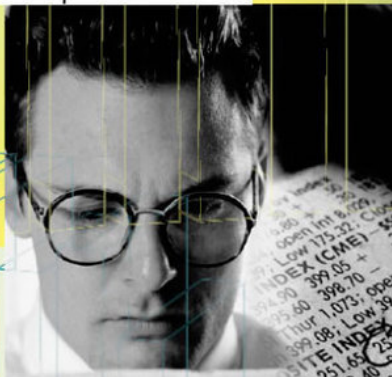


И.В. ИВАНОВ,
В.В. БАРАНОВ

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ: СТОИМОСТНОЙ ПОДХОД

Учебное пособие



Вячеслав Викторович Баранов
И. В. Иванов
Финансовый менеджмент.
Стоимостной подход:
учебное пособие

Текст предоставлен правообладателем

http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=8326366

Финансовый менеджмент: Стоимостной подход: Учебное пособие:

Альпина Бизнес Букс; Москва; 2008

ISBN 978-5-9614-2225-2

Аннотация

Финансовый менеджмент предприятия предполагает системный подход к управлению производством. С выходом предприятий на международные рынки и соответственно возрастанием числа возмущающих факторов внешней среды возникла потребность в современных технологиях управления бизнес+процессами, в обоснованных финансовых и инвестиционных решениях, в совершенствовании конкурентной стратегии с использованием инновационных технологий. В данном учебном пособии рассказывается о том, что необходимо для построения надежного механизма управления финансовой системой на предприятиях традиционных

и наукоемких отраслей экономики. Доступно изложены механизмы финансового прогнозирования, инструменты долгосрочного и краткосрочного финансирования предприятия, основные экономико+математические модели, применяемые при разработке финансовых стратегий предприятия и оценке его стоимости и многое другое. Пособие содержит примеры и практические задания, позволяющие сразу же использовать полученные навыки. Книга адресована студентам, получающим специальность в области экономики, финансов и управления, а также слушателям школ бизнеса.

Содержание

Введение	8
Предисловие	14
К читателю	17
Глава 1	20
1.1. Финансовая стратегия как составляющая конкурентной стратегии предприятия	20
1.2. Финансовая система предприятия и источники формирования его капитала	33
1.3. Функции финансового менеджмента и механизм их реализации на предприятиях традиционных и наукоемких отраслей экономики	43
1.4. Финансовое управление как совокупность финансовых стратегий предприятия	52
1.5. Экономические и финансовые показатели и критерии оценки эффективности деятельности предприятия	63
Выводы и заключения	76
Вопросы для самоконтроля	79
Литература по теме главы	82
Глава 2	85
2.1. Особенности формирования стратегии управления стоимостью бизнеса	85

2.2. Подходы и методы оценки стоимости бизнеса и их влияние на формирование конкурентной стратегии предприятия	94
Конец ознакомительного фрагмента.	100

**Вячеслав Баранов,
И. В. Иванов**

**Финансовый менеджмент.
Стоимостной подход:
учебное пособие**

Рецензенты:

Е.Н. Хоботов

доктор технических наук, профессор кафедры комплексной автоматизации производства МГТУ им. Н.Э. Баумана

С.А. Александров

кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики и управления производством МГТУ «Станкин»

Редактор *Н. Величенко*

Технический редактор *Н. Лисицына*

Корректоры *О. Богачева, Е. Чудинова*

Компьютерная верстка *М. Поташкин, Ю. Юсупова*

Художник обложки *Ю. Гулитов*

© Иванов И.В., Баранов В.В., 2008

© ООО «Альпина Бизнес Букс», 2008

Все права защищены. Никакая часть электронной версии этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами, включая размещение в сети Интернет и в корпоративных сетях, для частного и публичного использования без письменного разрешения владельца авторских прав.

*** * ***

Введение

В условиях глобализации экономики эффективность деятельности предприятия зависит от умения гибко реагировать на рыночные потребности покупателей. Поэтому его конкурентная стратегия должна предусматривать увеличение стоимости бизнеса, что позволит обеспечить высокий имидж предприятия, привлечь дополнительные объемы финансовых ресурсов, а также использовать другие факторы эффективности.

Такой подход предполагает создание механизмов, направленных на увеличение доходов и снижение расходов предприятия, минимизацию рисков. Часто эти механизмы нерезультативны без использования инновационных технологий, повышения качества производимой продукции при одновременном снижении ее себестоимости, привлечения и эффективного использования новых, зачастую нетрадиционных, финансовых инструментов рынка капитала. В этой связи важным элементом повышения эффективности становится диверсификация, в том числе производственной деятельности, капитала и направлений вложения финансовых ресурсов в активы предприятия.

В данном учебном пособии изложены теория и практика обоснования принимаемых предприятием финансовых и инвестиционных решений, формирования его финансовой

стратегии и стоимости. Рассматриваемые инструментарий и методы расчета основных финансово-экономических показателей служат основой для принятия эффективных финансовых решений. Это решения о привлечении финансовых ресурсов в той или иной форме, вложении их в активы или, наоборот, об отказе от финансирования какого-либо направления деятельности предприятия.

Отдельные положения и понятия, а также большинство экономико-математических моделей в пособии проиллюстрированы расчетными примерами, которые позволят легче усвоить материал.

Основной целью пособия является изучение теоретических положений, объясняющих:

- правила обоснования финансовых и инвестиционных решений, принципы формирования финансовых стратегий предприятия;
- механизм формирования стоимости бизнеса, т. е. стоимости действующего предприятия, а также стоимости отдельных элементов его активов и капитала.

Исходя из этого в пособии рассматриваются:

- теоретические подходы, объясняющие закономерности управления финансами предприятия;
- инструменты подготовки финансовых и инвестиционных решений, а также процедуры выполнения необходимых для этого расчетов;

- принципы и инструментарий проектирования финансовых стратегий предприятия;
- теоретические подходы и методы оценки стоимости, объясняющие закономерности и принципы ее образования;
- механизмы формирования и способы расчета нормы дисконта и ставки капитализации.

Материал пособия позволит сформировать практические навыки решения вопросов управления и оценки стоимости капитала и активов предприятия, разработки эффективных финансовых и инвестиционных стратегий с учетом действия внешних и внутренних факторов. Доступно изложены:

- основные проблемы финансового менеджмента, его базовые понятия и требования, которые в современных условиях предъявляются к финансовому менеджменту;
- методологические основы оценки временных различий ценности финансовых ресурсов;
- цели финансового управления и основные его параметры, определяющие тип и способы финансирования предприятия;
- виды финансовых стратегий предприятия и процедуры их диагностики;
- механизмы финансового прогнозирования и планирования на предприятии;
- структура и источники формирования собственного и заемного капитала предприятия;

- стратегия и тактика финансового управления на основе бюджетирования и финансового мониторинга;
- инструменты долгосрочного и краткосрочного финансирования предприятия;
- основные экономико-математические модели, применяемые при разработке финансовых стратегий предприятия и оценке его стоимости;
- методы расчета потоков денежных средств на предприятии;
- особенности оценки объектов интеллектуальной собственности, включая нематериальные активы и ноу-хау;
- механизмы оценки стоимости пакетов акций предприятия, сущность используемых при этом скидок и премий.

Материал пособия дает возможность выработать практические навыки, необходимые для решения задач финансового управления предприятием и оценки его бизнеса, в том числе учат:

- формировать цели финансового управления, моделировать финансовую систему предприятия, осуществлять ее декомпозицию и диагностику для целей совершенствования или разработки новой финансовой стратегии;
- определять основные параметры, характеризующие тип финансирования предприятия, включая анализ структуры капитала, расчет его средневзвешенной стоимости и величины эффекта финансового рычага;

- выполнять анализ безубыточности деятельности предприятия, рассчитывать показатели маржинального дохода, прибыли и т. д. и, используя метод капитализации прибыли, определять стоимость бизнеса;
- разрабатывать финансовые планы, исходя из условий деятельности предприятия;
- организовывать процесс бюджетирования и разрабатывать операционные и финансовые бюджеты предприятия;
- выбирать эффективную амортизационную стратегию и рассчитывать величины амортизационных отчислений при разных способах начисления амортизации;
- составлять схемы и рассчитывать их основные параметры при погашении предприятием банковских кредитов;
- проводить финансовую диагностику и на основе полученных результатов делать выводы об эффективности реализации финансовой стратегии, разрабатывать мероприятия по ее совершенствованию, выбирать метод оценки и вид оцениваемой стоимости;
- выбирать метод расчета нормы дисконта и ставки капитализации при использовании операций дисконтирования и компаундирования;
- рассчитывать дисконтированные денежные потоки и на основе метода дисконтирования денежных потоков определять стоимость бизнеса;
- при расчете стоимости предприятия, элементов его активов и капитала выявлять и оценивать основные факторы,

формирующие стоимость;

- с использованием различных методов рассчитывать стоимость объектов интеллектуальной собственности, величины их функционального и экономического устаревания;
- анализировать структуру дебиторской задолженности, рассчитывать коэффициенты ее инкассации и рыночную стоимость;
- делать оценку рыночной стоимости активов и капитала предприятия, включая оценку чистых активов, финансовых вложений в ценные бумаги, пакетов акций предприятия.

В пособии принята во внимание специфика деятельности предприятия, т. е. учтены факторы, определяющие его конкурентную стратегию. В частности, в особую группу выделены высокотехнологичные предприятия, целью которых является эффективное производство сложной наукоемкой продукции за счет инновационной деятельности. Таким образом, пособие даст возможность с позиций стоимостного подхода формировать реалистичную и эффективную финансовую стратегию деятельности предприятия, учитывающую все многообразие факторов внешней и внутренней среды.

Предисловие

Предлагаемое вашему вниманию учебное пособие является фундаментальным исследованием финансово-экономических процессов, протекающих в российской экономике. Авторы излагают новые подходы к решению проблемы повышения эффективности функционирования отечественных предприятий в социально-экономической ситуации, когда ориентация на инновационные факторы рассматривается как одно из приоритетных направлений развития.

Предложенные в учебном пособии решения особенно актуальны для предприятий, находящихся в удаленных от центральной части России регионах. Это в первую очередь предприятия Дальнего Востока, Сибири и Забайкалья. Рекомендации авторов по созданию особых экономических зон, использованию механизмов государственно-частного партнерства, механизмов управления интеллектуальным капиталом и т. д. позволят предприятиям этих жизненно важных для России регионов повысить уровень капитализации и эффективность своей деятельности.

Деятельность современного предприятия, особенно относящегося к наукоемкой отрасли экономики, – это совокупность сложнейших бизнес-процессов. Но чтобы эти бизнес-процессы были эффективны, должна существовать экономическая основа их реализации. Эта основа – соответ-

ствующий потенциал предприятия, отвечающий современным требованиям к качеству производимой продукции.

Сейчас ключевым фактором успеха стало стратегическое управление, охватывающее все сферы деятельности предприятия. К сожалению, многие российские руководители не уделяют должного внимания стратегическим вопросам финансового и инвестиционного менеджмента. Однако без грамотного планирования процессов привлечения и использования капитала эффективное управление предприятием невозможно. Авторы восполняют этот пробел, предлагая конкретные механизмы финансового управления предприятием, включая сферу его инновационной деятельности. Описанные в учебном пособии механизмы основаны на современных тенденциях финансового управления, включая стоимостный подход к управлению бизнесом, построение систем менеджмента качества, управленческого учета и бюджетирования.

Это учебное пособие является не только серьезным научным исследованием, но и имеет несомненную практическую ценность. Собранный в нем материал – это не просто теоретические разработки, а обобщенный личный опыт авторов, полученный в процессе внедрения на российских предприятиях новых подходов к формированию стратегии управления финансовыми и интеллектуальными ресурсами.

Думается, что это учебное пособие заинтересует как научных работников, так и менеджмент предприятий различ-

ных отраслей российской экономики.

М.В. Терский,

директор Тихоокеанского центра стратегических разработок,

д. э.н., профессор

К читателю

Если вы взяли в руки эту книгу, значит, вас волнует, как повысить эффективность деятельности отечественных предприятий в новых экономических условиях, существенно повысить качество производимой продукции и оказываемых услуг. Решению именно этих проблем и посвящено данное учебное пособие.

Авторы, исследуя проблемы повышения эффективности деятельности отечественных предприятий, предлагают конкретные пути их решения. Эти пути многообразны и охватывают достаточно широкий спектр финансово-экономических и организационных инструментов. Во-первых, авторы предлагают формировать конкурентную стратегию, учитывая специфику предприятия. Это особенно актуально для предприятий наукоемких отраслей экономики, деятельность которых сопряжена с высоким уровнем риска. Во-вторых, при управлении предприятием рекомендуется акцентировать внимание на эффективном использовании материальных, финансовых и интеллектуальных ресурсов. Предлагаемые в связи с этим в учебном пособии инструменты включают особые экономические зоны, государственно-частное партнерство и т. д.

Не остались без внимания в учебном пособии и проблемы, касающиеся повышения эффективности инновацион-

ной и инвестиционной деятельности предприятий. Авторы рекомендуют использовать такие хорошо зарекомендовавшие себя в мировой практике инструменты, как венчурное и проектное финансирование. Материал пособия следует рассматривать в контексте стоимостного подхода к управлению. Такой механизм решения возникших проблем правомерен, поскольку в современных условиях именно ориентация на рост рыночной стоимости предприятия за счет активизации инновационных факторов, совершенствования системы финансово-экономического управления позволяет существенно повысить конкурентоспособность всей российской экономики.

Совокупность рассматриваемых в учебном пособии вопросов исследуется как с макроэкономических, так и с микроэкономических позиций. В этом кроется несомненное достоинство и оригинальность учебного пособия, так как формируется целостное восприятие проблемы повышения эффективности деятельности отечественных предприятий и способов ее решения.

Авторы, предлагая новые подходы к организации управления экономическими и финансовыми процессами, дают конкретные рекомендации и приводят практические примеры, позволяющие эффективно усвоить излагаемый материал. Именно органичный синтез теории и практики управления предприятиями как традиционных, так и наукоемких отраслей экономики выгодно отличает это учебное пособие

от аналогичной литературы.

М.А. Портной,
заведующий отделом Института США и Канады РАН,
д. э.н., профессор

Глава 1

Финансовый менеджмент как составная часть процесса управления предприятием

1.1. Финансовая стратегия как составляющая конкурентной стратегии предприятия

В условиях глобализации экономики конкурентная среда отечественных предприятий значительно изменилась. Теперь она охватывает не только внутренние, но и международные рынки. Это приводит к тому, что число возмущающих факторов внешней среды, воздействующих на отечественные предприятия, существенным образом увеличивается. К числу таких факторов в первую очередь следует отнести:

- жесткое конкурентное давление со стороны не только отечественных, но и зарубежных производителей, часто обладающих более широкими финансовыми и производственными возможностями для удовлетворения потребностей об-

щества в высококачественных товарах и услугах;

- повышение мобильности факторов производства, включая капитал, трудовые ресурсы и т. д.
- уменьшение объемов государственных субсидий, направляемых на финансовую поддержку производства сложной наукоемкой продукции, и т. д.

Кроме того, на деятельность предприятия продолжают влиять и традиционные возмущающие факторы внешней среды, связанные с колебанием спроса и цен на потребляемые ресурсы и производимую продукцию, изменениями в действующем законодательстве.

Все это приводит к тому, что на современном этапе развития экономики России одной из основных задач является создание условий и механизма эффективного функционирования отечественных предприятий. Эти условия и механизмы создаются как на макроэкономическом уровне, так и на уровне отдельного предприятия.

Действие факторов макроэкономического уровня в конечном итоге приводит к формированию благоприятного инвестиционного климата в стране. Эти факторы связаны с *научно-технической политикой государства*, обеспечивающей поддержку приоритетных отраслей народного хозяйства и наукоемких технологий; *стимулированием экономики*, в том числе развитием рынка лизинговых и трастовых операций, ипотечного кредитования, переходом на ускоренные

методы начисления амортизации, развитием особых экономических зон и государственно-частного партнерства в рамках концессионных соглашений и т. д.; *стимулированием механизма привлечения инвестиций*, как отечественных, так и иностранных, в реальный сектор экономики за счет активизации финансовых механизмов, включая предоставление государственных гарантий, таможенных и налоговых льгот, развитие системы страхования различных рисков и т. д.; *стимулированием процессов создания крупных холдингов и финансово-промышленных групп*, в первую очередь в оборонных отраслях промышленности, имеющих высокий инновационный и интеллектуальный потенциал; *государственной поддержкой банковской системы России*, включая стимулирование процессов возврата российского капитала в страну и предотвращение его дальнейшей утечки и т. д.

На микроэкономическом уровне факторы эффективности формируются в первую очередь за счет использования современных технологий управления бизнес-процессами, включая сферу разработки, производства и сбыта продукции. В конечном итоге именно эти факторы во многом определяют эффективность реализации конкурентной стратегии предприятия. Эта стратегия, с одной стороны, в наибольшей мере учитывает рыночные факторы, а с другой – реальные возможности предприятия, определяемые наличием у него необходимых ресурсов разного вида. Поэтому **конкурентную стратегию** рассматривают как детально сфор-

мулированную концепцию достижения предприятием успеха на определенном рынке или в намеченной области за счет разработки и внедрения различных инвестиционных проектов.

На основе сформированной конкурентной стратегии с помощью методов стратегического планирования разрабатываются **конкретные стратегические планы**, которые реализуются через соответствующие функциональные стратегии предприятия (маркетинговую, производственную, инновационную, финансовую, кадровую и т. д.). **Стратегическое планирование** представляет собой процесс отбора областей и видов деятельности корпоративной (например, предприятия) или групповой (например, холдинга или финансово-промышленной группы) структуры с учетом реальных условий рынка, а также разработку мероприятий, направленных на достижение успеха в этих областях и видах деятельности.

Стратегическому планированию предшествует **постановка стратегических целей** и их **структуризация**. На уровне предприятия при разработке конкурентной стратегии в качестве стратегических целесообразно использовать цели, обеспечивающие:

- максимизацию рыночной стоимости предприятия;
- максимизацию чистой выручки и объема продаж продукции в натуральном выражении в пределах сложившегося уровня диверсификации производственно-хозяйственной

деятельности предприятия;

- максимизацию чистой прибыли предприятия;
- минимизацию текущих издержек, формирующих уровень себестоимости производимой предприятием продукции;
- максимизацию уровня рентабельности реальных и финансовых инвестиций предприятия и т. д.

В качестве ограничений на сформированную в рамках конкурентной стратегии систему целей выступают, во-первых, ограничения на ресурсы предприятия, а во-вторых, ограничения на параметры финансового состояния предприятия.

В общем случае стратегическое планирование процесса разработки конкурентной стратегии предприятия охватывает *изучение и оценку факторов внешней и внутренней среды* и включает в себя следующие основные элементы:

- анализ рынка, конкурентов, существующего и потенциально возможного портфеля заказов предприятия;
- анализ сильных и слабых сторон предприятия, его возможностей и угроз, на основе которого определяются ключевые факторы успеха и ключевые компетенции предприятия;
- анализ инновационного, технологического, финансово-экономического и кадрового потенциала предприятия;
- разработку механизма формирования необходимого объема ресурсов, в том числе финансовых, и оценку направ-

лений их вложения.

Разрабатывая конкурентную стратегию диверсифицированных предприятий и групповых структур, следует учитывать, что *цели и финансово-экономические интересы ряда субъектов этих структур могут быть противоречивыми*. Такая же ситуация может возникнуть при реализации инвестиционных проектов, когда представления о доходности и риске у отдельных инвесторов не совпадают. Поэтому для обеспечения требуемой эффективности проекта вначале необходимо согласовать интересы инвесторов. Особенно это актуально при разработке стратегии венчурного финансирования инновационных проектов. В этой связи бизнес, реализуемый тем или иным субъектом в рамках сложной корпоративной или групповой структуры, должен, во-первых, иметь независимую (автономную) финансовую и экономическую оценку, а во-вторых, его локальные критерии оценки и показатели эффективности должны быть согласованы со стратегическими целями, критериями и показателями эффективности функционирования всей структуры.

В рамках **декомпозиции конкурентной стратегии** предприятия возможна *детализация стратегии*, т. е. выделение функциональных стратегий, а в рамках этих стратегий – составных элементов стратегии. Например, **финансовая стратегия** представляет собой детально проработанную концепцию привлечения и использования финансовых

ресурсов предприятия, включая конкретный механизм формирования требуемого объема финансирования за счет различных источников и форм, а также механизм эффективного вложения этих ресурсов в активы предприятия (рис. 1.1.1 и 1.1.2). В рамках формирования финансовой стратегии предприятия целесообразно рассмотреть такие элементы, как управление основным, оборотным, собственным и заемным капиталом, текущими и инвестиционными издержками, использованием нетрадиционных источников финансирования и т. д.

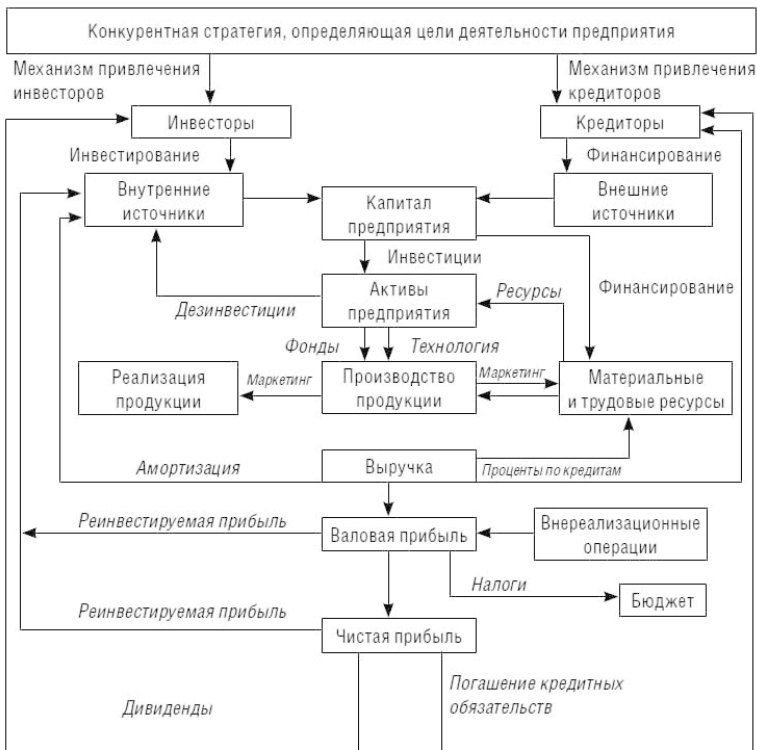


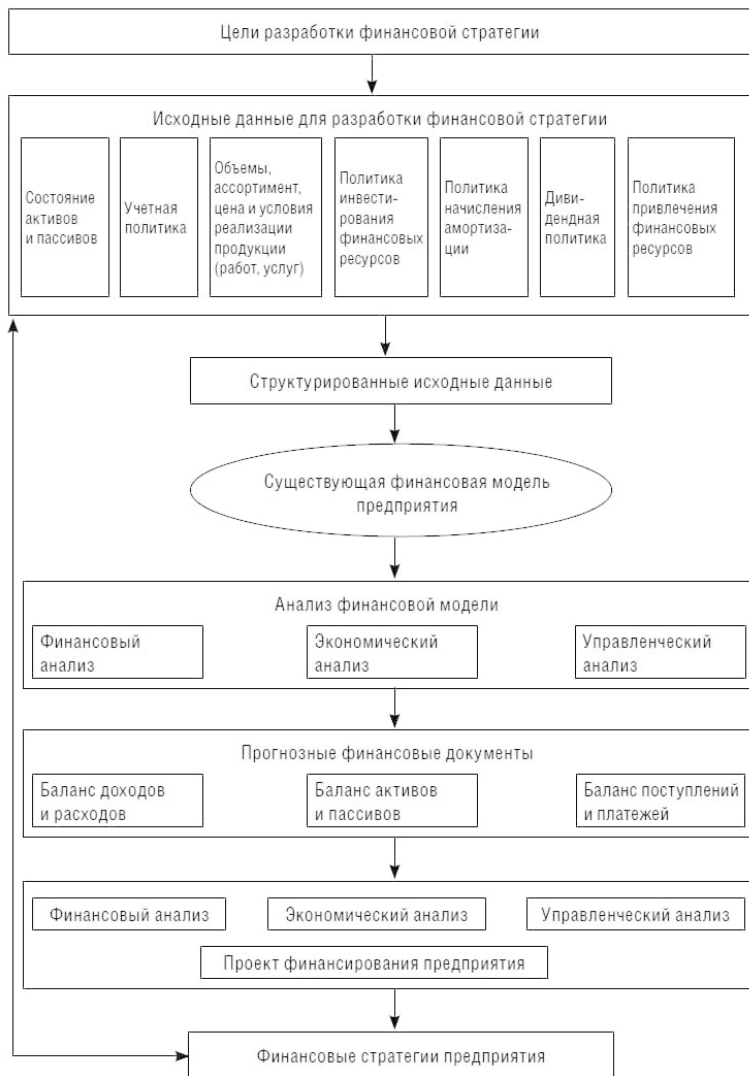
Рис. 1.1.1

Основные элементы и потоки ресурсов, влияющие на механизм формирования финансовой стратегии предприятия

Поэтому, формируя финансовую стратегию, необходимо иметь устойчивые способы и методы воздействия на механизм движения финансовых ресурсов предприятия, обеспе-

чивая эффективность использования собственных и заемных средств предприятия, его внеоборотных и оборотных активов, финансового и интеллектуального капитала.

Таким образом, финансовый менеджмент как составная часть процесса управления предприятием в этих условиях становится приоритетным направлением. Использование принципов, обеспечивающих эффективность финансового менеджмента, предполагает создание системы управления финансовыми ресурсами предприятия, а также финансовыми отношениями, возникающими в процессе движения финансовых ресурсов. Следовательно, **финансовый менеджмент** можно охарактеризовать как *систему принципов, методов, форм и приемов управления финансовым механизмом предприятия с целью повышения эффективности, конкурентоспособности и устойчивости функционирования предприятия.*



Финансовый менеджмент охватывает совокупность взаимосвязанных процессов по выработке системы стратегических и тактических целей управления финансами и разработке альтернативных вариантов стратегий достижения этих целей с помощью конкретных финансовых методов и рычагов. Важным элементом финансового менеджмента является разработка принципов, показателей, критериев и конкретных экономико-математических моделей оценки финансовых стратегий с целью выбора оптимального варианта стратегии для предприятия. Часто вследствие действия большого числа трудно формализуемых факторов выбрать оптимальный вариант финансовой стратегии практически невозможно. В этом случае оптимизация предполагает выбор квазиоптимального варианта стратегии.

Таким образом, целью финансового менеджмента является *достижение требуемого уровня финансового состояния предприятия как неотъемлемого элемента рыночной инфраструктуры, в том числе его финансовой устойчивости и платежеспособности*. Эта цель достигается путем разработки и реализации соответствующей финансовой стратегии, включающей в себя совокупность стратегических и бизнес-планов предприятия.

При разработке финансовой стратегии необходимо рассчитать не только потребности предприятия в финансовых ресурсах, но и величину средневзвешенной стоимости капи-

тала. В связи с этим:

- принимается решение об источниках финансирования, в наибольшей степени соответствующих интересам предприятия в данный момент времени, т. е. определяется структура капитала;
- устанавливается стоимость каждого источника финансирования, т. е. определяются затраты на привлечение капитала;
- рассчитывается средневзвешенная стоимость капитала.

Далее по соответствующим критериям оцениваются альтернативные варианты финансирования. К таким критериям, в частности, относятся величина издержек предприятия, связанных с привлечением финансовых ресурсов, величины процентных ставок и условия их выплаты, возможность привлечения финансовых инструментов рынка капитала и т. д. Кроме того, при оценке вариантов финансирования учитывается время, необходимое для привлечения капитала, и время, в течение которого предприятие погашает финансовые обязательства, например полученные кредиты. Анализируются также вероятные ограничения в поступлении кредитов, связанные с изменением параметров финансового состояния предприятия в будущем. В первую очередь во внимание принимается изменение параметров финансовой независимости предприятия, оценивается риск перехода контроля над предприятием к внешним инвесторам.

Выбранная для предприятия финансовая стратегия конкретизируется в разрабатываемых на более короткий промежуток времени **оперативно-календарных планах**. Эти планы отражают распределение финансовых ресурсов предприятия по соответствующим календарным промежуткам времени (в качестве которых, как правило, выбирается квартал, месяц и т. д.) выбранного интервала календарного планирования.

Календарные планы, разрабатываемые для целей оперативного управления финансовыми ресурсами предприятия, направлены на решение тактических задач по каждой цели. С помощью оперативно-календарных планов реализуется разработанная стратегия в конкретных условиях функционирования предприятия.

Задачей календарного планирования является *выбор оптимального варианта распределения финансовых ресурсов предприятия по календарным периодам времени и структурным подразделениям предприятия*. На практике такая задача может быть эффективно решена методами сетевого моделирования и теории расписаний с использованием наиболее приемлемых для конкретной ситуации методов и приемов управления финансовыми ресурсами предприятия.

1.2. Финансовая система предприятия и источники формирования его капитала

Возможны разные подходы к исследованию финансовой системы и соответственно финансовой стратегии предприятия. С точки зрения процессного подхода управление финансами предприятия рассматривается как воздействие на совокупность бизнес-процессов, реализуемых финансовой системой. Согласно системному подходу, это управление можно представить как систему, *состоящую из взаимодействующих между собой объекта и субъекта управления* (рис. 1.2.1). Тот и другой подход предполагают достижение наивысшей результативности и эффективности функционирования финансовой системы предприятия.

Субъект управления в финансовой системе предприятия объединяет группу людей, имеющих специальную финансовую подготовку, которые с помощью различных форм и методов эффективно управляют финансами предприятия.

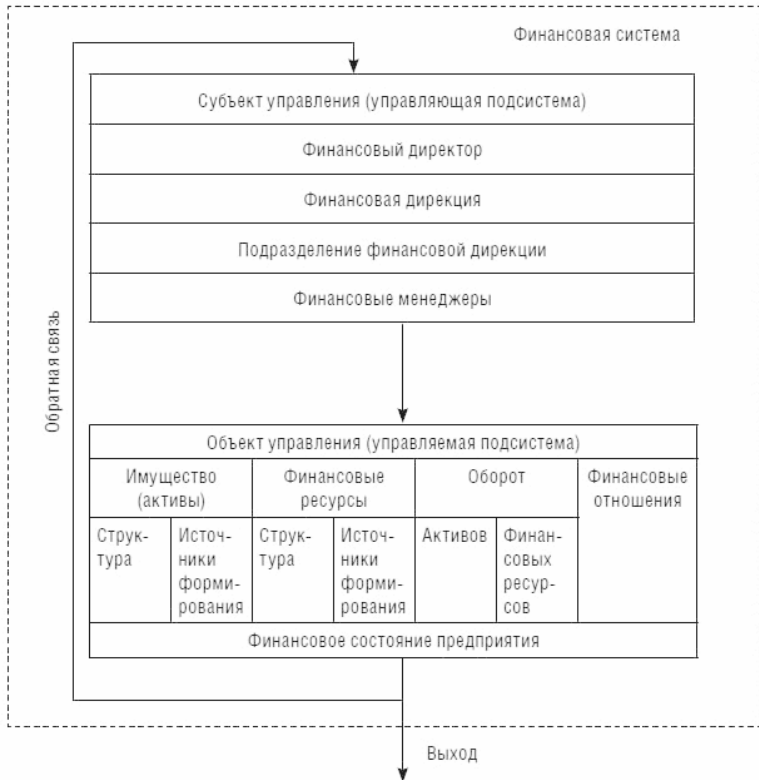


Рис. 1.2.1

Обобщенная структурная схема финансовой системы предприятия

Объект управления в финансовой системе представляет собой совокупность имущества (активов), капитала (финансовых ресурсов), условий для осуществления их оборота, а также финансовых отношений, возникающих в процес-

се привлечения финансовых ресурсов и кругооборота капитала.

Сложность финансовой системы определяется неоднородностью составляющих ее подсистем и элементов, многообразием возникающих в процессе их функционирования связей. Эти взаимосвязи изучаются в рамках процессного подхода к исследованию финансовой системы, при котором основной упор делается на анализ совокупности бизнес-процессов, реализуемых финансовой системой. В конечном итоге сложность финансовой системы обуславливает необходимость формирования совокупности взаимосвязанных целей, а также приводит к появлению достаточно большого числа показателей и критериев оценки состояния финансовой системы.

Стратегические цели функционирования финансовой системы, как правило, взаимоувязаны в рамках конкурентной стратегии предприятия в иерархическое дерево целей. Показатели и критерии оценки стратегических целей в общем случае могут быть противоречивы. Например, с точки зрения повышения параметров финансовой устойчивости предприятию необходимо минимизировать величину заемного капитала, формирующегося в том числе и за счет кредитных обязательств предприятия. Однако в рыночной экономике кредиты являются мощным инструментом развития любого предприятия. Рациональное использование кредитов приводит к появлению **эффекта финансового ры-**

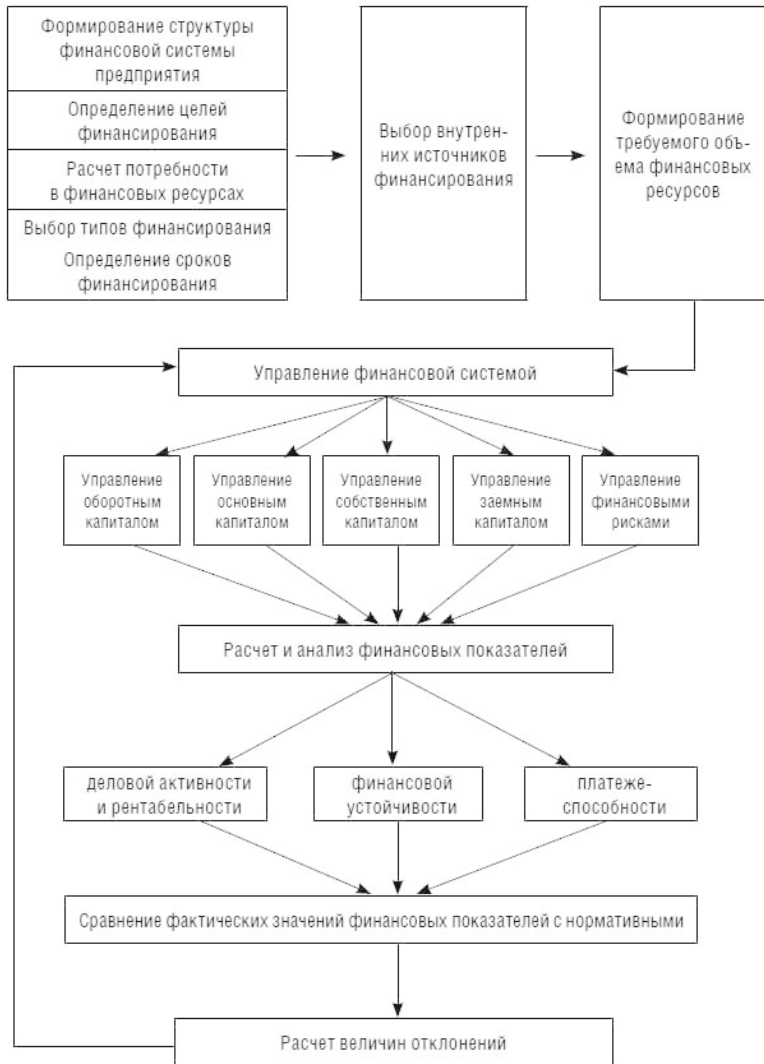
чага. Этот эффект предполагает *приращение рентабельности собственных финансовых ресурсов предприятия, получаемое благодаря совместному использованию собственного капитала предприятия и кредита*, несмотря на платность последнего.

В свою очередь и системный, и процессный подходы предполагают, что финансовая система должна рассматриваться как *одна из подсистем общей системы управления предприятием*. Поэтому в составе финансовой системы также могут быть выделены отдельные составляющие (подсистемы и элементы). Например, в качестве **подсистем финансовой системы** выступают подсистемы формирования и использования основного, оборотного и интеллектуального капитала предприятия и т. д. В рамках системы управления собственным и заемным капиталом выделяют подсистемы управления уставным, добавочным, кредитным капиталом, подсистемы управления доходами и прибылью и ряд других подсистем.

Часть системы, не подлежащая дальнейшей дифференциации в рамках данной системы, рассматривается как элемент. Элементами финансовой системы являются *составляющие основного, оборотного и интеллектуального капитала предприятия, его собственных и заемных средств и т. д.* Каждый элемент финансовой системы выполняет определенную функцию, присущую, как правило, только ему одному.

Исходя из принципов системного подхода, можно сформулировать **основное правило финансового менеджмента**, состоящее в том, что *эффективное управление финансовой системой должно обеспечивать производительность предприятия в целом, а не отдельных его структурных подразделений*.

Эффективное использование финансовых ресурсов предприятия возможно только при наличии надежного механизма управления финансовой системой, устойчивого к действию возмущающих факторов внешней среды. На рис. 1.2.2 приведена блок-схема процесса управления финансовой системой предприятия.



Финансовая система является *динамичной* и *открытой* системой управления. **Динамичность** финансовой системы обусловлена тем, что под воздействием быстроменяющихся факторов внешней среды происходит динамика финансовых ресурсов, т. е. финансовые ресурсы предприятия непрерывно изменяются как по величине, так и по составу. Кроме того, предприятие наряду с традиционными начинает использовать и нетрадиционные источники финансирования, в том числе финансовый лизинг, франчайзинг, лицензионные платежи (обычно оплачиваемые по ставке роялти) и т. д. С одной стороны, это приводит к углублению связей финансовой системы с другими подсистемами предприятия и с внешней средой, а с другой – усложняет процессы управления денежными средствами и финансовыми отношениями.

Одним из свойств финансовой системы является ее **устойчивость**, т. е. способность противостоять возмущающим воздействиям внешней среды и при этом эффективно выполнять свои функции. На практике такая устойчивость обеспечивается на предприятии за счет запаса финансовой прочности, представляющего собой разницу между фактическим значением выручки предприятия и порогом рентабельности. Устойчивость, так же как и ряд других характеристик финансовой системы, во многом зависит от структуры капитала, т. е. соотношения между различными источниками финансирования.

В своей деятельности предприятие использует достаточно большой арсенал финансовых инструментов. В зависимости от места формирования финансовых ресурсов выделяют внутренние и внешние источники финансирования. Внутренние источники формируются как результат производственно-хозяйственной деятельности предприятия и включают в себя чистую прибыль и амортизационные отчисления от стоимости основных средств и амортизируемой части нематериальных активов предприятия. Внешние источники предприятие привлекает, взаимодействуя с рынком капиталов. В качестве финансовых инструментов, представляющих внешние источники финансирования, предприятие может использовать эмиссию ценных бумаг (акций и облигаций), привлечение банковских кредитов, финансирование из бюджетных и внебюджетных фондов и т. д.

Выделяют *собственные* (собственный капитал) и *заемные* (заемный капитал) финансовые ресурсы. Собственный капитал формируется за счет эмиссии акций, чистой прибыли и целевого финансирования из бюджетных и внебюджетных фондов. Заемный капитал в зависимости от сроков его привлечения формирует долгосрочные (срок погашения более одного года) и краткосрочные (срок погашения до одного года) финансовые обязательства предприятия. В качестве финансовых инструментов формирования заемного капитала предприятие использует эмиссию облигаций, привлечение кредитных ресурсов. Как краткосрочные финансовые обяза-

тельства предприятия учитываются кредиторская задолженность, задолженность учредителям по выплате доходов, доходы будущих периодов (например, приобретение другого предприятия с отрицательной деловой репутацией) и резервы предстоящих платежей.

Кроме того, в своей финансовой деятельности предприятие может использовать и нетрадиционные финансовые инструменты, например, оперативный и финансовый лизинг, налоговый и инвестиционный налоговый кредит, форвардные и фьючерсные контракты и т. д. Для укрепления конкурентных позиций на рынке наукоемкой продукции предприятия часто заключают лицензионные соглашения с целью приобретения исключительных или неисключительных прав на результаты инновационной деятельности других предприятий. Может также заключаться и договор коммерческой концессии, в основе которого лежит механизм франчайзинга. За счет использования торговых марок и брендов известных фирм этот механизм может существенно снизить расходы предприятия при выводе им на конкурентный рынок новой продукции.

Переход от индустриальной экономики к экономике, ориентированной на инновационные факторы развития, оказал существенное воздействие на механизмы привлечения и использования финансовых инструментов. В постиндустриальной экономике начинает доминировать интеллектуальный капитал. Особенно отчетливо это проявляется на вы-

сокотехнологичных предприятиях, производящих сложную наукоемкую продукцию с высокой долей интеллектуальных затрат.

Рациональное соединение интеллектуального и финансового капитала приводит к созданию «прорывных» инноваций и обеспечивает конкурентный успех высокотехнологичного предприятия на глобальных рынках. Появление в структуре финансовой системы такого элемента, как интеллектуальный капитал, расширяет диапазон привлекаемых предприятием финансовых инструментов, оказывая существенное влияние на функции финансового менеджмента.

1.3. Функции финансового менеджмента и механизм их реализации на предприятиях традиционных и наукоемких отраслей экономики

Финансовый менеджмент призван выполнять определенные функции, обусловленные тем видом управленческой деятельности, который выделен из процесса управления, а также спецификой этой деятельности. При декомпозиции процессов управления по видам деятельности используются определенные принципы, позволяющие увязать выделенные функции со стратегическими целями деятельности предприятия в рамках реализации его конкурентной стратегии.

Функции финансового менеджмента возникают и реализуются при взаимодействии субъекта и объекта управления. При этом различают *общие* и *конкретные функции* финансового менеджмента. **Общие функции** связаны с деятельностью субъекта управления и включают в себя *финансовое прогнозирование и планирование, организацию, регулирование, координирование и контроль финансовой деятельности*.

Финансовое прогнозирование предполагает разработку

ку альтернативных прогнозов, характеризующих состояние рынков капитала и товарных рынков, динамику цен на используемые предприятием ресурсы и производимую продукцию и т. д. На основе этих прогнозов моделируются процессы, отражающие движение капитала, включая движение денежных средств, разрабатывается механизм формирования показателей финансового состояния предприятия, устанавливаются величины инвестиционных и текущих расходов и рассчитывается их динамика, определяется потенциально достижимый уровень финансовых результатов деятельности предприятия и т. д.

Функция организации в финансовом менеджменте направлена на построение оптимальной структуры финансовой системы, т. е. такой структуры, при которой достигается наилучшее соответствие объекта и субъекта управления, а также соответствие источников финансирования и направлений их вложения в материальные и интеллектуальные активы предприятия. Эта функция формирует тот уровень избыточности, который, с одной стороны, обеспечивает эффективное функционирование финансовой системы, а с другой – минимальные затраты на ее создание и использование.

Регулирование в финансовом менеджменте основано на регулирующих (управляющих) воздействиях субъекта управления на объект управления. При этом через механизм обратной связи определяется степень достижения поставленных в рамках конкурентной стратегии целей и установ-

ливается степень рассогласования, т. е. рассчитываются показатели результативности функционирования финансовой системы. Для устранения рассогласований прибегают к регулирующим воздействиям на финансовую систему. Разнообразием регулирующих воздействий являются компенсирующие воздействия, которые, как правило, реализуются путем вовлечения в систему дополнительных ресурсов и новых финансовых инструментов.

Регулирующие воздействия на финансовую систему целесообразны, если возникающие в системе рассогласования не носят критического характера, т. е. не выходят за заранее установленные пределы. В случае если рассогласования имеют критический характер, необходимо использовать методы реинжиниринга, охватывающего не только финансовую подсистему, но и остальные подсистемы предприятия. На практике реинжиниринг выступает как метод инновационного преобразования всех подсистем предприятия при переходе к высокотехнологичному производству.

За счет реализации **функции координирования** обеспечивается согласованность функционирования всех звеньев и элементов финансовой системы предприятия.

В процессе финансового менеджмента выполняется постоянный анализ финансовых результатов деятельности предприятия и его структурных подразделений, проверяется эффективность использования финансовых и других видов ресурсов, т. е. на предприятии реализуется **функция кон-**

троля. Эта функция выступает в качестве механизмов обратной связи в финансовой системе.

Реализация конкретных функций финансового менеджмента непосредственно связана с функционированием объекта управления, отдельных его подсистем и элементов. К конкретным функциям финансового менеджмента относят обеспечение предприятия финансовыми ресурсами, анализ рынка капитала и инвестиционных предложений, формирование основного и оборотного капитала предприятия, организацию управленческого учета и бюджетирования, организацию в целом финансовой работы на предприятии, включая конкретные мероприятия по ускорению оборачиваемости его капитала и активов, и т. д.

На предприятиях наукоемких отраслей экономики важной функцией финансового менеджмента становится управление интеллектуальным капиталом и объектами интеллектуальной собственности, включая управление отдельными их составляющими, например интеллектуальными активами, нематериальными активами и т. д.

Функции финансового менеджмента на предприятии реализуются через конкретный **финансовый механизм**, который представляет собой совокупность финансовых методов и рычагов воздействия на финансовую систему, а также правовое, нормативное и информационное обеспечение процесса управления капиталом, интеллектуальными и материальными ресурсами, отдельными финансовыми инструмен-

тами (ценные бумаги, кредит, лизинг и т. д.), используемыми предприятием.

Финансовый метод характеризует способ воздействия финансовых отношений на хозяйственную деятельность структурных подразделений и отдельные бизнес-процессы на предприятии. Это воздействие осуществляется путем управления движением финансовых ресурсов на основе соизмерения целей и результатов, результатов и затрат, а также путем управления экономическими отношениями, возникающими в процессе функционирования предприятия. Воздействие предполагает материальное стимулирование персонала, повышение степени его ответственности за эффективное использование финансовых и других ресурсов предприятия.

Финансовые методы управления охватывают финансовое прогнозирование и планирование, различные инструменты и формы финансирования инвестиций, налогообложение, страхование, а также предусматривают использование таких финансовых операций, как залоговые, трансфертные, трастовые, лизинговые, форвардные, фьючерсные, факторинговые и т. д.

Конкретное проявление того или иного финансового метода на предприятии представляет собой **финансовый рычаг**. Такими рычагами могут быть прибыль и доход предприятия, его амортизационные отчисления; экономические фонды целевого назначения, формируемые путем соответ-

ствующих отчислений от прибыли предприятия; платежи, осуществляемые в рамках лизинговых и лицензионных соглашений; дивиденды; процентные ставки по кредитам и облигациям; вклады в уставный капитал дочерних и зависимых предприятий; венчурные и портфельные инвестиции; дисконтная ставка, позволяющая учитывать разновременность финансовых вложений и финансовых результатов; котировка валютного курса и т. д.

Правовое обеспечение реализации финансового механизма предполагает наличие пакета нормативно-законодательных актов, в том числе указов Президента РФ, постановлений Правительства РФ, приказов министерств и федеральных агентств и т. д., которыми руководствуются органы управления предприятием в процессе воздействия на его финансовую систему.

Информационное обеспечение финансовой системы формируется за счет использования экономической, финансовой, коммерческой и другой информации, циркулирующей в финансовой системе предприятия. Часто информация, в том числе образующая секреты производства (ноу-хау), составляет коммерческую тайну предприятия. Поэтому по своей сути информация является одним из видов интеллектуальной собственности предприятия и как актив, не имеющий материальной формы, подлежит соответствующей охране, т. е. по отношению к информации предприятие должно обеспечить режим коммерческой тайны. Этот режим

включает в себя правовые, организационные, технические и иные принимаемые обладателем информации, составляющей коммерческую тайну, меры по охране ее конфиденциальности.

В условиях экономики постиндустриального общества, которую часто называют экономикой, основанной на знаниях, информация обеспечивает развитие действенных методов импорта новейших достижений, знаний и идей, необходимых для успешного социально-экономического развития предприятия. Это особенно важно для предприятий высокотехнологичных отраслей экономики, где объем информации по сравнению с предприятиями традиционных отраслей экономики многократно возрастает. Поэтому для этих предприятий приоритетной становится деятельность, связанная с производством, хранением, передачей и использованием знаний и информации.

В современной экономике деятельность предприятий характеризуется ростом издержек, связанных с поиском информации, изучением рынка, заключением контрактов и контролем их исполнения, защитой прав собственности и т. д. Информация и коммуникации в этих условиях становятся важнейшими факторами обеспечения конкурентоспособности предприятия. Интеграция процессов обработки и доставки информации дает предприятиям высокотехнологичных отраслей экономики огромные социальные и экономические преимущества за счет возникновения синергиче-

ского эффекта.

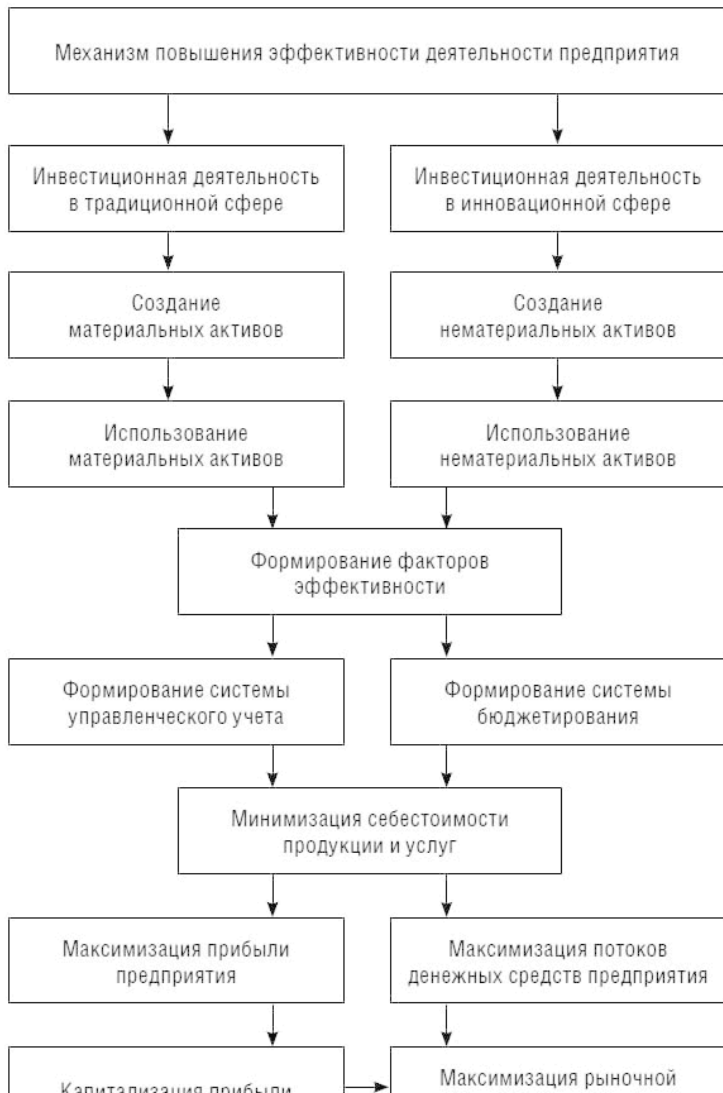
Инновационные факторы развития предприятий повлияли на роль информации в сфере финансового менеджмента. На предприятиях высокотехнологичных отраслей экономики информация, с одной стороны, выступает как ресурс инновационного развития предприятия, а с другой – как инструмент развития предприятия на основе приоритетного использования инновационных факторов. Поэтому при формировании стратегии управления капиталом предприятий высокотехнологичных отраслей экономики учитывают их специфику, выделяя информационно-интеллектуальные ресурсы, а также информационно-интеллектуальные продукты. В связи с этим на предприятиях высокотехнологичных отраслей экономики функции финансового менеджмента расширены и включают управление интеллектуальными активами и интеллектуальным капиталом предприятия.

Таким образом, для эффективного финансового менеджмента на предприятии *необходим детальный анализ финансово-хозяйственной деятельности предприятия*. Результаты такого анализа сыграют важную роль при разработке мероприятий, направленных на совершенствование финансовой системы, формирование оптимального механизма управления материальными и нематериальными активами, основным, оборотным и интеллектуальным капиталом предприятия за счет использования собственных и привлечения заемных средств. Кроме того, для эффективного функциониро-

вания предприятия необходимо разработать механизм *финансового мониторинга*, модель которого должна быть ориентирована на непрерывный контроль ключевых показателей деятельности предприятия в условиях глобального рынка.

1.4. Финансовое управление как совокупность финансовых стратегий предприятия

Реальная деятельность предприятия представляет собой процесс постоянной адаптации к изменению факторов внешней и внутренней среды. Их действие заставляет предприятие в режиме мониторинга отслеживать достигаемые показатели, использовать внутренние резервы, привлекать дополнительные ресурсы извне, совершенствовать процессы производства и сбыта продукции, уделяя особое внимание формированию системы управления качеством менеджмента, диверсифицировать деятельность и т. д. Все это необходимо для того, чтобы наилучшим образом обеспечить результативность деятельности предприятия, т. е. наиболее полное соответствие достигаемых результатов и целей сформулированным в рамках конкурентной стратегии. При этом, используя внутренние резервы и привлекая внешние ресурсы, предприятие стремится не просто достичь поставленных целей, но и обеспечить превышение получаемых результатов над совокупными затратами, т. е. выйти на запланированные показатели развития. На рис. 1.4.1 приведены основные элементы механизма повышения эффективности в процессе финансового управления предприятием.



В конечном итоге динамичность факторов внешней среды обуславливает изменение и внутренней среды предприятия, включая технологии производства и сбыта продукции, величину и структуру как текущих, так и инвестиционных расходов и т. д. Поэтому в процессе деятельности предприятию необходимо корректировать параметры многих функциональных стратегий, в первую очередь производственной, маркетинговой, инвестиционной и ряда других. В этой ситуации динамичность параметров внешней и внутренней среды отражается и на финансовых механизмах управления предприятием. Следовательно, в современных условиях финансовое управление необходимо рассматривать как совокупность финансовых стратегий, реализуемых в процессе функционирования предприятия.

Эти стратегии могут отличаться многими параметрами, в том числе источниками и формами привлечения капитала, направлениями его вложения в активы предприятия, механизмами участия инвесторов, предоставляющих предприятию финансовые ресурсы, в управлении этими ресурсами и т. д. Кроме того, финансовые стратегии, отличаясь по уровню финансового риска, различным образом влияют на средневзвешенную стоимость капитала, формирование структуры и стоимости активов предприятия.

Так, в случае когда приоритет в привлечении ресурсов отдается внутренним источникам финансирования, пред-

приятие ориентируется на *стратегию самофинансирования*. Применение предприятием финансовых инструментов рынка капитала обуславливает выбор *стратегии заемного финансирования*. Причем если в качестве этих инструментов используются банковские кредиты, то у предприятия формируется долгосрочная или краткосрочная стратегия заемного финансирования с использованием банковского капитала. При этом стратегия долгосрочного привлечения банковского капитала применяется предприятием для финансирования процессов создания или приобретения элементов внеоборотных активов, а с целью пополнения оборотных активов до уровня, необходимого для нормальной деятельности, предприятие разрабатывает и реализует стратегию краткосрочного привлечения банковского капитала.

В случае если финансовые интересы банка заключаются в получении не столько процентов по выданному предприятию кредиту, сколько части дохода от реализации долгосрочного инвестиционного проекта, в финансировании которого банк принимает непосредственное участие, то речь идет о *стратегии проектного финансирования* предприятия. Для финансирования инновационной деятельности, предполагающей создание различных объектов интеллектуальной собственности, как правило, используется *стратегия венчурного финансирования*. Эта стратегия связана с вложением финансовых ресурсов в той или иной форме в собственный капитал венчурной структуры.

Стратегии, ориентированные на использование нетрадиционных источников финансирования, предполагают использование предприятием таких инструментов, как оперативный и финансовый лизинг, налоговый и инвестиционный налоговый кредит, форвардные и фьючерсные контракты, лицензионные соглашения и т. д. Следуя таким стратегиям, предприятие в качестве финансовых ресурсов преимущественно получает не денежные средства, а различные элементы активов, льготы (отсрочки платежей по налогам) и возможности минимизации финансового риска, возникающего в процессе производства и реализации продукции.

Стратегия рефинансирования, предполагающая замену одного выпуска долговых обязательств предприятия другим выпуском, обычно используется с целью снижения процентных ставок по долговым обязательствам, например выпущенным облигациям. Реализация этой стратегии означает сохранение соотношения между собственным и заемным капиталом на уровне, обеспечивающем требуемые показатели финансовой устойчивости предприятия.

Реализация предприятием любой финансовой стратегии предполагает управление как источниками финансирования, так и величиной капитала. Так, например, в рамках реализации стратегии управления уставным капиталом предприятие может увеличивать или уменьшать его величину, регулируя соотношение между собственным и заемным капиталом, а в ряде случаев и объем используемых финансо-

вых ресурсов. Увеличение уставного капитала возможно либо путем повышения номинальной стоимости акций, либо путем размещения предприятием дополнительных акций в пределах числа объявленных акций. Увеличение номинальной стоимости акций необходимо для повышения имиджа предприятия во внешней среде или изменения позиций на рынке капитала, так как с увеличением номинала акций их ликвидность, как правило, падает. Финансовыми источниками, используемыми предприятием для увеличения номинала акции, являются:

- добавочный капитал;
- резервный капитал;
- формируемый за счет чистой прибыли фонд накопления;
- нераспределенная прибыль.

Особенностью реализации механизма увеличения уставного капитала за счет повышения номинальной стоимости акций является то, что в этом случае предприятие не получает новых финансовых ресурсов, изменяется лишь структура собственного капитала.

Увеличение уставного капитала путем размещения дополнительных акций осуществляется предприятием с целью привлечения дополнительных объемов финансовых ресурсов. В этом варианте увеличения уставного капитала предприятия возможны изменения структуры собственников,

включая изменение структуры владельцев контрольного пакета акций.

Размещение дополнительных акций имеет ряд особенностей:

- при закрытой подписке на акции структура акционеров не меняется, а при открытой подписке структура собственников, в том числе владельцев контрольного пакета акций, может измениться;

- в результате дополнительной эмиссии акций возникают как эмиссионный доход, так и эмиссионные издержки. В состав этих издержек включают госпошлину за регистрацию проспекта эмиссии (0,8 % от суммарной номинальной стоимости эмитируемых акций), расходы по оплате комиссионных дилерам, осуществляющим размещение акций (примерно 5–10 % от суммарной номинальной стоимости эмитируемых акций). При этом совокупные эмиссионные издержки могут быть весьма значительными и достигать до 30 % стоимости эмиссии;

- дополнительная эмиссия, как правило, сопровождается краткосрочным падением рыночных цен на акции предприятия, находящиеся в обращении.

Формируя стратегию увеличения своего уставного капитала, предприятию необходимо учитывать ряд обстоятельств. Во-первых, увеличение уставного капитала правомерно только после его полной оплаты, а во-вторых, не до-

пускается увеличение уставного капитала с целью покрытия убытков предприятия.

Необходимость уменьшения уставного капитала может быть обусловлена снижением величины чистых активов предприятия до значения, которое меньше величины уставного капитала. Стремление владельцев крупных пакетов акций усилить контроль над предприятием также часто диктует необходимость разработки стратегии уменьшения уставного капитала путем:

- уменьшения номинальной стоимости акций;
- приобретения размещенных акций.

Разрабатывая финансовую стратегию, связанную с уменьшением величины уставного капитала, предприятие должно учитывать реакцию кредиторов, которые могут потребовать досрочного погашения кредитных обязательств предприятия и возмещения возникших у кредиторов убытков. Поэтому в рамках реализации подобной стратегии предприятие должно предусмотреть необходимые резервы финансовых ресурсов, в первую очередь денежных средств для удовлетворения финансовых претензий кредиторов.

В ряде случаев предприятие не может реализовать стратегию уменьшения уставного капитала путем приобретения ранее размещенных акций. Например, если предприятие не полностью оплатило уставный капитал. Этот запрет также распространяется на ситуации, когда на момент приобре-

тения акций предприятие отвечает признакам банкротства или будет отвечать этим признакам в результате приобретения акций. Кроме того, предприятие не может приобретать размещенные им акции, если на момент приобретения или в результате приобретения акций стоимость чистых активов предприятия становится меньше суммы уставного капитала.

Кроме перечисленных в настоящем разделе финансовых стратегий, предприятие может реализовывать и другие способы формирования и использования своего капитала. Подробнее о них будет рассказано в главах, посвященных предприятиям высокотехнологичных и наукоемких отраслей экономики. При этом проанализирован процесс проектирования финансовых стратегий, выявлены основные источники формирования финансовых ресурсов, дана оценка области применения различных финансовых стратегий.

Финансовые стратегии динамичны. Это означает, что в реальной ситуации при изменении факторов внешней и внутренней среды одна финансовая стратегия способна трансформироваться в другую. Кроме того, предприятие может реализовывать одновременно не одну, а несколько финансовых стратегий. Это наиболее характерно для диверсифицированного бизнеса.

Сущность и параметры финансовой стратегии зависят от многих факторов, в том числе стадии жизненного цикла производимой продукции, величин возникающих рисков, возможности доступа предприятия к финансовым инструмен-

там рынка капиталов, особенностей производства и сбыта продукции и т. д. Однако в любом случае финансовая стратегия предприятия должна полностью соответствовать стратегическим целям его деятельности, обеспечивая наилучшую реализацию совокупности мероприятий, направленных на повышение рентабельности, включая диверсификацию и реструктуризацию бизнеса, переход на инновационные факторы развития и т. д.

1.5. Экономические и финансовые показатели и критерии оценки эффективности деятельности предприятия

Финансовый менеджмент направлен не только на привлечение финансовых ресурсов (капитала), но и контролирует их вложение, т. е. инвестирование, в активы предприятия. Поэтому необходимо иметь систему финансово-экономических показателей и критериев оценки эффективности использования капитала. В рамках формирования такой системы выделяют экономические и финансовые методы оценки. В свою очередь экономические методы оценки включают в себя простые (статические) и динамические методы.

Простые (статические) методы основаны на учетно-аналитических оценках деятельности предприятия. **Динамические методы** базируются на дисконтированных оценках результатов и затрат деятельности предприятия. Простые методы, включающие расчет простой нормы рентабельности и простого срока окупаемости, характеризуют отдельные, «точечные» значения показателей эффективности. Динамические методы позволяют учесть неравномерность поступлений или платежей, относящихся к разным периодам реализации инвестиционного проекта. Это достигается

дисконтированием, т. е. приведением потоков платежей и поступлений за разные периоды к сопоставимому виду. Дисконтирование позволяет определить текущий эквивалент денежных средств, ожидаемых к получению в определенный момент времени. Дисконтированная стоимость будущего денежного потока представляет собой **текущую стоимость**. Процентная ставка, используемая для определения текущей стоимости будущих денежных потоков, называется **ставкой дисконтирования** или **нормой дисконта**.

Расчет простой нормы рентабельности предполагает определение показателей экономической и финансовой рентабельности. Показатели экономической рентабельности характеризуют эффективность взаимодействия предприятия с внешней средой, т. е. с рынком. Поэтому эти показатели часто называют показателями рентабельности продаж. **Показатели рентабельности продаж** рассчитываются путем соотнесения величины прибыли и величины чистой выручки (ЧВ). В зависимости от того, какой показатель прибыли берется за основу, различают операционную (рассчитываемую по прибыли от реализации продукции, работ и услуг), общую (рассчитываемую по прибыли до налогообложения) и чистую (ЧП; рассчитываемую по чистой прибыли) рентабельность продаж.

Показатели финансовой рентабельности характеризуют эффективность организации внутренней среды предприятия. При их расчете определяют рентабельность ак-

тивов и капитала. Показатели финансовой рентабельности определяются путем соотнесения величины прибыли от реализации продукции, работ и услуг (до налогообложения или чистой) и среднеарифметического значения того элемента актива или капитала, эффективность которого оценивается.

Например, показатель чистой рентабельности активов предприятия ($R_{\text{акт}}$) рассчитывается по следующей формуле:

$$R_{\text{акт}} = \text{ЧП} / 0,5 (\text{АкТ}_{\text{нп}} + \text{АкТ}_{\text{кп}}),$$

где ЧП – значение чистой прибыли предприятия в анализируемом периоде;

$\text{АкТ}_{\text{нп}}$ – величина активов на начало периода;

$\text{АкТ}_{\text{кп}}$ – величина активов на конец периода.

Рассчитывая показатель чистой рентабельности активов, следует учитывать, что он зависит от показателей чистой рентабельности продаж производимой продукции ($R_{\text{прод}}$) и оборачиваемости активов предприятия ($k_{\text{акт}}$). В свою очередь, рост чистой рентабельности продаж производимой предприятием продукции является следствием эффективно-го использования привлекаемого заемного капитала. Показатель чистой рентабельности активов определяется по следующей формуле:

$$R_{\text{акт}} = (\text{ЧП} / \text{ЧВ}) \times (\text{ЧВ} / \text{Акт}_{\text{ср}}) = R_{\text{прод}} \times k_{\text{акт}},$$

где $\text{Акт}_{\text{ср}}$ – среднее значение величины активов предприятия в анализируемом периоде.

Показатели экономической и финансовой рентабельности анализируются в динамике методом трендового анализа. Предприятие в процессе деятельности должно не только достичь положительного значения показателей рентабельности, но и обеспечить их положительный тренд. Часто значения показателей рентабельности, достигнутые предприятием в анализируемом периоде, сравниваются не только с аналогичными показателями предшествующего периода, но и с показателями рентабельности родственных предприятий, среднеотраслевыми значениями и т. д.

Простой срок окупаемости (Ток) рассчитывается как соотношение общей величины инвестиционных вложений предприятия ($\text{К}\Sigma$) к сумме годовой чистой прибыли и амортизационных отчислений (А), начисленных в данном году, т. е.:

$$\text{Ток} = \text{К}\Sigma / (\text{ЧП} + \text{А}).$$

При расчете простого срока окупаемости исходят из предположения, что годовая чистая прибыль и годовые аморти-

зационные отчисления являются постоянными величинами.

В рамках методов, основанных на дисконтировании, рассчитывают такие показатели, как чистый дисконтированный доход, индекс доходности, внутренняя норма доходности, дисконтированный срок окупаемости и ряд других показателей.

Наиболее часто используемым экономическим показателем является **чистый дисконтированный доход (NPV)**. Он определяется как сумма текущих эффектов за весь расчетный период, приведенная к моменту начала инвестирования, т. е. как превышение интегральных результатов над интегральными затратами. Таким образом, чистый дисконтированный доход представляет собой разницу между дисконтированными результатами и затратами за весь срок реализации варианта инвестирования и рассчитывается по следующей формуле:

$$NPV = \sum_{t=0}^T [(P_t - Z_t) \times 1/(1 + E)^t] - \sum_{t=0}^T [K_t \times 1/(1 + E)^t],$$

где P_t – стоимостная оценка результатов, полученных в t -м году реализации инвестиционной стратегии предприятия;

Z_t – стоимостная оценка текущих затрат, осуществленных в t -м году реализации инвестиционной стратегии предприятия;

K_t – стоимостная оценка капиталобразующих инвестиций, осуществленных в t -м году реализации инвестиционной стратегии предприятия;

E – норма дисконта.

Разность между результатами и текущими затратами представляет собой сумму чистой прибыли и амортизационных отчислений. Эта сумма определяется за весь срок реализации оцениваемого варианта инвестирования. Поэтому чистый дисконтированный доход может быть определен из следующего выражения:

$$NPV = \sum_{t=0}^T [(ЧП_t + A_t) \times 1/(1 + E)^t] - \sum_{t=0}^T [K_t \times 1/(1 + E)^t],$$

где $ЧП_t$ – величина чистой прибыли, полученной предприятием в t -м году;

A_t – величина начисленной амортизации от стоимости основных средств и амортизируемой части нематериальных активов предприятия в t -м году.

Если рассчитанное значение чистого дисконтированного дохода при заданной норме дисконта представляет собой положительную величину, то реализация выбранной стратегии инвестирования экономически целесообразна.

Индекс доходности (PI) позволяет сопоставить доходную и инвестиционную части чистого дисконтированного

дохода и рассчитывается как отношение дохода к инвестициям по следующей формуле:

$$PI = (1/K) \times \sum_{t=0}^T [(ЧП_t + A_t)/(1 + E)^t].$$

Индекс доходности, как правило, используется для ранжирования вариантов инвестирования, обеспечивающих примерно равное значение чистого дисконтированного дохода. Такое ранжирование необходимо в случае наличия у предприятия ограничений по общему объему инвестиций. Тогда расчет индекса доходности позволяет выбрать наилучший вариант инвестирования из ряда альтернативных вариантов.

Вариант инвестирования считается эффективным, если индекс доходности больше единицы. В случае рассмотрения нескольких вариантов инвестирования выбирается тот, который обеспечивает максимальное значение индекса доходности.

Внутренняя норма доходности (IRR) отражает предельную стоимость привлекаемых предприятием финансовых ресурсов, при которой реализация рассматриваемого варианта инвестирования экономически целесообразна. Внутреннюю норму доходности можно определить лишь для ситуации, когда сначала осуществляются инвестиции,

обеспечивающие в последующие периоды приток денежных средств, которые накапливаются. При этом функция, характеризующая зависимость чистого дисконтированного дохода от времени, меняет знак только один раз. Это означает, что на начальных этапах расчетного периода чистый дисконтированный доход может быть отрицательным, но, став однажды положительным, он остается таким до конца расчетного периода.

Внутренняя норма доходности определяется из уравнения следующего вида:

$$\sum_{t=0}^T [(ЧП_t + A_t)/(1+IRR)^t] = \sum_{t=0}^T [K_t/(1+IRR)^t].$$

Внутреннюю норму доходности часто определяют путем итерационного подбора значения нормы дисконта при вычислении чистого дисконтированного дохода с помощью следующего алгоритма.

Шаг 1: с использованием более высокой ставки дисконта, чем та, которая бралась для расчета чистого дисконтированного дохода, рассчитывается новое значение чистого дисконтированного дохода.

Шаг 2: ставка дисконта увеличивается до тех пор, пока значение чистого дисконтированного дохода не станет отрицательным.

Шаг 3: находится самое близкое к нулю значение чистого дисконтированного дохода с отрицательным знаком.

Шаг 4: определяется ставка дисконта, при которой значение чистого дисконтированного дохода равно нулю. Это значение ставки дисконта и будет внутренней нормой доходности. Для этого используется следующая экономико-математическая модель:

$$IRR = E_1 + PV(E_2 - E_1) / (PV + |NV|),$$

где E_1 – ставка дисконта, при которой значение чистого дисконтированного дохода является положительной величиной, почти равной нулю;

E_2 – ставка дисконта, при которой величина чистого дисконтированного дохода принимает отрицательное значение;

PV – значение чистого дисконтированного дохода при ставке дисконта E_1 ;

$|NV|$ – модуль значения чистого дисконтированного дохода при ставке дисконта E_2 .

При расчете показателей эффективности внутренняя норма доходности сравнивается с требуемой инвестором нормой дохода на капитал. В том случае, когда внутренняя норма доходности больше или равна требуемой инвестором норме дохода, инвестиции оправданны.

Дисконтированный срок окупаемости представляет

собой временной интервал от начала осуществления инвестиций до момента, когда чистый дисконтированный доход становится положительным и в дальнейшем не меняет знак. Дисконтированный срок окупаемости характеризует период времени, необходимый для возмещения суммы дисконтированных инвестиционных затрат за счет прироста дисконтированных доходов (чистой прибыли и амортизационных отчислений). Дисконтированный срок окупаемости определяется из следующего уравнения:

$$\sum_{t=0}^{T_{ок}} [(ЧП_t + A_t)/(1+E)^t] - \sum_{t=0}^T [K_t \times 1/(1 + E)^t] = 0.$$

При принятии решения об инвестировании срок окупаемости часто используется не как самостоятельный показатель, а как ограничение. Это означает, что потенциальный инвестор примет решение о вложении средств в проекты, срок окупаемости которых превышает заранее заданную величину, т. е. должно выполняться условие:

$$T_{ок} < T_{ок}^{пред},$$

где $T_{\text{ок}}^{\text{пред}}$ – предельный срок окупаемости, установленный инвестором.

На практике дисконтированный срок окупаемости рассчитывается по следующему алгоритму.

Шаг 1: для каждого t -го года инвестирования определяются величины дисконтированных доходов, т. е. величины чистой прибыли и амортизационных отчислений.

Шаг 2: нарастающим итогом определяется сумма дисконтированных доходов предприятия за целое число лет, при котором она оказывается наиболее близкой к сумме дисконтированных капитальных (и приравненных к ним) затрат, но меньше этой суммы. Это означает, что должно выполняться следующее условие:

$$\sum_{t=0}^{T^*} [\text{ЧП}_t + A_t / (1 + E)^t] < \sum_{t=0}^T [K_t \times 1 / (1 + E)^t],$$

где T^* – целое число лет срока окупаемости.

Шаг 3: дробное число лет срока окупаемости (t^*) определяется путем деления непокрытого остатка инвестиционных затрат предприятия на дисконтированный доход, получаемый в следующем году. Расчет выполняется по следующей формуле:

$$t = \left[\sum_{t=0}^T \frac{K_t}{(1+E)^t} - \sum_{t=0}^T \frac{ЧП_t + A_t}{(1+E)^t} \right] / \frac{ЧП_{t+1} + A_{t+1}}{(1+E)^{t+1}}.$$

Нетрудно заметить, что, вводя ряд допущений в экономико-математическую модель, использующуюся при расчете дисконтированного срока окупаемости, можно получить формулу для расчета простого срока окупаемости.

Сравнивая взаимно исключаящие варианты инвестирования с разной продолжительностью, рассчитанные значения чистого дисконтированного дохода нельзя использовать прямым образом, так как с математической точки зрения они являются несопоставимыми величинами. Для сопоставления показателей эффективности вариантов с различной длительностью реализации эти показатели приводят либо к единой продолжительности, либо к одному году. В первом случае используется метод замещения, а во втором – метод эквивалентных аннуитетов.

Метод замещения основан на проектировании условного жизненного цикла, продолжительность которого рассчитывается исходя из допущения, что инвестирование осуществляется до тех пор, пока сравниваемые варианты не станут равными по продолжительности. Однако в реальной ситуации рассчитанная продолжительность условного жизненного цикла может быть неверной вследствие морального ста-

рения предполагаемых решений. Использование метода эквивалентного аннуитета путем приведения значения показателя чистого дисконтированного дохода к одному году обеспечивает реальную сопоставимость вариантов инвестирования, различающихся по продолжительности реализации.

В этом случае для каждого варианта на соответствующем интервале инвестирования как сумма коэффициентов дисконтирования рассчитываются значения коэффициентов аннуитета. Величина эквивалентного аннуитета по каждому варианту инвестирования определяется как отношение чистого дисконтированного дохода к соответствующему коэффициенту аннуитета. В результате расчетов из совокупности вариантов выбирается тот, который обеспечивает максимум эквивалентного аннуитета. Это соответствует максимальному приросту ценности предприятия в расчете на год его деятельности.

Финансовые показатели определяются при проведении финансовой диагностики предприятия в рамках оценки текущей платежеспособности предприятия и ликвидности его активов, финансовой устойчивости, обеспеченности предприятия источниками финансирования, в том числе собственным капиталом, и т. д.

Выводы и заключения

1. В рыночной среде предприятие находится под воздействием достаточно большого числа внешних и внутренних факторов. Поэтому финансовый менеджмент, позволяющий повысить как рентабельность предприятия, так и его стоимость, должен стать важной составляющей конкурентной стратегии предприятия.

2. Финансовый менеджмент охватывает совокупность взаимосвязанных процессов по выработке системы целей управления финансами и разработке альтернативных вариантов стратегий достижения этих целей с помощью конкретных финансовых методов и рычагов; по оценке разработанных стратегий по соответствующим критериям и выбору оптимального варианта финансовой стратегии для предприятия.

3. Наиболее распространенными подходами к исследованию финансовой системы предприятия являются процессный и системный подходы. При процессном подходе управление финансами трактуется как целенаправленное воздействие на совокупность бизнес-процессов, реализуемых финансовой системой предприятия. При системном подходе финансовая система предприятия рассматривается как совокупность подсистем и элементов, обеспечивающих эффективное привлечение и использование финансовых ресурсов.

4. Объектами управления в финансовой системе являются активы (внеоборотные, интеллектуальные, нематериальные и т. д.), капитал (собственный, заемный, основной, интеллектуальный оборотный и т. д.), а также финансовые риски. Наличие обратных связей в финансовой системе повышает ее устойчивость в процессе функционирования, но делает ее сложной и дорогой.

5. Для финансового менеджмента характерно наличие общих и конкретных функций, т. е. особого вида управленческой деятельности, выделенного из общего процесса управления по определенному принципу.

6. Общие функции финансового менеджмента включают финансовое прогнозирование и планирование, организацию, регулирование, координирование и контроль финансовой деятельности. К конкретным функциям финансового менеджмента относят организацию оборота капитала, обеспечение предприятия финансовыми ресурсами, анализ рынка инвестиций и т. д. На предприятиях наукоемких отраслей важной функцией становится управление интеллектуальными активами и интеллектуальным капиталом.

7. Финансовая стратегия, являясь неотъемлемым элементом конкурентной стратегии предприятия, представляет собой детально проработанную концепцию привлечения и использования финансовых ресурсов. В зависимости от сочетания внешних и внутренних факторов, воздействующих на предприятие, различают различные виды финансовых стра-

тегий.

8. Финансовое управление на предприятии представляет собой процесс реализации совокупности финансовых стратегий. Эти стратегии различаются по уровню риска, источникам и формам привлечения капитала, направлениям его вложения в активы, механизмами участия инвесторов в управлении предприятием и по ряду других параметров. На практике выделяют стратегию самофинансирования, стратегию заемного финансирования, стратегию проектного финансирования, стратегию венчурного финансирования, стратегию рефинансирования, а также ряд стратегий, ориентированных на использование нетрадиционных источников финансирования.

9. Для оценки эффективности деятельности предприятия применяется система экономических и финансовых показателей и критериев. Экономические показатели формируются в рамках простых (статических) и динамических (дисконтированных) методов оценки. Простые методы включают в себя расчет простого срока окупаемости и простой нормы рентабельности. В рамках определения динамических показателей рассчитываются чистый дисконтированный доход, индекс прибыльности, внутренняя норма доходности и дисконтированный срок окупаемости. Финансовые показатели определяются при проведении финансовой диагностики предприятия.

Вопросы для самоконтроля

1. Каковы основные цели и задачи финансового менеджмента на современном этапе? Какова главная цель финансового управления предприятием в современных условиях?
2. Какие функции финансового менеджмента вам известны? Как эти функции реализуются на вашем предприятии?
3. Существует ли на вашем предприятии функция управления интеллектуальным капиталом? Если существует, то как она реализуется?
4. Перечислите основные внешние и внутренние факторы, оказывающие влияние на рентабельность предприятия и его финансовую систему.
5. Что такое финансовая стратегия предприятия? Какие финансовые стратегии вы знаете?
6. Сформулируйте основные принципы формирования финансовой стратегии предприятия. Какие факторы оказывает влияние на формирование и процесс реализации финансовой стратегии предприятия?
7. Что такое уставный капитал предприятия? Для чего необходимо управление величиной и структурой уставного капитала предприятия?
8. Каков механизм увеличения и уменьшения величины уставного капитала предприятия?
9. Что такое экономико-математическая модель в фи-

нансовом управлении? Каким образом строятся экономико-математические модели управления финансовой системой предприятия? Какие основные цели финансового управления на предприятии вы знаете?

10. Что такое финансовая система предприятия? Как создается и реализуется в финансовой системе механизм обратной связи?

11. Что является объектом и субъектом управления в финансовой системе предприятия? Каковы особенности финансового управления на предприятиях наукоемких отраслей экономики?

12. Сформулируйте сущность и основные принципы процессного и системного подходов к управлению финансовой системой предприятия?

13. Что такое декомпозиция финансовой системы предприятия? Для чего выполняется декомпозиция финансовой системы? Каковы основные принципы и методы декомпозиции финансовой системы?

14. Какие методы финансового управления вы знаете? Какие из этих методов используются на вашем предприятии? Почему финансовое управление предприятием следует рассматривать как непрерывный процесс реализации совокупности финансовых стратегий?

15. Перечислите основные экономические показатели, используемые для оценки эффективности деятельности предприятия. Раскройте сущность этих показателей.

16. Что такое экономический критерий? Какие критерии устанавливаются для известных вам экономических показателей?

Литература по теме главы

1. *Баранов В.В.* Финансовый менеджмент: Механизмы финансового управления предприятиями в традиционных и наукоемких отраслях: учеб. пособие. – М.: Дело, 2002.
2. *Бобылева А.З.* Финансовый менеджмент: проблемы и решения: учеб. пособие. – М.: Дело, 2007.
3. *Бочаров В.В.* Современный финансовый менеджмент. – СПб.: Питер, 2006.
4. *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2007.
5. *Бригхэм Ю.* Энциклопедия финансового менеджмента / Сокр. пер. с англ.; общ. ред. А.М. Емельянов, В.В. Воронов, В.И. Кушлин и др. – М.: РАГС, ОАО «Издательство “Экономика”», 1998.
6. *Бригхэм Ю., Гапенски Л.* Финансовый менеджмент: Полный курс в 2 т. / Пер. с англ.; под ред. В.В. Ковалева. – СПб.: Экономическая школа, 2005.
7. *Брукинг Э.* Интеллектуальный капитал: ключ к успеху в новом тысячелетии. СПб.: Питер, 2001.
8. *Ван Хорн Дж. К., Вахович-мл. Дж. М.* Основы финансового менеджмента: пер. с англ. – 12-е изд. – М.: ООО «ИД Вильямс», 2006.
9. Высокотехнологичные предприятия в эпоху глобализации / И.В. Иванов, В.В. Баранов, Г.И. Лысак, О.В. Кирса-

нов. – М.: Альпина Паблшер, 2003.

10. Гибкое развитие предприятия: Эффективность и бюджетирование / Самочкин В.Н., Пронин Ю.Б., Логачева Е.Н. и др. – М.: Дело, 2000.

11. *Глуценко В.В., Глуценко И.И.* Исследование систем управления. – Железнодорожный, Моск. обл.: ООО «НПЦ “Крылья”», 2000.

12. *Еленева Ю.А.* Экономика машиностроительного производства: Учебник для вузов. – М.: Издательский центр «Академия», 2006.

13. Интеллектуальный капитал – стратегический потенциал организации: Учеб. пособие; под ред. Т.М. Орловой. – М.: Издат. дом «Социальные отношения», 2003.

14. *Карпов А.* Финансовая структура компании. – М.: Результат и качество, 2006.

15. *Ковалев В.В.* Управление активами фирмы: учеб. – практ. пособие. – М.: ТК «Велби», изд-во «Перспект», 2007.

16. *Корчагин Ю.А.* Инвестиционная стратегия. – Ростов н/Д: Феникс, 2006.

17. *Лукичева Л.И.* Управление интеллектуальным капиталом наукоемких предприятий. М.: Омега-Л, 2006.

18. *Остапенко В.В.* Финансы предприятия: учеб. пособие. – 4-е изд., испр. и доп. – М.: Омега-Л, 2007.

19. Процессно-ориентированное бюджетирование. Внедрение нового инструмента управления стоимостью компании / Дж. Бримсон, Дж. Антос при участии Дж. Коллинза;

пер. с англ. – М.: Вершина, 2007.

20. Реформа предприятия и управление финансами: учебно-методич. пособ. / Рук. авт. кол. С.В. Ильдеменов. – М.: ЗАО «Консэко», 1998.

21. Реформирование и реструктуризация предприятий. Методика и опыт / Под ред. В.А. Ирикова, С.В. Леонтьева. – М.: ПРИОР, 1998.

22. Управление финансами (финансы предприятий): учебник / Под ред. А.А. Володина. – М.: ИНФРА-М, 2006.

23. Финансово-бюджетное планирование: учебник / Под ред. Г.Б. Поляка. – М.: Вузовский учебник, 2007.

24. Финансы организаций (предприятий): учебник для вузов / Под ред. Н.В. Колчиной. – 4-е изд., перераб. и доп. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2007.

25. *Хруцкий В.Е., Гамаюнов В.В.* Внутрифирменное бюджетирование: Настольная книга по постановке финансового планирования. – М.: Финансы и статистика, 2007.

Глава 2

Максимизация стоимости как стратегическая цель финансового управления предприятием

2.1. Особенности формирования стратегии управления стоимостью бизнеса

Конкурентная стратегия должна обеспечивать рост рыночной стоимости предприятия в долгосрочной перспективе. Причем этот рост может быть обеспечен различными путями, поскольку на конечное значение стоимости оказывает влияние большое число факторов внешней и внутренней среды предприятия. Поэтому с точки зрения стоимостного подхода конкурентная стратегия предприятия представляет собой стратегию увеличения его рыночной стоимости (стоимости бизнеса).

Следовательно, процесс формирования стоимости бизнеса можно рассматривать как разновидность инвестиционного проекта. В рамках этого проекта рассчитывается со-

вокупность динамических (дисконтированных) показателей и по соответствующим критериям выбирается наилучший вариант реализации стратегии управления стоимостью. Однако по сравнению с управлением обычными инвестиционными проектами управление стоимостью бизнеса имеет ряд особенностей. Эти особенности обусловлены, во-первых, значительной продолжительностью временного интервала, в течение которого формируется стоимость бизнеса, во-вторых, наличием большого числа факторов, воздействующих на итоговое значение показателя стоимости и т. д. Это усложняет как процесс управления стоимостью, так и процесс самой оценки стоимости, делая результаты оценки неоднозначными.

Формируя стратегию управления стоимостью бизнеса, необходимо выбрать *длительность временного интервала*, на протяжении которого формируется стоимость. Правильное определение этого параметра особенно актуально при оценке стоимости методами доходного подхода, так как прогнозная величина суммарного денежного потока, определяющая стоимость бизнеса, во многом зависит от длительности временного интервала (числа слагаемых в модели оценки стоимости), на протяжении которого формируются эти потоки.

При расчете стоимости бизнеса одним из ключевых показателей является норма дисконта (ставка дисконтирования). Она используется для приведения разновременных резуль-

татов и затрат к единому моменту расчета. Расчет результатов и затрат, участвующих в формировании конечной величины стоимости, может выполняться с использованием различных видов цен. На практике для расчетов используются текущие, прогнозные и дефлированные цены.

Учитывая, что продолжительность сроков, в течение которых реализуется конкурентная стратегия предприятия и соответственно формируется стоимость его бизнеса, расчет результатов и затрат в текущих ценах может привести к искажению итогового значения показателя стоимости. Теоретически стоимость бизнеса формируется в течение длительного временного интервала. Поэтому при оценке стоимости расчеты показателей целесообразно выполнять в прогнозных или дефлированных ценах. В этом случае предполагается учет уровня инфляции на протяжении временного интервала оценки. Следовательно, расчет результатов и затрат, формирующих стоимость бизнеса, в прогнозных или дефлированных ценах приведет к тому, что норма дисконта будет изменяться по шагам расчетного периода.

Кроме того, формируя стратегию управления стоимостью бизнеса, следует учитывать, что на параметры этой стратегии влияют не только микроэкономические, но и макроэкономические факторы, в том числе экономическая ситуация в стране, регионе и т. д. Влияние этих факторов оценивается путем учета в составе нормы дисконта составляющих риска. В реальной ситуации многие виды риска обусловлены

нестабильностью экономической и политической ситуации, опасностью неполучения запланированных доходов в рамках оцениваемого бизнеса и т. д. Учет этих факторов при оценке стоимости бизнеса также приведет к тому, что норма дисконта будет изменяться по шагам расчетного периода.

Для того чтобы излишне не усложнять экономико-математические модели, на основе которых выполняются расчеты стоимости бизнеса, временной интервал, в течение которого формируется стоимость бизнеса, разбивают на два временных интервала – прогнозный и постпрогнозный периоды. В каждом из этих временных интервалов норму дисконта, как правило, считают постоянной величиной. При этом, используя методы доходного подхода, стоимость бизнеса, формирующуюся на протяжении прогнозного периода, оценивают методом дисконтирования денежных потоков, а стоимость, формирующуюся на протяжении постпрогнозного периода, – методом капитализации прибыли.

При определении части стоимости бизнеса, которая формируется на протяжении постпрогнозного периода, необходимо обоснованно выбрать ставку капитализации, определить вид и рассчитать величины капитализируемого денежного потока. Кроме того, основываясь на результатах деятельности предприятия в прогнозном периоде, надо составить прогноз среднегодовых темпов роста бизнеса в постпрогножном периоде. Результаты прогнозирования могут привести к тому, что для оценки стоимости бизнеса в пост-

прогнозном периоде будут использоваться различные экономико-математические модели. Как правило, в основе этих моделей лежит линейная зависимость капитализируемого денежного потока от времени. Причем скорость капитализации может быть различной.

В процессе оценки стратегии управления стоимостью бизнеса возникает проблема, когда стоимость активов, отраженная как в балансе, так и в других формах финансовой отчетности предприятия, не соответствует рыночной стоимости этих активов. Поэтому балансовую стоимость основных средств и нематериальных активов (в первую очередь исключительных прав интеллектуальной собственности) пересчитывают на восстановительную стоимость. Стоимость оборотных средств корректируют на стоимость неликвидов, а из состава дебиторской задолженности исключают просроченные элементы. Такой подход лежит в основе метода избыточной прибыли, который широко применяется при оценке стоимости деловой репутации предприятия.

Разрабатывая стратегию управления стоимостью бизнеса, следует учитывать, что стоимость предприятия формируется в результате использования всех активов и финансовых ресурсов, в том числе и тех активов, которые не отражаются в бухгалтерской отчетности предприятия. К таким активам относятся, во-первых, деловая репутация, во-вторых, оборудование, полученное по лизинговым договорам (если оно не учитывается на балансе лизингополучателя), в-третьих, тех-

нологии, приобретенные на основе патентных и беспатентных лицензионных соглашений, и т. д. В этой ситуации ориентация на оценку стоимости бизнеса методами затратного подхода, например методом чистых активов, может привести к неверным результатам. Однако на создание активов, не отраженных в бухгалтерской отчетности, предприятие затратило финансовые ресурсы. Поэтому эти активы наряду с активами, отраженными в бухгалтерской отчетности предприятия, участвуют в генерировании потоков денежных средств.

В то же время в состав имущества предприятия могут входить активы, которые не генерируют потоков денежных средств, например приобретенное, но не установленное оборудование. В этой ситуации ориентация на методы доходного подхода, например метод дисконтирования денежных потоков, также может исказить конечную величину стоимости и соответственно сформировать неверные представления о результатах реализации стратегии управления стоимостью бизнеса.

Оценка стоимости бизнеса в значительной степени зависит от того, на каком этапе реализации стратегии управления стоимостью она выполняется. Этот фактор во многом определяет выбор доходного, затратного или сравнительного подходов, предполагающих, в свою очередь, использование достаточно большого арсенала количественных методов оценки. Естественно, что использование различных экономико-математических моделей, сущность которых опреде-

ляется лежащими в их основе подходами и методами, приводит к различным результатам расчета. Поэтому для определения итогового значения стоимости бизнеса необходимо согласовать результаты расчетов, полученные при использовании различных подходов и методов.

В ситуации, когда оценивается стоимость не всего бизнеса, а только его части, при расчетах используется система скидок. Например, при определении стоимости пакета акций, который не является контрольным, используются скидки на неконтрольный характер пакета и недостаточную его ликвидность. При этом необходимо четко установить величину скидок с учетом специфики деятельности оцениваемого предприятия. Сделать это не так просто, так как на величину скидок влияет много факторов. На практике, как правило, используют средние значения, рекомендованные специализированными компаниями, которые устанавливаются по результатам анализа процессов слияния предприятий. Однако эти значения могут неадекватно отражать ситуацию на анализируемом предприятии и соответственно исказить результаты реализации стратегии управления стоимостью его бизнеса.

Расчет стоимости бизнеса, хотя и базируется на конкретных экономико-математических моделях, характеризуется субъективностью. Эта субъективность проявляется, во-первых, при выборе подходов и методов оценки, а во-вторых, при формировании массива исходных данных, необходимых

для расчета как стоимости бизнеса, так и ряда других финансово-экономических показателей деятельности предприятия. Исходные данные, формируемые на разных этапах реализации стратегии управления стоимостью бизнеса, могут варьироваться достаточно широко. Их достоверность также может быть различной.

Комбинации этих исходных данных представляют собой соответствующие сценарии реализации конкурентной стратегии предприятия и соответственно стратегии формирования стоимости его бизнеса. Следовательно, полученные в процессе оценки значения стоимости бизнеса будут вероятностными. Кроме того, эти значения будут широко варьироваться.

Поэтому при определении итогового значения стоимости бизнеса используют различные приемы согласования полученных значений стоимости, включая логическое согласование результатов расчетов и их математическое взвешивание. Математическое взвешивание предполагает, что для установления итогового значения стоимости оцениваемого бизнеса могут использоваться среднее, средневзвешенное, медианное значение и т. д.

Таким образом, несмотря на то, что оценка стоимости бизнеса основывается на количественных методах, положенных в основу различных экономико-математических моделей, тем не менее во многом это творческий процесс. Поэтому при формировании стратегии управления стоимостью

бизнеса и оценке результатов ее реализации необходимо учитывать не только количественные, но и качественные параметры бизнеса, включая социальную роль бизнеса в обществе.

2.2. Подходы и методы оценки стоимости бизнеса и их влияние на формирование конкурентной стратегии предприятия

Оценка бизнеса, являясь одним из способов количественной оценки конкурентной стратегии предприятия, может быть ориентирована как на прогнозные, так и на фактические результаты реализации стратегии. Базируясь на динамических (дисконтированных) показателях и критериях, оценка позволяет рассчитать прирост стоимости на каждом шаге конкурентной стратегии, т. е. определить величину экономической добавленной стоимости. В качестве *объектов оценки* могут выступать:

- бизнес, т. е. действующее предприятие в целом;
- отдельные элементы активов и их группы;
- совокупность групп активов, входящих в состав имущества предприятия;
- исключительные и неисключительные права интеллектуальной собственности, а также иные имущественные права;
- права требования и финансовые обязательства предприятия, т. е. его долги;
- работы и услуги;
- информация и другие элементы интеллектуальных активи-

вов предприятия и т. д.

При формировании и реализации конкурентной стратегии предприятия часто требуется обязательное определение стоимости бизнеса. Например, при проведении сделок с государственным и муниципальным имуществом и крупных корпоративных сделок, включая продажу или покупку активов, реорганизацию предприятия, реструктуризацию его активов, изменение организационно-правовой формы и формы собственности предприятия и т. д. Кроме того, оценка стоимости бизнеса необходима при проведении сделок, связанных с реализацией прав акционеров, включая оценку стоимости акций, выкупаемых предприятием у своих акционеров.

Конкурентная стратегия может предусматривать диверсификацию финансовых вложений, в том числе их инвестирование в уставные капиталы создаваемых и уже существующих предприятий. В случае если эти инвестиции осуществляются в неденежной форме, то также необходима их стоимостная оценка. Оценка является обязательной при вовлечении в сделку объектов, полностью или частично принадлежащих Российской Федерации, ее субъектам или муниципальным образованиям, в том числе при:

- определении стоимости объектов в целях их приватизации, передачи в доверительное управление или аренду, а также продажи;

- переуступке долговых обязательств, связанных с оцениваемыми объектами;
- использовании объектов в качестве предмета залога, включая ипотечное кредитование, и т. д.

Предметом оценки могут быть различные виды стоимости, включая рыночную, инвестиционную и ликвидационную стоимость. Оценка каждого вида стоимости имеет свои особенности, которые обуславливают возможность применения соответствующих подходов к оценке, а также конкретных методов и экономико-математических моделей.

Рыночная стоимость представляет собой наиболее вероятную цену, по которой объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на сделку не влияют какие-либо чрезвычайные обстоятельства. Иными словами, должен быть соблюден ряд условий:

- одна из сторон не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана его принимать;
- стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;
- объект сделки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов;
- цена сделки представляет собой разумное вознагражде-

ние за оцениваемый объект, и какие-либо принуждения сторон к совершению сделки отсутствуют;

- платеж за оцениваемый объект выражен в денежной форме.

Как правило, в рамках конкурентной стратегии предприятия формируется и система инвестиционных целей, предусматривающих вложение финансовых ресурсов в различные объекты. Эти цели могут быть детализированы или в рамках функциональных стратегий предприятия, или в рамках бизнес-планов его развития. Поэтому в этой ситуации целесообразно определять *инвестиционную стоимость*. Этот вид стоимости рассчитывается исходя из заранее заданных инвестиционных целей, прогнозируемой доходности оцениваемого объекта с точки зрения конкретного инвестора. *Ликвидационная стоимость* определяется в том случае, если объект оценки должен быть отчужден в срок, который меньше срока эксплуатации аналогичных объектов.

Если вид оцениваемой стоимости заранее не оговорен, то предполагается определение величины рыночной стоимости. Иногда, характеризуя вид стоимости, используют другие термины. Например, в литературе часто употребляются такие понятия, как «действительная стоимость», «разумная стоимость», «эквивалентная стоимость», «реальная стоимость» и т. д. Все они предполагают расчет величины рыночной стоимости.

При определении рыночной стоимости руководствуются рядом принципов, основными из которых являются принцип полезности, принцип спроса и предложения, принцип замещения, принцип ожидания, принцип изменения, принцип внешнего влияния, принцип эффективного использования. *Принцип полезности* заключается в том, что рыночная стоимость возникает в результате использования объектов в течение определенного периода времени. Причем это использование приводит к удовлетворению конкретных потребностей.

Принцип спроса и предложения означает, что рыночная стоимость объекта оценки зависит от спроса и предложения на рынке, характера конкуренции продавцов и покупателей, а также от ряда других факторов. Конкуренция, например, имея монопольный или олигопольный характер, существенно влияет на механизм формирования расходов и доходов предприятия. Сущность *принципа замещения* состоит в том, что рыночная стоимость объекта оценки не может превышать наиболее вероятные затраты на приобретение объекта эквивалентной полезности.

Принцип ожидания предполагает, что рыночная стоимость является ожидаемой величиной, которая зависит от продолжительности использования объекта оценки, вероятности получения доходов и других факторов. Причем величины этих доходов должны быть рассчитаны при наиболее эффективном использовании оцениваемого объекта.

Принцип изменения означает, что рыночная стоимость объекта оценки не является постоянной величиной, она изменяется во времени. Согласно *принципу внешнего влияния*, рыночная стоимость зависит от внешних факторов, определяющих условия функционирования предприятия. В качестве таких факторов, например, могут выступать: действие рыночной инфраструктуры, особенности международного и национального законодательства, политика государства и т. д.

В соответствии с *принципом эффективного использования* рыночная стоимость объекта должна определяться, исходя из наиболее вероятного варианта его использования. Причем этот вариант обязательно должен быть финансово реализуемым, экономически оправданным и соответствовать всем требованиям действующего законодательства. При соблюдении этих условий рассчитываемая величина рыночной стоимости будет максимальной.

При оценке конкурентной стратегии предприятия, предполагающей определение стоимости бизнеса в целом или отдельных его элементов, например активов, финансовых инструментов и т. д., используется ряд подходов, ориентированных на расчет либо прогнозных доходов, либо ретроспективных затрат. Основными из этих подходов являются доходный, затратный и сравнительный подходы.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.