K_d = 0,162$ .

$$PV = 500\ 000 \times 0,162 = 81\ 000 \text{ грн.}$$

Таблица 5.2.

Процентный фактор будущей стоимости денег (компаундинга)

Периоды R	1%	3%	5%	10%	20%
1	1,01	1,03	1,05	1,1	1,2
10	1,1046	1,3439	1,6589	2,5937	6,1917
50	1,6446	4,3839	11,467	117,39	9100,4

Пример 5.3.

Чтобы определить величину наращенной суммы, если начальный капитал в 10 000 грн. вкладывается на 10 лет и начисления процентов осуществляется по сложной процентной ставке 10% годовых, нужно использовать табл. 5.2. На пересечении ряда, соответствующего  $n = 10$ , и столбца  $R = 10\%$  находим значение коэффициента наращивания: 2,5937.

$$FV = 10\,000 \times 2,5937 = 25937 \text{ грн.}$$

Почему финансовым менеджерам так важно знать нынешнюю стоимость денег? Дело в том, что эта стоимость служит для сравнения прибыльности разных проектов и инвестиций за определенный период. Таким образом, нынешняя стоимость – это денежная стоимость будущих поступлений или доходов с поправкой на ставку дисконта (капитализации). **Дисконтная ставка** – это процентная ставка, применяемая для будущих платежей, чтобы учесть риск и неопределенность, связанные с фактором времени. Существует простое правило: высокий риск означает высокую дисконтную ставку, маленький риск – низкую. В целом для оценки дисконтных ставок применяют такие принципы:

- Из двух будущих поступлений более высокую ставку будет иметь то, которое поступило позже.
- Чем ниже степень риска, тем ниже дисконтная ставка.
- Если процентные ставки на финансовом рынке растут, то растут и дисконтные ставки.

**Основные факторы, влияющие на величину дисконтной ставки**

- величина реальной процентной ставки;
- инфляция;
- риск.

Дисконтная ставка (R):

$$R = \text{Реальная процентная ставка} + \text{Темп инфляции} + \text{Премия за риск}$$

**Процентная ставка**

Процент – стоимость капитала для инвестора.

**Реальная процентная ставка** – процентная ставка, выраженная в увеличении стоимости единицы инвестиций (учитывая инфляцию).

**Номинальная процентная ставка** – ставка дохода на капитал без учета инфляции, оценивающая отдачу инвестиций как увеличение количества товаров, которые можно приобрести.

$$\text{Реальная процентная ставка} = \text{Номинальная процентная ставка} - \text{Темп инфляции}$$

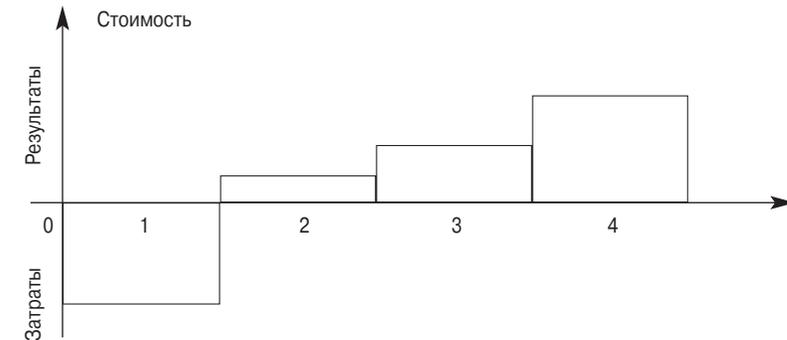


Рис. 5.1. Схема расчета стандартных финансовых критериев

- Если в расчете используются текущие цены, в качестве дисконтной ставки принимают номинальную процентную ставку.
- Если в расчетах используются стабильные (базисные) цены, то в качестве дисконтной ставки принимают реальную процентную ставку.

#### 5.4. Инвестиционный анализ

Программа инвестиций для предприятия – это возможность вложить определенную сумму денег сегодня для того, чтобы получить доходы в будущем. Существует больше пяти методов оценки инвестиций, однако чаще всего используют следующие два метода:

- модель недисконтирования (метод периода окупаемости);
- модели дисконтирования (методы определения внутренней нормы дохода и чистой текущей стоимости).

Для использования вышеназванных моделей оценки инвестиций применяют расчет средневзвешенной стоимости капитала (СВК), которая представляет собой средневзвешенную "цену" после налогообложения, по которой предприятию обходятся собственные и заемные источники финансирования. Расчет СВК применяется в инвестиционном анализе:

1. Для сопоставления с внутренней нормой доходности (IRR) проектов. Если  $IRR > СВК$ , проект может быть одобрен.

2. Для дисконтирования денежных потоков при расчете чистой теперешней стоимости проектов (NPV). Если  $NPV > 0$ , проект может быть рассмотрен.

**Срок окупаемости сведенных затрат** – это период времени, на протяжении которого покрываются начальные инвестиции.

**Метод окупаемости (PP)** – это количество лет, необходимых для возмещения стартовых инвестиционных затрат. Он является полезным инструментом при выборе проектов, но в сомнительных случаях его следует использовать наряду с одним из методов дисконтирования.

**Чистая нынешняя стоимость (NPV)** – это разница между текущей стоимостью результатов и текущей стоимостью затрат по проекту.

Любая программа с  $NPV > 0$  стоит того, чтобы ее осуществить. Кроме того, можно сравнить NPV разных программ, если они рассчитаны при одной и той же дисконтной ставке. Предпочтение должно быть отдано программе с максимальным уровнем NPV.

*Пример 5.4.*

Финансовые менеджеры фирмы "Сонет" рассматривают возможность принять участие в двух проектах, которые требуют таких начальных инвестиций: 1-й проект – 20 000 грн., 2-й проект – 24 000 грн., и которые дают при процентной ставке 12% в последующие четыре года такие потоки денежных средств. Нужно решить, какой из двух проектов выгоднее для фирмы:

Годы	Денежный поток	Годы	Денежный поток
1-й проект		2-й проект	
1	7000	1	5000
2	6000	2	9000
3	8000	3	8000
4	6000	4	12000

Для того, чтобы определить, какой проект выгоднее, применим метод определения внутренней нормы дохода. Для этого необходимо денежные потоки по годам умножить на соответствующие факторы дисконтирования, которые можно найти в финансовых таблицах, о которых шла речь выше. Для получения NPV необходимо найти сумму полученных произведений. Следовательно, получаем:

$$NPV1 = 7000 \times 0,8929 + 6000 \times 0,7972 + 8000 \times 0,7118 + 6000 \times 0,6355 - 20000 = 540,9$$

$$NPV2 = 5000 \times 0,8929 + 9000 \times 0,7972 + 8000 \times 0,7118 + 12000 \times 0,6355 - 24000 = 959,2$$

Более выгодным будет 2-й проект, так как  $NPV2 > NPV1$ .

Методика определения чистой нынешней стоимости проекта имеет три основных преимущества:

1. Все расчеты ведутся исходя из денежных потоков, а не из чистых доходов. Денежные потоки (чистые доходы + амортизация) учитывают амортизационные отчисления как источники финансовых ресурсов. Это важно, так как амортизационные отчисления не являются использованными денежными средствами того года, в котором начисляется износ.

2. Методика определения NPV учитывает изменение стоимости денег во времени. Чем больше фактор времени влияет на стоимость денег, тем выше дисконтная ставка, которую финансовый менеджер должен выбирать очень осторожно.

3. Утверждая проект с положительным значением NPV, фирма будет наращивать свой капитал за счет этого проекта. Рост капитала фирмы – это фактически повышение курса ее акций и обогащение акционеров. С этих позиций эта методика является наиболее оптимальным способом оценки инвестиций.

Эта методика предусматривает высокую квалификацию менеджеров и их способность детально прогнозировать денежные потоки на последующие годы, ведь чем больше отдалена какая-то дата, тем сложнее оценить будущие денежные потоки. На них влияет много факторов, например, объем продажи продукции, цена рабочей силы, материалов, накладные затраты, проценты за кредит, политика правительства и другие. Переоценка или недооценка будущих денежных потоков может привести к ошибкам в оценке проекта. К тому же этот метод предусматривает неизменность ставки дисконтирования в продолжение всего периода реализации проекта, хотя она, как и процентная ставка по кредиту, меняется из года в год.

**Внутренняя норма доходности (IRR)** – это альтернативный способ достижения того же результата. Цель использования IRR заключается в нахождении одной дисконтной ставки, которая при применении к каждому поступлению денежных средств будет давать такую общую дисконтированную стоимость, которая равна начальным инвестициям. Это означает, что мы ищем такую дисконтную ставку, при которой IRR равен нулю.

## Основные методы выбора инвестиционных проектов

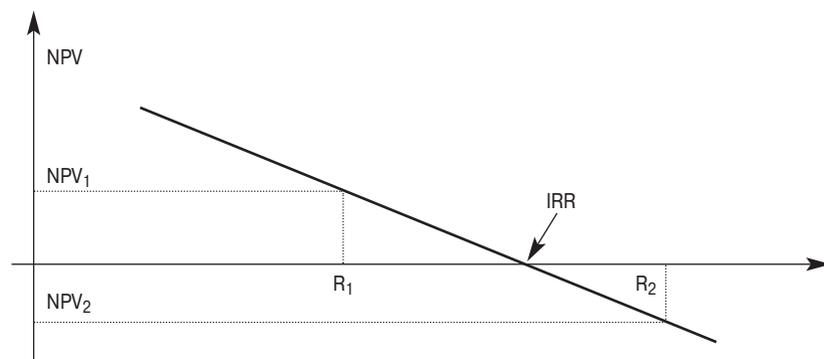


Рис. 5.2. Расчет внутренней нормы дохода

Внутренняя норма дохода фактически есть той максимальной ставкой, при которой программа может дисконтироваться, или максимальной процентной ставкой, которую она может приносить и все-таки окупать начальные инвестиции. Внутренняя норма дохода показывает максимальную величину процентной ставки, под которую можно брать кредит.

Следует отметить, что для проектов, которые имеют разные годовые денежные потоки, процедура расчета IRR будет более сложной. Их необходимо дисконтировать с учетом разных ставок до тех пор, пока не будет найдена ставка, при которой текущая стоимость будет равна начальным инвестициям. Внутренняя норма дохода становится тем индексом, который можно применять для оценки или сравнения программ капитальных вложений. Как правило, предпочтение отдается программе с самым высоким показателем IRR. Следует также помнить, что при оценке эффективности капитальных вложений необходимо по возможности учитывать влияние инфляции. Это можно сделать путем корректировки на индекс инфляции коэффициента дисконтирования.

Хмельницкий Консалтинговый Центр "Инфо-Лайн" имеет успешный опыт в работе по анализу инвестиционных проектов и их разработке. Одним из примеров является разработка инвестиционного проекта по строительству завода по производству кислорода и азота для компании "Инвестсервис" на получение кредита от ЕБРР.

Таким образом, подытоживая сказанное, можно представить основные методы выбора инвестиционных проектов в табличном варианте.

Название метода	Преимущества метода	Недостатки метода	Сфера применения метода
Простой метод окупаемости инвестиций (модель недисконтирования)	Позволяет судить о сроке ликвидности и рискованности проекта	Игнорирует денежные поступления после завершения срока окупаемости проекта, а также возможности реинвестирования доходов и стоимость денег во времени	Пригоден для быстрой отбраковки проекта, а также в условиях инфляции, дефицита ликвидных средств, политической нестабильности
Метод чистой текущей стоимости проекта (модель дисконтирования)	Ориентирован на достижение главной цели финансового менеджмента – увеличение доходов акционеров	Величина NPV не является абсолютно верным критерием при: – выборе между проектами с разными начальными затратами, но одинаковыми NPV; – выборе между проектом с большей NPV и большим периодом окупаемости и проектом с меньшей NPV и меньшим сроком окупаемости. Сложно спрогнозировать ставку дисконтирования	При одобрении или отказе от единственного проекта. При выборе между взаимозаменяемыми проектами. При анализе проектов с неравномерными денежными потоками
Метод внутренней нормы дохода (модель дисконтирования)	Несложный для понимания, хорошо согласовывается с главной целью финансового менеджмента – увеличение прибыли акционеров	Предусматривает сложные расчеты. Не всегда выделяется наиболее прибыльный проект. Предусматривает малореалистичную ситуацию реинвестирования всех промежуточных денежных поступлений от проекта по ставке внутренней доходности	См. первые две сферы применения предыдущего метода

Делая вывод, можно утверждать, что рассмотрение любого инвестиционного проекта обязательно требует предварительного анализа и оценки с помощью методик, о которых мы уже упоминали. Следует отметить также, что при оценке эффективности инвестиций необходимо по возможности учитывать и влияние инфляции.

## Выводы

Итак, мы завершили рассмотрение основных моментов финансового менеджмента. Как видим, финансовый менеджмент состоит из трех основных разделов: операционного управления деятельностью компании, инвестиционного управления и собственно финансового управления. Без знания каждого из них невозможно уверенно и квалифицированно управлять финансами компании. Также важным является умение правильно оценить финансовое состояние компании.

Эта брошюра, как нам кажется, – удобное настольное пособие для современных руководителей и финансовых менеджеров. Оно поможет вам быстро определиться с ответами на вопросы: "что искать?", "чего остерегаться?", "что делать?", "как это делать?", возникающими очень часто в сложном мире современного бизнеса. Вы найдете в нем также некоторые практические советы, которые помогут вам проанализировать проблемы, возникающие у вас во время работы, а также подсказки, к кому обратиться за помощью в решении возникающих проблем.

Безусловно, не на все вопросы читатель может получить ответы, поскольку в рамках одной брошюры невозможно дать исчерпывающие и ясные ответы и рекомендации для каждого отдельного случая. Кроме того, вряд ли это возможно в принципе, особенно по отношению к финансовому менеджменту. Поэтому главной нашей целью было пробудить заинтересованность читателя к предложенной теме.

Что касается решения конкретных финансовых проблем, возникающих на предприятиях каждый раз, то читатель всегда имеет возможность обратиться за помощью к квалифицированным профессионалам – консультантам Украинской Консалтинговой Сети. И хотя, как сказал древнегреческий философ Анаксагор: "Ничего нельзя целиком познать, ничему нельзя целиком научиться, ни в чем нельзя целиком удостовериться", наши консультанты сделают все для того, чтобы опровергнуть это утверждение.

## Приложение № 1

### Должностная инструкция финансового менеджера

#### 1. Общие положения.

- 1.1. Финансовый менеджер непосредственно подчиняется финансовому директору (главному финансовому менеджеру).
- 1.2. Финансовый менеджер в своей деятельности руководствуется Положением о финансовой дирекции и должностной инструкцией.
- 1.3. На должность финансового менеджера назначается лицо с высшим или средним специальным финансово-экономическим образованием.

#### 2. Обязательства.

- 2.1. Организовывать финансовую работу в хозяйственном субъекте.
- 2.2. Разрабатывать прогнозы и проекты прямых, венчурных и портфельных инвестиций; исполнять необходимые для них расчеты; оценивать альтернативные варианты вложения капитала с учетом степени риска и размера прибыли; выбирать оптимальные варианты.
- 2.3. Разрабатывать проекты перспективных и текущих (годовых, квартальных) финансовых планов, планов поступления и расходования иностранной валюты; доводить показатели этих планов до подразделений предприятия;
- 2.4. Принимать участие в разработке финансовых нормативов.
- 2.5. Принимать участие в разработке бизнес-плана (в части финансовых показателей) предприятия.
- 2.6. Определять показатели коммерческого расчета и внутрихозяйственного подряда. Рассчитывать их величину. Доводить эти показатели до исполнителей. Осуществлять вместе с другими службами аппарата управления организацию коммерческого расчета и внутрихозяйственного подряда.
- 2.7. Определять объемы поступлений и расходования денежных средств, прибыли и расходы, размеры налогов для предприятия.
- 2.8. Определять кредитные взаимоотношения. Составлять кассовые планы, кредитные заявки, кредитные договора. Принимать участие в составлении гарантийных писем, залоговых свидетельств, страхового полиса, в выпуске векселей и т.д.
- 2.9. Проводить валютную политику. Организовывать проведение валютных операций.

- 2.10. Оформлять финансовую документацию.
- 2.11. Анализировать финансовое состояние предприятия и его подразделений, финансовые результаты хозяйственных мероприятий, эффективность использования финансовых ресурсов, уровень валютной самокупаемости.
- 2.12. Контролировать выполнение плановых финансовых показателей, исполнение кассовой дисциплины, своевременность поступления денежных средств, расчеты с другими предприятиями, налоговыми органами, банками.
- 2.13. Вести переписку по поводу счетов, не оплаченных в установленные сроки.
- 2.14. Принимать участие в разработке и внедрении предложений по усовершенствованию финансово-хозяйственной деятельности предприятия и его подразделений, улучшению использования финансовых ресурсов, наращиванию капитала, предупреждению образования и ликвидации лишних запасов товарно-материальных ценностей, повышению ликвидности активов.
- 2.15. Вести учет выполнения финансового плана, плана по договорам и прибыли, уплаты налогов, погашения кредиторской и дебиторской задолженности, наличия средств.
- 2.16. Подготавливать отчетность о выполнении финансового плана по формам и в сроки, установленные для предприятия.
3. *Права.*
- 3.1. Докладывать финансовому директору и руководству предприятия обо всех выявленных недостатках в пределах своей компетенции.
- 3.2. Вносить предложения по поводу усовершенствования работы, связанной с предусмотренными данной должностной инструкцией обязанностями.
- 3.3. Осуществлять проверку финансовой деятельности всех подразделений предприятия, давать им соответствующие указания, направленные на повышение отдачи финансовых ресурсов, вложения капитала и рациональной организации финансовой работы.
4. *Ответственность*
- 4.1. Финансовый менеджер несет ответственность за качество и своевременность выполнения возложенных на него этой должностной инструкцией обязательств.

## Приложение № 2

### Квалификационная характеристика финансового менеджера

#### Должен знать:

- Теорию менеджмента.
- Теорию финансов, кредита и денежного обращения.
- Теорию финансового менеджмента.
- Бухгалтерский учет.
- Экономическую статистику, действующую статистическую отчетность.
- Действующее законодательство Украины в области финансовой, кредитной, валютной, банковской и биржевой деятельности.
- Основные нормативно-правовые акты в области международных расчетов и внешне-экономической деятельности.
- Виды ценных бумаг и порядок их обращения.
- Правила и порядок проведения операций на внутреннем финансовом рынке Украины.
- Основы осуществления операций на международном финансовом рынке.
- Основы экономики предприятия.
- Методологию и методику экономического анализа.
- Делопроизводство и корреспонденцию.

#### Должен уметь:

- Читать бухгалтерский баланс.
- Разбираться в статистической, бухгалтерской и оперативной отчетности предприятия.
- Разбираться в финансовой информации, в т.ч. зарубежной.
- Анализировать результаты производственно-торговой и, особенно, финансовой деятельности предприятия.
- Анализировать и оценивать экономическую эффективность мероприятий по вложению капитала.
- Прогнозировать результаты вложения капитала. Оценивать их и принимать окончательные решения.
- Разрабатывать программы использования финансовых ресурсов.
- Составлять финансовый план.

- Составлять отчет об использовании финансовых ресурсов и выполнении показателей финансового плана.
- Готовить документы по финансовым вопросам для подачи их в банк, налоговую службу и другие органы управления.
- Вести переписку по финансовым вопросам с органами управления и хозяйственными субъектами.
- Осуществлять контроль за выполнением показателей финансового плана, финансовых программ, за эффективным использованием финансовых ресурсов, основных фондов, нематериальных активов, оборотных средств.

## 6 Украинская Консалтинговая Сеть

Украинская Консалтинговая Сеть, созданная при помощи Международной Финансовой Корпорации (члена группы Всемирного банка), является крупнейшей консалтинговой сетью малых консалтинговых компаний в Украине. В состав УКС входят 11 консалтинговых компаний, открытых на протяжении последних 5 лет, каждую из которых отличают собственные географические и профессиональные особенности.

Целью УКС является содействие росту и развитию украинских компаний путем обеспечения высококачественным и недорогим обучением в разных сферах управления бизнесом, оказания/предоставления специализированных консалтинговых услуг и внедрения консалтинговых проектов для предприятий, а также помощи клиентам в привлечении финансирования. Сеть Бизнес-центров в состоянии помочь улучшить ваш бизнес, независимо от размеров, профиля или месторасположения предприятия.

### Консалтинговые услуги

*Бизнес-планирование, инвестиционное проектирование, маркетинг:*

- разработка бизнес-планов;
- разработка инвестиционных проектов;
- маркетинговые исследования;
- маркетинговый аудит бизнес-планов, стратегических и тактических маркетинговых бизнес-планов предприятий;
- разработка экономического обоснования инновационных проектов (технических, производственных, внедренческих и др.);
- мониторинг цен.

*Финансовый анализ, бухгалтерский учет:*

- анализ финансовой деятельности предприятия и прогнозирование его финансового состояния на основе компьютерного моделирования;
- ведение бухгалтерского учета и отчетности в стандарте GAAP (для СП и представительств инофирм);
- учет затрат;
- разработка бюджета предприятия.

#### *Реклама и связи с общественностью (PR):*

- планирование и разработка рекламных кампаний, авторских рекламных продуктов, маркетинговых стратегий;
- консультации по организации PR и формированию благоприятного имиджа предприятия;
- анализ эффективности рекламы;
- мониторинг средств массовой информации;
- медиа – планирование.

#### *Менеджмент:*

- разработка уставных документов и консультационная помощь при регистрации предприятий;
- разработка и оптимизация организационных структур предприятий;
- разработка системы внутренних организационно – распорядительных документов и должностных инструкций;
- тестирование и анализ психологической совместимости персонала предприятия.

#### *Другие услуги:*

- подбор и подготовка кадров для предприятий;
- составление аналитических обзоров по вопросам бизнеса;
- организационная поддержка потенциальных инвесторов, помощь квалифицированного переводчика при ведении деловых переговоров.

### **Обучающие курсы и семинары**

#### *Тренинг – курсы по повышению квалификации руководителей и специалистов предприятий:*

- разработка бизнес – планов;
- финансовое управление компанией;
- бюджетирование;
- маркетинговые исследования;
- управление персоналом предприятия.

#### *Тематические семинары по развитию бизнеса:*

- средства маркетинга для малого предприятия;
- нормативные условия предпринимательства;
- реклама в системе маркетинга;
- творческий процесс в современной рекламе;
- искусство успешных продаж;
- лизинг;
- риск: его оценка и управление;
- анализ безубыточности;

### **Информационно-поисковые услуги с использованием баз данных:**

- независимых производителей товаров и услуг СНГ (80 000 предприятий);
- компаний США и Канады "Tomas Register" (580 000 компаний);
- компаний Западной Европы "Yellow Pages Europe" (50 000 компаний);
- сети Internet;
- о зарубежных кредитных линиях в Украине, программах технической помощи МФК и других международных организациях;
- о законодательстве, налогообложении;
- информация о лизингодателях и лизинговой деятельности в Украине.

### **Информация для контактов с Бизнес-центрами Украинской Консалтинговой Сети**

*Основано Проектом содействия предпринимательству в Украине МФК при финансовой поддержке Агентства Международного Развития США и Британского Фонда "Нью-Хау"*

1. г. Винница,  
Хмельницкое шоссе, 25, здание ЦНТИ, 7 этаж  
тел.: (0432) 52 – 3012  
Татьяна Антонова  
e-mail: ifcvinn@sovamua.com
2. г. Днепропетровск,  
пр. К.Маркса, 19, Национальная Горная Академия Украины,  
4 корпус, 3 этаж  
тел.: (0562) 46 – 8080  
Александр Кондрашов  
e-mail: ifc@ifc.dp.ua
3. г. Житомир,  
ул. Победы, 54  
тел.: (0412) 20 – 8566, 25 – 8336  
Валерий Иванов  
e-mail: ivaleo@zt.ukrtel.net
4. г. Луганск,  
пл. Героев Великой Отечественной войны, 9, комн. 321 – 322  
тел.: (0642) 53 – 8501  
Елена Ищенко  
e-mail: vivalugansk@cci.lg.ua

5. г. Мариуполь,  
ул. Кронштадская, 11  
тел.: (0629) 37–6038, 37–2059  
Владимир Лебедев  
e-mail: lebedev@anet.donetsk.ua
6. г. Симферополь,  
ул. Ялтинская, 20  
тел.: (0652) 51–6484, 24–8182  
Владимир Кудашев  
e-mail: adm@bconsult.crimea-ua.com
7. г. Сумы,  
ул. Красногвардейская, 13, институт "Укрхимпроект"  
тел.: (0542) 27–1185  
Олег Денисенко  
e-mail: bcenter@ifc.sumy.ua
8. г. Хмельницкий,  
ул. Гагарина, 3  
тел.: (0382) 79–5981  
Владимир Ченаш  
e-mail: vchenash@infocom.km.ua
9. г. Черкассы,  
ул. Смилянская, 78  
тел.: (0472) 47–0075  
Анатолий Рекун  
e-mail: asim@majar.com
10. г. Черновцы,  
ул. О.Кобылянской, 20  
тел.: (0372) 58–5572, 58–5573,  
Мария Порчук  
e-mail: consult@bizcenter.cv.ua
11. г. Чернигов,  
ул. Ленина, 51  
тел.: (0462) 10–1866, 10–1867  
Константин Иванов  
e-mail: ifc@ifc.cn.ua

## Список использованной литературы:

1. Аудит и финансовый анализ. – М.: №4, 1995.
2. Ван Хорн Дж.К. Основы управления финансами. – М.: Финансы и статистика, 1997.
3. Бернстайн Л.А. Анализ финансовой отчетности. Теория, практика и интерпретация. – М.: Финансы и статистика, 1996.
4. Бернстайн Л.А. Анализ финансовой отчетности. Теория, практика и интерпретация. – М.: Финансы и статистика, 1996.
5. Бочкарев А. и др. Семь нот менеджмента. – М.: ЗАО "Журнал Эксперт", 1998.
6. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 1997.
7. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс. В 2-х т. – СПб.: Экономическая школа, 1998.
8. Быкова Е.В., Стоянова Е.С. Финансовое искусство коммерции. – М.: Перспектива, 1995.
9. Мелкумов Я.С. Экономическая оценка эффективности инвестиций и финансирование инвестиционных проектов. – М.: ИКЦ "ДИС", 1997.
10. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. – М.: Финансы и статистика, 1999.
11. Рясних Є.Г. Основи фінансового менеджменту. Курс лекцій і практикум – Хмельницький: Видавничий центр ТУП, 1998.



12. Шмидт Рут А., Райт Хелен. Финансовые аспекты маркетинга. – М., 2000.
13. Роберт Н.Холт. Основы финансового менеджмента. – М.: Дело, 1993.
14. Финансовый анализ деятельности фирмы. – М.: АО "Ист-Сервис", 1993.
15. Финансовая отчетность. – М.: Дело, 1996.
16. Фінансова звітність за національними положеннями (стандартами) бухгалтерського обліку. Практичний посібник. – К.: Лібра, 1999.
17. Хелферт Э. Техника финансового анализа. – М.: Аудит, ЮНИТИ, 1996.