

**ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ  
УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ  
«ОРЕНБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ АГРАРНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»**

**МЕТОДИЧЕСКИЕ УКАЗАНИЯ ДЛЯ ОБУЧАЮЩИХСЯ  
ПО ОСВОЕНИЮ ДИСЦИПЛИНЫ**

**Финансовый менеджмент**

**Направление подготовки (специальность) Экономика**  
**Профиль образовательной программы Финансы и кредит**  
**Форма обучения очная**

## СОДЕРЖАНИЕ

1. Конспект лекций.....	3
2. Лекция 1 Сущность и организация финансового менеджмента .....	3
3. Лекция 2 Бухгалтерская модель анализа финансовых проблем компании.....	5
4. Лекция 3 Современная финансовая аналитика.....	5
5. Лекция 4 Финансовое планирование.....	10
6. Лекция 5 Управление финансовым риском.....	12
7. Лекция 6 Деловой и финансовый риск фирмы.....	15
8. Лекция 7 Система финансирования хозяйственной деятельности фирмы.....	17
9. Лекция 8 Справедливая оценка акционерного капитала.....	20
10. Лекция 9 Заемные источники финансирования.....	22
11. Лекция 10 Структура и стоимость капитала.....	24
12. Лекция 11 Выбор оптимальной структуры капитала.....	25
13. Лекция 12 Дивидендная политика.....	29
14. Методические указания по выполнению лабораторных работ .....	32
15. Методические указания по проведению практических занятий .....	32
15.1 Практическое занятие № ПЗ-1 Сущность и организация финансового менеджмента .....	32
15.2 Практическое занятие № ПЗ-2 Бухгалтерская модель анализа финансовых проблем Компании.....	32
15.3 Практическое занятие № ПЗ-3 Современная финансовая аналитика .....	32
15.4 Практическое занятие № ПЗ-4 Финансовое планирование.....	33
15.5 Практическое занятие № ПЗ-5 Риск и доходность.....	34
15.6 Практическое занятие № ПЗ-6 Деловой и финансовый риск фирмы.....	34
15.7 Практическое занятие № ПЗ-7 Система финансирования хозяйственной деятельности фирмы.....	34
15.8 Практическое занятие № ПЗ-8 Справедливая оценка акционерного капитала....	35
15.9 Практическое занятие № ПЗ-9 Заемные источники финансирования.....	35
15.10 Практическое занятие № ПЗ-10 Структура и стоимость капитала.....	36
15.11 Практическое занятие № ПЗ-11 Выбор оптимальной структуры капитала.....	37
4 Методические указания по проведению семинарских занятий .....	38

## 1. КОНСПЕКТ ЛЕКЦИЙ

### 1.1 Лекция № 1 (2 часа)

#### Тема: «Сущность и организация финансового менеджмента»

##### 1.1.1 Вопросы лекции:

1. Понятие и сущность финансового менеджмента
2. Цели фирмы и задачи финансового менеджмента
3. Внешняя экономическая среда бизнеса

##### 1.1.2 Краткое содержание вопросов:

Наименование вопроса № 1 Понятие и сущность финансового менеджмента

**Управление финансами** (financial management), - целенаправленное воздействие управляющих субъектов финансовых отношений на движение финансовых ресурсов при помощи специальных приемов, методов и инструментов с целью выполнения задач и обязанностей.

Финансовый менеджмент сочетает как базовые теоретические положения финансовой экономики (принципы портфельного инвестирования, оценки финансовых и реальных активов) и принципы принятия решений на рынке капитала, так и практические наработки и рекомендации в области управления, финансового инжиниринга, учета, анализа и контроля над денежными потоками.

В управленческих решениях компании принято выделять три класса решений, которые порождают специфические денежные отношения и движения финансовых ресурсов: операционные, инвестиционные и финансовые решения. За этими решениями стоят и специфические денежные показатели: денежные потоки по операционной, инвестиционной и финансовой деятельности. Операционные решения касаются операций, поддерживающих бизнес-идею и бизнес-модель функционирования компании. Например, это решения по ассортиментной политике, взаимоотношениям с контрагентами (цены и условия оплаты сырья, материалов и т.п.) и персоналом.

Инвестиционные решения затрагивают величину и структуру долгосрочных активов компании, окупаемость которых превышает один год. Это решения по покупке или продаже таких активов, как здания, оборудование, транспортные средства и т.п.

Под финансовыми решениями понимаются решения по привлечению источников финансирования (по сроку, видам, формам погашения и т.п.) и по взаимоотношениям с собственниками компании - владельцами собственного капитала (дивидендная политика).

Разработка финансовой стратегии как функциональной стратегии, поддерживающей общую цель развития компании, включает принятие решений по долгосрочному финансированию развития компании и по взаимоотношениям с собственниками (дивидендную политику).

#### 1. Наименование вопроса № 2 Цели фирмы и задачи финансового менеджмента

Главная цель фирмы - это максимизация собственной стоимости. На практике специалисты говорят о нескольких альтернативных моделях формулирования целей финансового управления компанией, которые существенно зависят от качества развития финансового рынка и сложившейся правовой системы - акционерную, которая часто ассоциируется с англо-американской финансовой и правовой системами (модель распространена в США, Канаде, Великобритании и других странах);

- континентальную, или европейскую, где более сбалансированы интересы собственников и владельцев заемного капитала, а также нефинансовых стейкхолдеров (например, работников, интересы которых представляют профсоюзные организации);
- так называемая азиатская модель, где велика значимость внутреннего рынка капитала;
- стейкхолдерская модель с высокой ролью нефинансовых стейкхолдеров.

Функции и задачи финансового менеджмента можно систематизировать следующим образом.

Планирование, включает:	Стратегическое и текущее финансовое планирование. Составление различных смет и бюджетов. Определении ценовой политики и прогнозировании сбыта. Определении условий договоров (контрактов). Оценка возможных изменений структуры в виде слияний или разделений
Обеспечение источниками финансирования (капиталом).	Поиск внутренних и внешних источников финансирования. Выбор наиболее оптимального их сочетания.
Управление финансовыми ресурсами	Управление денежными средствами. Управление портфелями ценных бумаг.
Учет, контроль и анализ.	Установление учетной политики. Обработка и представление учетной информации в виде финансовой отчетности. Анализ и интерпретация результатов. Сопоставление отчетных данных с планами и стандартами. Внутренний аудит.
Защита активов	Управление рисками. Выбор оптимального способа страхования различных видов рисков.
Тактическими задачами являются:	<ul style="list-style-type: none"> <li>- поддержание платежеспособности;</li> <li>- разработка кредитной и налоговой политики, оптимизация величины и структуры оборотного капитала.</li> <li>- формирование ценовой политики и управления затратами.</li> </ul>

## 2. Наименование вопроса № 1 Внешняя экономическая среда бизнеса

Внешняя среда рассматривается как двухуровневая система, состоящая из микро- (среда непосредственного окружения) и макросреды (среда косвенного окружения).

*Макроокружение* определяет общие условия, в которых действует предприятие.

*К микросреде (или среде непосредственного окружения)* относят ту часть внешней среды, с которой предприятие имеет конкретное и непосредственное взаимодействие. Ее основными элементами являются потребители, конкуренты, поставщики, рынки соответствующих товаров и услуг.

Факторы макросреды:

*Политический* фактор характеризует цели развития общества, накал политической борьбы, силу различных лоббистских групп, возможности и направления изменений политической системы, способности органов государственной власти эффективно претворять в жизнь реформы и программы, степень общественной поддержки или сопротивления. Исследование проведенное аналитическим отделом британского журнала «Economist» по заказу компании «Русал», показало, что «западные бизнес- лидеры обеспокоены состоянием гражданского общества. Слабым звеном в бизнес-среде российских компаний является по их мнению репутация политической системы и этики российского бизнеса в глазах мирового сообщества.

*Правовой* фактор определяет правила деловых взаимоотношений, отношения предприятия с контрагентами, государством и обществом.

Направлениями регулирования финансовой деятельности предприятий являются:

- финансовых аспектов создания предприятий различных организационно-правовых форм
- порядка формирования информационной базы управления финансовой деятельностью
- налоговое регулирование
- порядка и форм амортизации основных средств и нематериальных активов
- кредитных операций
- денежного обращения и форм расчетов
- валютное регулирование
- инвестиционных операций
- рынка ценных бумаг
- операций страхования на финансовом рынке
- санации предприятий
- банкротства и ликвидации предприятий.

*Социальный* фактор характеризуется численностью и структурным составом населения, уровнем образования, стилем жизни, привычками, традициями, трудовой этикой, сложившейся системой ценностей и т. п.

## **1.2 Лекция № 2 (2 часа)**

**Тема: «Бухгалтерская модель анализа финансовых проблем компании»**

### **1.2.1 Вопросы лекции:**

1. Первичные аналитические показатели
2. Аналитические показатели прибыли
3. Аналитика контура интересов кредитора

### **1.2.2 Краткое содержание вопросов:**

#### **1. Наименование вопроса № 1 Первичные аналитические показатели**

Первичными аналитическими показателями названы показатели в рамках интересов кредитора, которые достаточно близки к показателям стандартов финансовой отчетности. Часть этих показателей характеризуют вложенные в компанию ресурсы - капитал и активы, часть финансовые результаты деятельности - прибыль.

**Балансовая стоимость акционерного капитала.** Ключевым показателем, характеризующим возможность функционирования компании на рынке с позиции кредитора, являются накопленные активы за вычетом обязательств. Это так называемые балансовые оценки компании (правильнее сказать, собственного капитала компании). Балансовая стоимость акционерного капитала (иногда используется термин «компания») - это суммарные активы компании за вычетом нематериальных активов и обязательств, как они показаны на балансе компании, т.е. по исторической стоимости. «Балансовые методы» оценки компании «отталкиваются» от фактической бухгалтерской отчетности, но могут включать в себя и определенные корректировки. Так, в рамках балансовых методов балансовая оценка акционерного капитала может быть рассчитана и с учетом рыночной стоимости материальных активов, стоимости воссоздания и замещения используемых в деятельности активов, по ликвидационной стоимости активов. Все эти методы расчета объединяет общий принцип - активы рассматриваются обособленно друг от друга, ценность отношений по их взаимоувязке не принимается во внимание, акцент делается только на оценке материальных активов и их простому суммированию.

Важный аналитический показатель, характеризующий возможность сохранения компании на рынке, а значит и расчета с кредиторами, - величина чистых активов. Еще один важный аналитический абсолютный показатель - чистый оборотный капитал

**Операционный денежный поток.** Ключевым аналитическим показателем денежного потока является операционный денежный поток (operating cash flow, OCF).

В финансовом анализе важен показатель денежного потока за период, который:

- генерирует бизнес в целом (вне зависимости от источников его финансирования);
- поражает возможность функционировать на рынке дальше;
- демонстрирует возможности погашения финансовых обязательств (погашение займов и процентов, выплата дивидендов, выкуп акций).

Величина операционного денежного потока важна для оценки платежеспособности компании, понимания возможностей расчетов с кредиторами и владельцами собственного капитала и возможностей реализации инвестиционных программ

## 2. Наименование вопроса № 2 Аналитические показатели прибыли

В финансовой аналитике часто вместо чистой прибыли фигурируют иные показатели, относящиеся к группе «прибыль». Основное их различие заключается в трактовке расходных статей.

**Маржинальная прибыль.** В рамках управленческого учета принято выделять маржинальную прибыль. Это результат вычета из выручки-нетто переменных операционных издержек, т.е. издержек, пропорционально меняющихся с изменением выручки. **Прибыль «про форма» (pro forma earning).** Показатель прибыли «про форма» часто представляется для лучшей демонстрации инвесторам особенностей бизнеса и его перспектив. Основная особенность такой отчетности - освобождение прибыли от разовых событий, влияющих на ее значение (нормализация). Типичный пример аналитической прибыли - показатели EBIT, EBITDA, OIBDA, NOPAT

## 3. Наименование вопроса № 3 Аналитика контура интересов кредитора

Аналитика контура интересов кредитора может быть рассмотрена по трем проекциям финансового здоровья: платежеспособности и ликвидности баланса, текущей (операционной) эффективности, сбалансированного роста.

**Проекция платежеспособности и ликвидности баланса.** Под неплатежеспособностью компании понимается ситуация, когда на счетах или в кассе отсутствуют денежные средства для погашения обязательств, по которым наступили установленные сроки оплаты. Часто неплатежеспособность является причиной обращения кредиторов в суд относительно признания компании несостоятельной (банкротом).

**Ликвидность компании** с позиции кредитора характеризует наличие у компании оборотных активов, достаточных для погашения текущих обязательств. Показатели краткосрочной ликвидности (short-term liquidity risk ratios) характеризуют степень риска компании по финансированию текущих операций.

С помощью долгосрочной ликвидности (financial strength), или показателей финансовой устойчивости, можно оценить, насколько сильно компания закредитована и достаточно ли у нее активов и прибыли для погашения взятых платных обязательств, достаточно ли собственного капитала для обеспечения расчетов с кредиторами. Часто используется термин «коэффициенты кредитного анализа».

Несколько показателей характеризуют наличие у компании платных заемных средств и степень порождаемого этими средствами риска.

1. **Финансовый рычаг.** Количественное выражение финансового рычага может фиксироваться по-разному:  $CE/E$ ,  $D/E$ ,  $D/CE$ ,  $D/V$ .

**Проекция текущей (операционной) эффективности.** Проекцию текущей эффективности формируют показатели отдачи на капитал и их разложение по факторам.

### **1.3 Лекция № 3 (2 часа)**

#### **1.3.1 Вопросы лекции: Современная финансовая аналитика**

1. Справедливая рыночная стоимость как инвестиционная оценка
2. Абсолютные аналитические показатели современного финансового анализа
3. Относительные аналитические показатели стоимостной модели анализа

#### **1.3.2 Краткое содержание вопросов:**

1. Наименование вопроса № 1 Справедливая рыночная стоимость как инвестиционная оценка

Справедливая, или обоснованная (целевая), рыночная стоимость (market value) - обобщенный термин, характеризующий расчетные оценки компании (бизнеса), которые базируются на приведении к сегодняшнему моменту будущих денежных выгод финансовых владельцев капитала с учетом временной стоимости денег и риска (вероятности) получения выгод. В зависимости от информации, на основании которой происходит оценка компании, и от учета позиции миноритарного или мажоритарного владельца капитала появляются различающиеся количественно и терминологически оценки стоимости. Для построения системы финансового управления важна оценка всего капитала компании. Для решения отдельных управленческих задач (например, продажа бизнес- единицы или бизнес- направления) бывает важна оценка именно собственного капитала, расчет справедливой акционерной стоимости. Все дальнейшие определения могут быть применены как к оценке всей компании (всего капитала и активов), так и к оценке собственного капитала.

Внутренняя, или подлинная, истинная стоимость (intrinsic, true value) - расчетная оценка капитала компании (всех ее активов) с позиции получения выгод существующими инвесторами компании, которая получена на основе всей имеющейся информации по текущей рыночной позиции компании на рынке и о ее стратегических целях. Важно подчеркнуть, что для получения этой оценки привлекается вся как публичная, так и закрытая информация (например, управленческий учет и отчетность).

Фундаментальная стоимость (fundamental value) - расчетная оценка всего капитала компании или только собственного (акционерного), отражающая выгоды владения активами для обезличенного (обобщенного) рыночного инвестора. Как правило, эта оценка формируется на базе общедоступной на рынке (публичной) информации (например, на базе стандартной финансовой отчетности и декларируемых целей и планов). Типичное представление о такой оценке компаний дают аналитические отчеты инвестиционных и брокерских компаний, которые представляют целевые цены акций компаний для портфельных (миноритарных) инвесторов - текущих или потенциальных клиентов этих компаний. Целевая цена, или справедливая цена акции, рассчитывается как отношение фундаментальной оценки собственного капитала к числу обыкновенных акций в обращении.

Наименование вопроса № 2 Абсолютные аналитические показатели современного финансового анализа

В современной финансовой аналитике, соответствующей стоимостной модели финансового анализа, традиционные учетные финансовые показатели получают новое содержание, что приводит и к трансформации терминологии. Кратко отдельные терминологические изменения рассматривались в предыдущей теме. Рассмотрим сущность новых аналитических показателей и области их применения более подробно.

**Новая трактовка активов и привлеченного капитала.** В стоимостной модели финансового анализа внимание акцентируется на рыночной оценке портфеля активов компании, так как активы по отдельности, вне портфельного использования, не всегда имеют вообще какую-либо ценность.

**Новая трактовка денежных потоков и ликвидности капитала.** В стоимостной аналитике возникает новая трактовка денежного потока и ликвидности капитала (прежде всего собственного). Анализ совокупного денежного потока за период, который формирует отчет о движении денежных средств, недостаточен. Фактически эта величина показывает разницу между остатками денежных средств на определенные моменты времени (денежные средства и их эквиваленты на конец периода минус величина на начало периода). Низкая величина остатка денежных средств может быть связана с принятием решений о выплате дивидендов в текущий момент времени, с наступлением срока погашения займов, с новыми инвестиционными проектами, развивающими новые и традиционные направления бизнеса. Большая величина совокупного денежного потока может быть порождена продажей активов, причем их отсутствие может значительно снизить конкурентные преимущества компании.

**Новая трактовка прибыли.** В стоимостной аналитике меняется и трактовка понятия прибыли, а также появляются новые ее аналитические показатели, вводится специфическое понятие экономическая или остаточной прибыли (в противовес учетной (бухгалтерской) прибыли):

Наименование вопроса № 3 Относительные аналитические показатели стоимостной модели анализа

Для сопоставления результатов деятельности разных компаний вариантов инвестирования переходят от абсолютных показателей к относительным.

В качестве базового текущего показателя эффективности работы компании с точки зрения миноритарного собственника рассматривается общая доходность акционера (total shareholders return, TSR), которая рассчитывается как сумма дивидендной доходности и доходности прироста капитала:

$$TSR = \frac{Div}{MC_0} + \frac{(MC_1 - MC_0)}{MC_0}$$

где Div- денежный поток, направляемый по результатам года владельцам собственного капитала компании (дивиденды);

МС<sub>0</sub> и МС<sub>1</sub>- рыночная капитализация в начале и конце года (периода) соответственно.

Этот же результат можно также получить, подставляя в расчеты показатели дивиденда на акцию (DPS, dividend per share) и биржевые цены акций в

Базовые рычаги системы управления, направленной на максимизацию выгод собственников, - дивиденды и рост капитализации. Значимым рычагом воздействия на капитализацию выступает создаваемая в компании фундаментальная стоимость (работа над фундаментальными показателями). Так как на наблюдаемую стоимость огромное влияние оказывают нефундаментальные факторы (наличие информации, ее качество, защита доходов инвестора от преступных действий менеджеров и других собственников),



а также психологические эффекты восприятия информации, то существенная работа должна проводиться и по этим направлениям создания стоимости.

В рекомендациях успешных профессиональных инвесторов для принятия решений о вхождении в собственный капитал компании часто звучит рекомендация о расчете коэффициента стоимостного инвестирования (value invested ratio, VIR):

$$VIR = \frac{TSR}{P/E}$$

где P (price) - цена;

E (earnings) - прибыль.

Д- Нефф, американский специалист с более чем 35-летним Успешным опытом управления активами, рекомендует для инвестирования компании, у которых VIR не ниже 0,5, а относительная величина - выше среднерыночного значения.

При отсутствии наблюдаемых рыночных оценок капитала в финансовом управлении могут быть использованы расчетные величины. Например, обозначая через  $S_1$ , и  $S_0$  расчетные оценки акционерной стоимости, полученные по принятому в компании алгоритму, общая доходность по капиталу инвесторов-собственников может быть выражена следующим образом:

$$TSR = \frac{D_{tw}}{S_0} + \frac{(S_1 - S_0)}{S_0}$$

Важными рычагами влияния на эту доходность становятся факторы, от которых зависит акционерная стоимость. Финансовая модель компании должна показать, о каких факторах идет речь и как они взаимосвязаны.

Для вычленения вклада менеджеров в создание выгод владельцам капитала целесообразно анализировать показатель MAR (market adjusted return), который отражает полную (общую) доходность владения акциями компании, скорректированную на доходность всего рынка:

$$MAR = \frac{(1 + TSR)}{(1 + k_m)}$$

где  $k_m$ - рыночная доходность.

Цель такой корректировки показателя доходности состоит в оценке эффективности процессов, происходящих в самой компании. Еще один вариант корректировок - замена рыночной доходности  $k_m$  на доходность отраслевого индекса.

В контексте интересов всех инвесторов компании (собственников и кредиторов) может рассматриваться как текущий индикатор эффективности показатель общей доходности бизнеса (total business return, TBR), рассчитываемый по формуле:

$$TBR = \frac{FCF}{V_0} + \frac{(V_1 - V_0)}{V_0}$$

где FCF- созданный за период (например, год) свободный денежный поток;

$V_0$  и  $V_1$  - расчетная справедливая стоимость компании (инвестиционная оценка

для нынешних владельцев) на начало и конец периода соответственно.

На практике для публичных компаний величина стоимости часто фиксируется по биржевым оценкам и используется показатель EV как сумма рыночной капитализации и чистого долга. (Чистый долг равен постоянно используемым платным источникам финансирования компании за вычетом денежных средств в активах баланса.)

*Показатель q-Тобина* - еще один индикатор эффективности работы капитала компании. Теоретически он определяется как рыночная оценка всего капитала компании, деленная на стоимость замещения существующих активов компании. На практике, однако, рассчитать его достаточно сложно, поэтому часто в эмпирических исследованиях для сопоставления компаний используются упрощающие процедуры расчета знаменателя формулы, а для выстраивания финансового управления применяются специфические методы пересчета стоимости замещения с учетом ряда факторов влияния.

Типичная замена показателя q -Тобина в эмпирических исследованиях - мультипликатор «кратное балансовой оценке» как отношение рыночной оценки всего капитала компании к балансовой оценке активов или отношение рыночной капитализации к балансовой оценке собственного капитала. В соответствии с этим расчет преобразуется следующим образом:

$$q - \text{Тобина} = \frac{MV}{BV}$$

#### **1.4 Лекция № 4 (2 часа)**

##### **Тема: «Финансовое планирование»**

##### **1.4.1 Вопросы лекции:**

1. Сущность и методы финансового планирования на предприятии
2. Процесс планирования
3. Прогнозирование финансовых показателей

##### **1.4.2 Краткое содержание вопросов:**

Наименование вопроса № 1. Сущность и принципы финансового планирования на предприятии

Процесс планирования предполагает анализ и прогнозирование внешней и внутренней среды предприятия, имеющихся и потенциально необходимых ресурсов для реализации поставленных целей.

Основная задача планирования состоит в повышении эффективности хозяйственной деятельности в будущем посредством:

- определения наиболее перспективных направлений развития предприятия, способствующих повышению его стоимости и росту благосостояния собственников;
- целевой ориентации, интеграции и координации всех бизнес-процессов, а также деятельности отдельных подразделений служб и сотрудников;
- выявления потенциальных рисков и снижения их уровня;
- повышения гибкости, адаптации к изменениям внешней экономической среды и т. д.

Оно формулирует пути и способы достижения поставленных целей, концентрируя внимание на основных элементах инвестиционной, финансовой и операционной политики.

Планирование базируется на ряде принципов, основополагающими из которых являются: единство, участие, непрерывность, гибкость, эффективность.

Принцип единства предполагает, что планирование должно носить системный характер. При этом предприятие рассматривается как единая, сложная, многоуровневая социально-экономическая система. Элементами такой системы являются отдельные подразделения, их взаимосвязи и бизнес-процессы, а также используемые ресурсы. Каждый из этих элементов охватывается функцией планирования. Единство планов означает общности экономических целей и взаимодействие всех элементов системы. Взаимодействие элементов реализуется по вертикали путем интеграции и дифференциации, а по горизонтали - путем координации планов структурных подразделений.

Принцип участия означает, что каждое подразделение, каждый работник предприятия должны в той или иной степени участвовать в плановой деятельности. В результате высший менеджмент получает целостное восприятие имеющихся проблем и наиболее эффективных путей их решения, а работники среднего и нижнего звена - более глубокое понимание деятельности своего подразделения, его взаимосвязей с другими службами вклада в общий результат хозяйственной деятельности.

Принцип непрерывности заключается в том, что процесс планирования на предприятии должен осуществляться систематически, а разработанные планы - приходиться на смену один другому и органично вытекать один из другого. Непрерывное планирование дает возможность своевременно корректировать и адаптировать программы деятельности в зависимости от изменений внешней и внутренней среды. Кроме того, непрерывность процесса планирования позволяет обеспечивать постоянную вовлеченность работников фирмы в плановую деятельность, со всеми вытекающими отсюда выгодами.

## Наименование вопроса № 2 Процесс планирования

Процесс планирования начинается с формулировки миссии фирмы, которая является концентрированным выражением ее стратегических целей.

В общем случае миссия содержит:

- формулировку цели существования фирмы;
- описание сферы деятельности, а также предлагаемых продуктов и услуг;
- раскрытие корпоративных «ценностей», убеждений, принципов ведения деятельности, разделяемых менеджментом и сотрудниками конкретной фирмы;
- социально-общественные обязательства и др.

Несмотря на то что миссия содержит лишь общие формулировки, на практике в ней часто находят отражение и финансовые цели фирмы.

В рамках стратегического планирования могут формулироваться различные типы целевых установок. На практике обычно выделяются следующие их виды:

- рыночные (какой сегмент рынка товаров и услуг планируется охватить, каковы приоритеты в основной деятельности предприятия);
- производственные (какие структура производства и технологии обеспечат выпуск продукции необходимого ассортимента, объема и качества);
- финансово-экономические (каковы основные источники финансирования и прогнозируемые финансовые результаты выбираемой стратегии);
- социальные (в какой мере деятельность фирмы обеспечит удовлетворение определенных социальных потребностей общества в целом или отдельных его слоев).

Установки, сделанные в стратегическом плане, получают экономическое обоснование и уточнение в процессе тактического планирования.

Тактическое планирование предполагает принятие решений о том, как должны быть распределены ресурсы и организованы бизнес-процессы фирмы для достижения стратегических целей. Другими словами, оно является планированием достижения целей фирмы при заданном ресурсном потенциале и обычно охватывает среднесрочный период. На этом уровне в разрезе ассортимента и объемов планируются программы продуктов и услуг, которые предприятие должно производить в ближайшей и среднесрочной перспективе на базе заданных мощностей и ресурсов, а также необходимые для этого в отдельных функциональных сферах деятельности мероприятия (операции). Как правило, планирование продуктовой программы осуществляется на уровне предприятия в целом. Полученная информация является базой для разработки детализированных, текущих планов предприятия.

### Наименование вопроса № 3 Прогнозирование финансовых показателей

Финансовое планирование обычно начинается с прогнозирования предполагаемого объема реализации продуктов и услуг, разработка данного прогноза является сложным и многогранным процессом, требующим учета множества внешних и внутренних факторов. Поэтому, помимо маркетинговых и финансовых подразделений, в нем принимают участие специалисты всех ключевых служб и отделов предприятия: производственного, снабженческого, бухгалтерии и др. На практике к подобным прогнозам могут привлекаться сторонние специалисты: отраслевые и независимые эксперты. На практике при прогнозировании объемов продаж обычно -пользуются разные методы.

Количественные методы прогнозирования, популярным представителем которых является трендовый метод, эффективны тогда, когда рынок в целом стабилен и фирма располагает данными о предыдущей динамике показателя продаж либо влияющих на него факторах. Этот метод основан на предположении о сохранении существующих тенденций в будущем. Его сущность заключается в построении тренда т.е. статистической модели, описывающей поведение показателя в будущем. При этом динамика может описываться как линейным, так и нелинейным трендом. Помимо переменной времени в уравнение тренда могут входить предыдущие значения показателя (авторегрессия), его усредненные значения (скользящая средняя), а также другие влияющие переменные (множественная регрессия).

Метод экспертных оценок, опроса покупателей, аналогии могут применяться в случае как в стабильных, так и нестабильных рынков.

В практике прогнозирования этих показателей широкое распространение получили аналитические методы и модели, основанные на процентных зависимостях. Сущность таких моделей заключается в изучении взаимосвязей между операционными, инвестиционными и финансовыми потребностями предприятия при заданных объемах реализации продуктов и услуг. При этом часто предполагается, что все основные статьи расходов, активов и пассивов могут быть выражены как процент (доля) от прогнозируемых продаж. В простых моделях обычно принимается допущение о линейной (пропорциональной) зависимости. В более совершенных моделях каждая статья затрат, активов, источников финансирования может иметь свой механизм, или алгоритм, фор

## 1.5 Лекция № 5 (2 часа)

### Тема: «Управление финансовым риском»

#### 1.5.1 Вопросы лекции:

1. Характеристика предпринимательского риска
2. Виды финансового риска

### 3. Показатели оценки риска

#### 1.5. 2 Краткое содержание вопросов:

##### Наименование вопроса № 1 Характеристика предпринимательского риска

Многообразие и сложность экономических отношений между хозяйствующими субъектами в условиях рынка определяют существование различных типов предпринимательского риска.

Так, в соответствии с основными направлениями хозяйственной деятельности выделяют:

- производственный, или операционный, риск, сопровождающий основную деятельность предприятия по выпуску товаров и услуг;
- коммерческий риск, присущий реализации продуктов и услуг;
- финансовый риск, связанный с используемыми предприятием источниками капитала, а также с проведением операций на финансовых рынках.

Производственный и коммерческий риски обусловлены воздействиями как внешней, так и внутренней среды. В совокупности они составляют деловой, или бизнес-риск и являются уникальными для каждого предприятия.

По характеру последствий все риски подразделяются на чистые и спекулятивные.

Особенность чистых рисков (их называют статическими) заключается в том, что они практически всегда несут в себе потери для предпринимательской деятельности. Их причинами могут быть стихийные бедствия, социально-политические потрясения, техногенные аварии и катастрофы, несчастные случаи, мошенничество, прочие обстоятельства типа форсмажор. Подобные риски практически не поддаются регулированию, их можно только застраховать.

Спекулятивные риски, которые также называют динамическими, несут в себе возможность как потерь, так и получения выгод (например, дополнительной прибыли) из различных вариантов развития событий (например, роста цен на какой-то актив). В бизнесе этот класс рисков встречается повсеместно.

##### Наименование вопроса № 2 Виды финансового риска

Финансовые риски достаточно разнообразны как по источникам возникновения, так и по формам проявления. В общем случае к ним следует отнести: риск ликвидности; риск платежеспособности; процентный риск;

риск колебания цен (ценовой риск); валютный риск; риск инфляции; кредитный риск; налоговый риск; инвестиционный риск и др.

Дадим краткую характеристику перечисленным видам финансового риска.

Риск ликвидности характеризует возможность продажи актива с минимальными затратами времени и средств.

Риск платежеспособности характеризует возможность невыполнения предприятием своих обязательств перед кредиторами контрагентами. Этот вид риска связан главным образом с заемным финансированием, поскольку использование собственного капитала не содержит формальных обязательств по выплате каких-либо доходов.

Процентный риск обычно связан с вариабельностью рыночных ставок. Риск колебания цен в той или иной степени присущ как финансовым, так и реальным активам. Для долговых финансовых инструментов он связан с существованием фундаментальной зависимости между их доходностью и сроком погашения.

Валютные риски присущи главным образом операциям, совершаемым на международных финансовых и товарных рынках, а также фирмам, ведущим хозяйственную деятельность за рубежом. Причинами этого риска являются возможные

неблагоприятные изменения валютных курсов, Процентный, валютный и ценовой риски часто объединяю: в общую группу, для обозначения которой используют термином «рыночный риск».

Инфляционный риск связан со снижением покупательной способности денег и, как следствие, уменьшением реальной доходности осуществленных операций.

Кредитный риск возникает в хозяйственной деятельности реального сектора при предоставлении покупатели продуктов и услуг товарного (коммерческого) или потребительского кредита. Формой его проявления являются неплатежи или несвоевременные расчеты за реализованную продукцию, а также рост затрат на инкассирование долга.

Налоговый риск специфичен для России. Этот вид риска обусловлен такими факторами, как возможность введения новых видов и увеличения уровня ставок действующих налогов и сборов, вменение сроков и условий осуществления отдельных налоговых платежей, вероятность отмены или пересмотра действующих залоговых льгот и т. д. Являясь для предприятия внешним и непредсказуемым, он оказывает существенное воздействие на результаты его хозяйственной деятельности.

Инвестиционный риск характеризует возможность возникновения материальных и финансовых потерь либо упущенной выгоды в процессе осуществления вложений денежных средств в различные виды активов. В соответствии с объектами этой деятельности разделяются и виды инвестиционного риска (риск реального инвестирования и риск финансового инвестирования), каждый из которых имеет свою специфику. Поскольку инвестиционные риски связаны с возможной потерей капитала предприятия, они являются одним из наиболее опасных финансовых рисков.

### Наименование вопроса № 3 Показатели оценки риска

Для учета факторов неопределенности и риска используются следующие методы:

1. метод вероятностной оценки риска;
2. метод анализа чувствительности;
3. метод сценариев;

Метод вероятностной оценки риска

Он основан на положении о том, что более рискованному активу присуща более высокая вероятность отклонения от ожидаемого уровня доходности.

Алгоритм расчетов:

1 шаг. Оценивается вероятность наступления возможных результатов инвестиционного проекта (в процентном исчислении).

2 шаг. Рассчитывается ожидаемое значение NPV при каждом из возможных результатов инвестиционного проекта (путем взвешивания величины чистой текущей стоимости с учетом вероятностей).

3 шаг. Находится суммарное ожидаемое значение NPV и стоимости инвестиционного проекта, на основе которого принимается решение об уровне риска проекта.

При сравнении двух проектов рассчитывается среднеквадратическое отклонение и коэффициент вариации показателя NPV, на основании которых делается вывод об уровне риска инвестиционных проектов.

В качестве измерителей изменчивости случайной величины используются такие показатели, как дисперсия (D) и среднеквадратическое отклонение ( $\sigma$ ).

Дисперсия рассчитывается по формуле:

$$D = \sum [(x_i - \bar{x})p_i]^2 \quad (8.1)$$

D – дисперсия,

$x_i$  - значение доходности актива,

$\bar{x}$  - среднее значение (математическое ожидание),

$p_i$  - вероятность получения доходности.

Из формулы 8.1  $D = \sum[(NPV_i - \overline{NPV})p_i]^2$  получаем формулу 8.2 для нахождения среднеквадратического отклонения:

$$\sigma = \sqrt{D} = \sqrt{\sum[(x_i - \bar{x})p_i]^2} \quad (8.2)$$

Если математическое ожидание и среднеквадратическое отклонение сильно отличаются друг от друга, то для оценки риска используют дополнительный показатель – коэффициент вариации (V) (8.3):

$$V = \frac{\sigma}{\overline{NPV}} \quad \text{или} \quad V = \frac{\sigma}{\bar{x}}$$

Метод анализа чувствительности («что будет, если»)

Анализ чувствительности -простейший и поэтому наиболее часто используемый количественный метод исследования рисков по построенной финансовой модели. С помощью анализа чувствительности можно показать, как изменяются значения выбранного критерия эффективности (например, NPV или DPP) при изменении значения той или иной входной переменной. Данный метод позволяет охарактеризовать степень устойчивости проекта к возможным изменениям условий реализации и выявить наименее и наиболее рискованные для проекта факторы.

Метод сценариев представляет собой развитие методики анализа чувствительности и предусматривает разработку сценариев реализации проекта в наиболее вероятном (базовом) и наиболее опасных вариантах для различных участников проекта.

Ключевыми параметрами, которые позволяют строить сценарии, являются: макрофакторы ( прогноз экономического развития по фазам делового цикла); отраслевые факторы ( усиление давления потребителей рост власти поставщиков, появление товаров – заместителей)

Простейший вариант сценарного построения – метод «наилучшего и наихудшего возможного случая». Таким образом, аналитик работает с тремя сценариями: базовым (который строится на текущих значениях макропараметров через построение трендов), оптимистичным и пессимистичным. В практических реализациях этого метода финансовые результаты по этим сценариям далее обрабатываются следующим образом:

а) разница между значениями оптимистичного и пессимистичного вариантов рассматривается как показатель риска. Чем выше «вилка» стоимостей, тем более рискованы инвестиции;

б) пессимистичный сценарий анализируется с точки зрения влияния на финансовую устойчивость реализующей компании (сможет ли компания-инициатор выдержать эту нагрузку).

## 1.6 Лекция №6 (2 часа)

**Тема: «Деловой и финансовый риск фирмы»**

### 1.6.1 Вопросы лекции:

1. Деловой и финансовый риск фирмы
2. Модель «затраты – объем продаж – прибыль»

### 3. Финансовый рычаг

#### 1.6.2 Краткое содержание вопросов:

##### Наименование вопроса № 1 Деловой и финансовый риск фирмы

Операционный, или производственный, риск - это риск эксплуатации активов фирмы, который зависит от их состава, структуры затрат, эффективности организации бизнес-процессов, менеджмента и т. п.

Коммерческий риск возникает в сфере реализации готовой продукции. Его причинами являются как внешние (экономическая и политическая среда, рыночная конъюнктура, специфика отрасли, степень конкуренции и т. п.), так и внутренние факторы (ценовая и маркетинговая политика, качественные характеристики продукции, управление сбытом и др.).

В совокупности коммерческий и операционный риски составляют деловой, или бизнес-риск конкретного предприятия. Этот риск выступает основным и неизбежным для любой фирмы. Его главной причиной является неопределенность, связанная с получением доходов от основной деятельности, т. е. будущей выручки от реализации товаров и оказания услуг, а основным следствием - колебания прибыли и рентабельности бизнеса.

Деловой риск зависит от ряда факторов, наиболее существенными из которых являются:

- рыночная конъюнктура и колебания спроса;
- изменчивость цен на продукцию и необходимые ресурсы;
- способность к инновациям, к внедрению прогрессивных технологий;
- эффективность управления и квалификация менеджмента;
- структура затрат фирмы и др.

Степень влияния каждого из перечисленных факторов во многом определяется внешней экономической средой,

Финансовый риск - это дополнительный риск, налагаемый на собственников, в результате решения о привлечении заемного капитала. Если фирма использует займы, то ее совокупный риск (деловой и финансовый) в значительной мере концентрируется на собственниках (держателях обыкновенных акций), которые будут требовать соответствующую компенсацию в виде большей доходности. Перенос основных последствий делового риска на владельцев возникает в связи с тем, что кредиторы получают фиксированные процентные выплаты независимо от полученных результатов хозяйственной деятельности и подвержены лишь риску неплатежеспособности.

##### Наименование вопроса № 2 Модель «затраты – объем продаж – прибыль»

Модель «затраты - объем продаж - прибыль» (cost-volume- profit - CVP), или маржинальный анализ, позволяет получить ряд полезных результатов. С его помощью можно изучать, как меняются прибыль и затраты в зависимости от колебания объемов производства и реализации. Данный подход рассматривает изменение прибыли как функцию от переменных и постоянных затрат, цены, объема и ассортимента реализуемой продукции. Помимо оценки делового риска фирмы, изучение взаимодействия этих факторов способствует более эффективному обоснованию решений следующих задач:

- управление портфелем продукции;
- определение цен на тот или иной вид продукции;
- планирование прибыли и производных от нее показателей (ROE, ROA, EPS и др.) в зависимости от изменения объемов продаж и цен;
- рациональное использование ограниченных ресурсов и др.



Получив в ходе маржинального анализа информацию о «подтверждении» и взаимосвязи ключевых элементов образования прибыли, менеджер может принимать обоснованные и эффективные управленческие решения.

Модель CVP базируется на условном разделении всех затрат фирмы на переменные (variable costs - VC) и постоянные (fixed costs - FC), а также на концепции маржинальной прибыли.

Действие операционного рычага проявляется в том, что любое изменение выручки от реализации всегда порождает более сильное изменение прибыли.

Если доля постоянных расходов велика, говорят, что предприятие имеет высокий уровень операционного рычага, а следовательно, и высокий риск. Для такого предприятия даже незначительное увеличение объемов производства может привести к существенному изменению операционной прибыли.

В практических расчетах для определения силы воздействия операционного рычага применяют отношение маржинальной прибыли (результата от реализации после возмещения переменных затрат) к операционной прибыли. С учетом ранее принятых обозначений уровень или силу воздействия операционного рычага DOL можно выразить

$$DOL = \frac{Q \times (P - V)}{Q \times (P - V) - FC}$$

Уровень операционного рычага позволяет определить величину процентного изменения прибыли в зависимости от изменения объема продаж на 1 %.

Уровень рычага в денежном выражении может быть определен:

$$DOL = \frac{P \times Q - VC}{P \times Q - VC - FC}$$

Показатель DFL дает представление о том, во сколько раз прибыль до вычета процентов и налогов (EBIT) превосходит налогооблагаемую (EBT).

### Наименование вопроса № 3 Финансовый рычаг

Финансовый «рычаг» связан с использованием таких источников финансирования, плата за которые постоянна. Эффект финансового рычага проявляется в том, что любое изменение операционной прибыли при наличии займов всегда порождает более сильное изменение чистой прибыли

Уровень финансового рычага определяется по формуле:

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I} = \frac{Q \times (P - V) - FC}{Q \times (P - V) - FC - I}$$

где I - сумма выплачиваемых процентов по займам.

Совместное влияние операционного и финансового рычагов DTL представляет собой произведение их уровней:

$$DTL = DOL \times DFL = \frac{Q \times (P - V) - FC}{Q \times (P - V) - FC - I} \times \frac{Q \times (P - V)}{Q \times (P - V) - FC} = \frac{Q \times (P - V)}{Q \times (P - V) - FC - I}$$

Показатель DTL характеризует совокупный риск предприятия, т.е. его производственной и финансовой деятельности.

Этот показатель дает представление о том, как изменение продаж повлияет на изменение чистой прибыли предприятия. Другими словами, он показывает, на сколько процентов изменится чистая прибыль при изменении объема продаж на 1%.

## **1.7 Лекция № 7 (2 часа)**

### **Тема: «Система финансирования хозяйственной деятельности фирмы»**

#### **1.7.1 Вопросы лекции:**

1. Система финансирования хозяйственной деятельности фирмы
2. Собственные источники финансирования
3. Источники и формы заемного капитала

#### **1.7.2 Краткое содержание вопросов:**

Наименование вопроса № 1 Система финансирования хозяйственной деятельности фирмы

Система финансирования предприятия включает источники и организационные формы финансирования.

Источники финансирования представляют собой денежные фонды и поступления, находящиеся в распоряжении предприятия и предназначенные для приобретения долгосрочных и оборотных активов, для осуществления затрат по ведению текущей деятельности, выполнению обязательств перед контрагентами, кредиторами, инвесторами, государством и т. п. Другими словами, это денежные средства, которые могут использоваться в качестве тех или иных видов ресурсов.

Классификация источников финансирования разнообразна и может производиться по следующим признакам.

По отношениям собственности выделяют собственные и заемные источники финансирования.

По виду собственника бывают государственные финансовые ресурсы, а также средства юридических и физических лиц (в том числе нерезидентов).

По отношению к объекту (предприятию) источники финансирования делятся на внутренние и внешние (привлеченные).

По временным характеристикам источники финансирования можно разделить на краткосрочные (до 1 года), долгосрочные и бессрочные.

Первоначальным источником финансирования любого предприятия является уставный (складочный) капитал {фонд}, который образуется из вкладов учредителей (собственников). Конкретные способы формирования уставного капитала зависят от организационно-правовой формы ведения бизнеса.

В соответствии с п. 6 ст. 66 Гражданского кодекса Российской Федерации при создании предприятия вкладами в его уставный капитал могут быть:

- денежные средства в рублях и иностранной валюте, валюта и валютные ценности оцениваются по официальному курсу Центрального банка Российской Федерации, действующему на момент вноса указанных ценностей;
- различные виды имущества (здания, сооружения, оборудование и другое имущество, относящееся к основным средствам);
- нематериальные активы - исключительные права на изобретение, промышленный образец, полезную модель; компьютерные программы, базы данных; товарный знак и знак обслуживания; деловая репутация и др.;
- производственные запасы - стоимость внесенных в счет вкладов сырья, материалов и других материальных ценностей, относящихся к оборотным активам;
- иное имущество и имущественные права, имеющие денежную оценку.

Однако для ведения и развития бизнеса часто недостаточно первоначального

капитала, внесенного учредителями (собственниками). В этой связи возникает необходимость аккумулировать доступные источники денежных ресурсов для осуществления необходимых инвестиций, выполнения обязательств, обеспечения потребностей социального характера и финансирования прочих нужд.

Существенное влияние на возможности и способы мобилизации финансовых ресурсов оказывает правовая форма ведения бизнеса. В зависимости от последней предприятие может использовать те или иные организационные формы финансирования.

Организационные формы финансирования - это конкретный способ или инструмент мобилизации/привлечения денежных ресурсов.

Организационные формы финансирования могут быть классифицированы следующим образом:

- самофинансирование (нераспределенная прибыль, амортизация, продажа активов и т. п.);
- акционерное или долевое финансирование (участие в уставном капитале, покупка акций и т. д.);
- заемное финансирование (привлечение банковских кредитов, размещение облигаций, лизинг и др.);
- бюджетное финансирование (бюджетные кредиты на возвратной основе, ассигнования из бюджета на безвозмездной основе, целевые федеральные инвестиционные программы, инвестиционный налоговый кредит, гранты и др.);
- особые формы финансирования (венчурное, проектное и др.);
- привлечение иностранного капитала.

Наибольшими возможностями по мобилизации необходимого для ведения хозяйственной деятельности капитала обладают предприятия, организованные в виде акционерных обществ (корпораций).

## Наименование вопроса № 2 Собственные источники финансирования

В зависимости от способа формирования собственные источники финансирования предприятия делятся на внутренние и внешние (привлеченные).

Внутренние источники собственных средств

Внутренние источники собственных средств формируются в процессе хозяйственной деятельности и играют значительную роль в жизни любого предприятия, поскольку определяют его способность к самофинансированию. Очевидно, что предприятие, способное полностью или в значительной степени покрывать свои финансовые потребности за счет внутренних источников, получает значительные конкурентные преимущества и благоприятные возможности для роста за счет уменьшения издержек по привлечению дополнительного капитала и снижения рисков.

Основными внутренними источниками финансирования любого коммерческого предприятия являются чистая прибыль, амортизационные отчисления, реализация или сдача в аренду неиспользуемых активов и др. К достоинствам реинвестирования прибыли следует отнести:

- отсутствие расходов, связанных с привлечением капитала из внешних источников;
- сохранение контроля за деятельностью предприятия со стороны собственников;
- повышение финансовой устойчивости и более благоприятные возможности для привлечения средств из внешних источников.

В свою очередь, недостатками использования данного источника являются его ограниченная и изменяющаяся величина, сложность прогнозирования, а также зависимость от внешних, не поддающихся контролю со стороны менеджмента факторов например, конъюнктура рынка, фаза экономического цикла, изменение спроса и цен и т. п.).

Еще одним важнейшим источником самофинансирования предприятий служат амортизационные отчисления.

Они относятся на затраты предприятия, отражая износ основных и нематериальных активов, и поступают в составе де-нежных средств за реализованные продукты и услуги. Их основное назначение - обеспечивать не только простое, но и расширенное воспроизводство.

Преимущество амортизационных отчислений как источника средств заключается в том, что он существует при любом финансовом положении предприятия и всегда остается в его распоряжении.

Величина амортизации как источника финансирования инвестиций во многом зависит от способа ее начисления, как правило, определяемого и регулируемого государством.

Выбранный способ начисления амортизации фиксируется в учетной политике предприятия и применяется в течение всего срока эксплуатации объекта основных средств.

Предприятия могут привлекать собственные средства путем увеличения уставного капитала за счет дополнительных взносов учредителей или выпуска новых акций. Возможности и способы привлечения дополнительного собственного капитала существенно зависят от правовой формы организации бизнеса.

### Наименование вопроса № 3 Источники и формы заемного капитала

Для удовлетворения своих потребностей в финансовых ресурсах предприятия могут привлекать различные виды займов. Эффективное использование займов позволяет расширить масштабы деятельности, повысить рентабельность собственного капитала, а в конечном итоге - и стоимость фирмы. В экономическом отношении любой заем представляет собой безусловное обязательство субъекта осуществить возврат к определенному сроку полученной в долг суммы и выплатить ее владельцу заранее оговоренное вознаграждение в виде процентов за использование средств.

Источники и формы заемного финансирования достаточно разнообразны. Далее дана краткая характеристика сущности и особенностей наиболее популярных форм займов, применяемых в отечественной и мировой практике.

Заемное финансирование базируется на следующих основополагающих принципах, определяющих его сущность:

- возвратность;
- платность;
- срочность.

Принцип возвратности отражает необходимость полного возмещения заемщиком полученной суммы (основной суммы долга) в установленные сроки. В реальной практике выполнение этого требования заемщиком зависит от стабильности финансовых результатов его деятельности (выручка от продаж, прибыль и т. п.), а также от качества обеспечения займа.

Принцип платности выражает обязательность уплаты заемщиком процентов за право пользования в течение определенного времени предоставленными кредитором ресурсами.

Процентные ставки по займам включают рыночную стоимость денег в зависимости от сроков и объемов, а также премии за риск, ликвидность и др., требуемые кредиторами.

Принцип срочности характеризует период времени, на который предоставляются заемные средства и по истечении которого они должны быть возвращены кредитору.

В дополнение к указанным принципам некоторые формы займов предусматривают необходимость обеспечения возврата предоставленных средств и соответствующих процентных выплат.

В общем случае заемное финансирование, независимо от формы привлечения, обладает следующими преимуществами:

- фиксированная стоимость и срок, обеспечивающие определенность при планировании денежных потоков;
- размер платы за использование не зависит от доходов фирмы, что позволяет сохранять избыток доходов в случае их роста в распоряжении собственников;
- возможность поднять рентабельность собственного капитала за счет использования финансового рычага;
- плата за использование вычитается из налоговой базы, что снижает стоимость привлекаемого источника и капитала фирмы в целом;
- не предполагается вмешательство и получение прав на управление и др.

К общим недостаткам заемного финансирования следует отнести:

- обязательность обещанных выплат и погашения основной суммы долга независимо от результатов хозяйственной деятельности;
- увеличение финансового риска;
- наличие ограничивающих условий, которые могут влиять на хозяйственную политику фирмы (например, ограничения на выплату дивидендов, привлечение других займов, слияния и поглощения, оформление в залог активов и т. п.);
- возможные требования к обеспечению;
- ограничения по срокам использования и объемам привлечения.

## **1.8 Лекция № 8 (2 часа)**

**Тема: «Справедливая оценка акционерного капитала»**

### **1.8.1 Вопросы лекции:**

#### **1.8.2 Краткое содержание вопросов:**

1. Простейшие модели оценки акций и собственного капитала
2. Модель остаточного денежного потока
3. Справедливая стоимость собственного капитала как функция экономической прибыли

Наименование вопроса № 1 Простейшие модели оценки акций и собственного капитала

Теоретически стоимость собственного капитала равна норме доходности, требуемой владельцами предприятия, и могла бы определяться, например, уровнем дивидендных выплат. Однако, на практике определить стоимость собственного капитала сложно

В случае с займами или привилегированными акциями компания обещает их держателям определенные выплаты в будущем. Зная величину этих обещанных выплат и текущую стоимость ценных бумаг, определить ожидаемый доход очень просто. Поскольку компания не дает акционерам никаких обещаний относительно будущих выплат, то подсчитать ожидаемый доход непросто. Существует несколько моделей для такого расчета, наиболее известными из которых является модель Гордона и модель CAPM.

В модели Гордона выделяются три варианта динамики прогнозных значений дивидендов:

- дивиденды не меняются (модель нулевого роста - zero - growth model);
- дивиденды возрастают с постоянным ростом (модель непрерывного роста - constant-growth model);
- дивиденды возрастают с изменяющимся темпом прироста. (модель переменного роста - multiple - growth model)

Одним из существенных недостатков модели Гордона является то, что она не учитывает фактор риска и может быть реализована лишь для компаний выплачивающих дивиденды.

Более обоснованный результат дает метод определения стоимости собственного капитала основан на использовании детерминантов ожидаемого дохода от рискованных инвестиций (Capital Asset Pricing Model – CAPM).

Расчетная формула модели имеет вид:

$$R_J = R_f + \beta_J (R_m - R_f)$$

Модели, базирующиеся на использовании финансовых коэффициентов, относятся к наиболее простым и поэтому популярны среди практиков. Как правило, оценка осуществляется на основе того или иного мультипликатора.

## Наименование вопроса № 2 Модель остаточного денежного потока

**Свободный денежный поток** показывает общую сумму денежных средств, которая доступна для распределения между собственниками и кредиторами после решения инвестиционных задач. Поэтому инвесторы уделяют основное внимание не чистому, а свободному денежному потоку (FCF – free cash flow) фирмы, который может быть направлен в их распоряжение.

FCF рассчитывается как посленалоговый денежный поток от операционной деятельности за вычетом чистых инвестиций в основной и оборотный капитал.

$$FCF = EBIT \times (1 - T) + D\&A + S_v - Capex - NWC^*$$

$$FCF = EBITDA \times (1 - T) + D\&A \times T + S_v - Capex - NWC^*$$

где EBIT – операционная прибыль; EBITDA- доамортизационная операционная прибыль; T – ставка налога на прибыль; D&A – амортизация;  $S_v$  - стоимость продажи и ликвидации активов; Capex - капитальные издержки; NWC\* - скорректированный (неденежный) чистый оборотный капитал.

Понятие FCF является фундаментальным в стоимостном анализе. Этот показатель используется в расчете внутренней (инвестиционной) стоимости компании традиционным методом DCF.

*Дисконтированный денежный поток* показывает величину будущих денежных средств, пересчитанных на текущий момент времени. Такая оценка, называемая иначе, приведенной, эквивалента в сегодняшних деньгах будущим поступлениям. Процедура дисконтирования отражает неравноценность получаемых потоков в разные моменты времени. Эта неравноценность связана не только с упускаемой выгодой инвестирования и инфляцией, но и риском. Чем меньше вероятность получения ожидаемого денежного потока ( т.е. больше риск), тем меньше текущая его оценка. Пересчет на текущий момент времени осуществляется с помощью введения ставки дисконтирования ( обозначим ее через k). Текущая оценка потока (CF), получаемого через n лет, равна

$$PV = \frac{FV_n}{(1 + k)^n}$$

## Наименование вопроса № 3 Справедливая стоимость собственного капитала как функция экономической прибыли

Модель расчета справедливой стоимости собственного капитала через экономическую прибыль имеет вид

$$S = BVE + PV (EP, ks),$$

т.е. стоимость акционерного капитала равна сумме балансовой стоимости собственного капитала компании и приведенной оценки экономической прибыли, Экономическая

прибыль равна разности чистой прибыли по бухгалтерским стандартам и платы за собственный капитал. Плата за собственный капитал может быть найдена как произведение балансовой оценки собственного капитала на требуемую доходность по собственному капиталу:

Концепция экономической добавленной стоимости акцентирует внимание на необходимость перехода от стандартной финансовой отчетности к новым аналитическим показателям,

Но для того, чтобы EVA измерял именно то, что он должен измерять, т.е. чистую экономическую прибыль для владельцев нельзя заменять NOPAT результатом производственной деятельности, а IC суммой активов по балансу. Это приводит к тому, что у показателя EVA появляются недостатки, присущие классическим показателям рентабельности. Поэтому рекомендуется для использования показателя переводить данный бухгалтерского учета в экономические.

Переход от стандартных финансовых показателей к стоимостным в рамках модели экономической прибыли предполагает три блока корректировок:

- связанные с учетной политикой;
- с работой на арендованных активах (речь идет о капитализации арендных и лизинговых платежей и дооценке на их текущую стоимость капитала);
- с затратами на НИОКР (R&D expenditure), маркетинг и другие вложения, определяющие будущие выгоды компании. Разовые операции, отраженные в финансовой отчетности, исключаются.

## **Лекция 9 (2 часа)**

### **Тема: «Заемные источники финансирования»**

#### **1.10.1 Вопросы лекции:**

1. Краткосрочные источники финансирования
2. Долгосрочные источники финансирования
3. Стоимость заемных источников

#### **1.10.2 Краткое содержание вопросов:**

##### **Наименование вопроса № 1 Краткосрочные источники финансирования**

Краткосрочные заемные средства обслуживают текущие потребности в денежных средствах компании, связанные с движением оборотного капитала: выплата заработной платы, уплата налогов, оплата сырья и материалов, финансирование различных текущих расходов. Часто используется термин «краткосрочное кредитование на пополнение оборотных средств». Крупные компании могут привлекать на российском рынке средства в рублях менее чем под 10% годовых. Традиционно средства, привлекаемые в валюте, обходятся дешевле.

Краткосрочными ссудами считаются такие, срок возврата которых не выходит за пределы одного года. Различают следующие краткосрочные ссуды: банковский овердрафт, вексель, коммерческий (товарный) кредит.

Банковский овердрафт - списание средств сверх имеющегося остатка, больше чем есть в наличии в текущий момент) это широко распространенная в банковской практике форма краткосрочного кредита. Финансирование потребностей реализуется через списание средств с банковского счета компании сверх остатка на нем. В результате по счету образуется дебетовое сальдо. При овердрафте в погашение задолженности направляются все суммы, зачисляемые на текущий (активно-пассивный) счет компании-заемщика, поэтому объем предоставленного кредита изменяется по мере поступления денег. Это отличает овердрафт от

обычных разовых ссуд. Как правило, овердрафт — наиболее дешевая форма кредита, величина процентов по нему не превышает 2% базисной учетной ставки банка.

Вексель) ценная бумага, удостоверяющая ничем не обусловленное обязательство векселедателя (при простом векселе) либо иного указанного в векселе плательщика (при переводном векселе, называемом «тратта») выплатить по наступлении предусмотренного векселем срока определенную сумму его владельцу (векселедержателю).

Корпоративные векселя — свободно обращающиеся долговые обязательства сроком до 270 дней, которые компании используют для краткосрочных заимствований, пополнения оборотного капитала или инвестирования свободных средств. В качестве платы за выданный заем по векселю банк взимает определенный процент (дисконт), величина которого ежедневно меняется. Корпоративные векселя являются одним из видов инвестиционных инструментов.

## Наименование вопроса № 2 Долгосрочные источники финансирования

К долгосрочным заимствованиям относят и корпоративные облигации. Облигации – это долговая бумага, удостоверяющая внесение ее владельцем (инвестором) денежных средств и подтверждающая обязательств компании-эмитента возместить инвестору стоимость этой ценной бумаги в определенный срок с уплатой зафиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации или получить иные имущественные права. Ключевыми отличительными свойствами облигации являются:

- отношения займа между инвестором и эмитентом. Лицо, приобретающее облигацию, не становится совладельцем предприятия, а является его кредитором на определенных условиях;
- наличие конечного срока обращения облигации, по истечении которого она выкупается эмитентом по номинальной стоимости;
- приоритет облигаций по сравнению с акциями в получении дохода. Выплата процентов по облигациям производится в первоочередном порядке по сравнению с выплатой дивидендов по акциям и имеет налоговые льготы для эмитента (создает налоговый щит);
- наличие у владельца облигации права на первоочередное удовлетворение его требований по сравнению с акционером при ликвидации организации (компании).

В отличие от банковского кредита обычно облигационные займы обеспечивают привлечение кредитных ресурсов на более длительные сроки и с учетом издержек обращения целесообразны для больших заимствований.

## Наименование вопроса № 3 Стоимость заемных источников

Стоимость большинства заемных источников можно определить на основе чистой суммы привлеченных средств и потока платежей по их погашению.

Важнейшее свойство любых видов займа заключается в том, что в общем случае процентные платежи по их обслуживанию входят в издержки, относимые на себестоимость продукции, которые вычитаются из налогооблагаемой базы. Поэтому стоимость займа корректируется на поправочный множитель  $(1 - T)$  с целью отражения данного эффекта.

Таким образом, окончательная цена заемного капитала определяется с учетом влияния на выплачиваемые налоги

$$kD = R \times (1 - T)$$



В Российской Федерации фактическая стоимость кредитов и облигационных займов, помимо ставок процентов и налогообложения прибыли, зависит от ключевой ставки ЦБ. Если процентная ставка по кредиту не выше данной ставки, умноженной на коэффициент 1,1, то затраты по уплате процентов относятся на себестоимость и уменьшают налогооблагаемую прибыль.

### **1.11 Лекция № 10 (2 часа)**

#### **Тема: «Структура и стоимость капитала»**

##### **1.11.1 Вопросы лекции:**

1. Понятие структуры и стоимости капитала
2. Средневзвешенная и предельная стоимость капитала
3. Теории структуры капитала

##### **1.11.2 Краткое содержание вопросов:**

###### **Наименование вопроса № 1 Понятие структуры и стоимости капитала**

Предприятия и фирмы получают необходимый для своей деятельности капитал из разных источников. При этом используемые источники капитала существенно отличаются по методам привлечения и по цене (стоимости). Несмотря на разнообразие подобных источников, в общем случае все они могут быть разделены на собственные и заемные<sup>1</sup>. В этой связи под структурой капитала понимается соотношение собственного и заемного капитала в финансировании предприятия.

Плата за привлечение капитала носит всеобъемлющий характер. Вкладывая средства в то или иное предприятие, собственники рассчитывают на получение определенных доходов в виде дивидендов и/или приращения капитала. В свою очередь, кредиторы рассчитывают на получение процентного дохода. Даже отказ от использования уже имеющихся в распоряжении фирмы денежных ресурсов приводит к возникновению альтернативных издержек. Таким образом, бесплатных источников капитала в рыночной экономике не существует.

Общая сумма средств, которую нужно уплатить за использование определенного источника и объема капитала, выраженная в процентах к этому объему, называется его ценой, или стоимостью

$\text{Выплаты владельцу} = \text{Стоимость капитала} / \text{Привлеченный капитал} \times 100\%$

Соответственно, совокупная, или общая, стоимость капитала фирмы складывается из стоимостей его отдельных компонент.

В финансовом менеджменте стоимость капитала является одним из ключевых показателей и широко используется при решении многих задач, поскольку она:

- представляет требуемую инвесторами отдачу на вложенные ресурсы;
- позволяет сделать рациональный выбор из нескольких вариантов инвестиций;
- лежит в основе управления структурой источников финансирования;
- выступает одним из рычагов повышения эффективности деятельности предприятия и создания дополнительной стоимости для его владельцев и т. д.

На практике основная сложность заключается в определении стоимости отдельных компонент капитала, полученных из соответствующих источников. Для некоторых источников эту стоимость можно определить сравнительно легко (например, займы, как правило, имеют фиксированную стоимость, которая указывается в кредитном договоре или проспекте эмиссии), для большинства других источников это сделать довольно трудно, причем точное исчисление часто не представляется возможным. Помимо требуемой владельцем платы за использование предоставленного капитала, предприятие может нести и другие издержки, связанные с его привлечением (затраты на эмиссию, оформление кредитных договоров, страховок, гарантий, поручительств, залогов,

привлечение консультантов и т. п.). Определение стоимости источников капитала обязательно предполагает оценку влияния факторов времени и риска.

## Наименование вопроса № 2 Средневзвешенная и предельная стоимость капитала

Поскольку стоимость различных источников финансирования разная, финансовый менеджер может варьировать структуру капитала в интересах минимизации затрат по его привлечению для достижения большей эффективности деятельности предприятия. При этом единица совокупного капитала (например, 1 рубль) будет фактически состоять из нескольких компонент, каждая из которых имеет свою собственную цену. Данная цена представляет собой ставку доходности, требуемую тем или иным поставщиком (владельцем) капитала.

Таким образом, каждая единица капитала, вложенная в хозяйственную деятельность, должна обеспечивать такой уровень доходности, который удовлетворил бы всех владельцев ее отдельных компонент.

Поэтому стоимость капитала фирмы в целом представляет собой среднее взвешенное из отдельных значений требуемых владельцами ставок доходности, или, другими словами, среднее взвешенное из затрат на его привлечение WACC.

Средневзвешенная цена капитала определяется на конкретный период времени, исходя из сложившихся экономических условий. При этом исходят из следующих допущений:

- рыночные и балансовые стоимости фирмы равны;
- существующая структура используемых источников финансирования является приемлемой или оптимальной и должна поддерживаться в будущем.

В теории при оценке WACC менеджер должен опираться на рыночную стоимость долга и собственного капитала и при этом руководствоваться необходимостью сохранения их оптимальных или целевых пропорций.

Средневзвешенная стоимость капитала фирмы увеличивается при переходе от некоторого источника финансирования к другому или увеличению его доли. Этот эффект называется точкой разрыва или предельной ценой капитала. Точка разрыва может быть определена как отношение величины источника к его доле в общей сумме капитала.

## Наименование вопроса № 3 Теории структуры капитала

В настоящее время существуют различные взгляды на роль и влияние структуры капитала на стоимость фирмы:

- теория Модильяни - Миллера (ММ);
- традиционный подход;
- компромиссные модели (теория статического равновесия);
- модели асимметричной информации;
- модели агентских издержек и др.

Согласно теории Миллера – Модильяни в идеальной экономической среде структура капитала не влияет на стоимость предприятия. Традиционный подход предполагает прямую зависимость средней стоимости капитала от его структуры и от возможности ее оптимизации в течение определенного периода развития фирмы. Критерием оптимальности является минимизация цены капитала WACC, которая приводит при прочих равных условиях к увеличению рыночной стоимости фирмы  $V$ . В реальном мире ни одно из допущений теории ММ не выполняется, и заемный капитал обходится предприятию дешевле собственного, так как выплаты в пользу кредиторов фиксированы, носят обязательный характер и являются первоочередными по сравнению с выплатами в пользу владельцев. В случае банкротства требования кредиторов удовлетворяются прежде требований собственников. Поскольку кредиторы подвергаются значительно меньшим

рискам по сравнению с собственниками, они вынуждены довольствоваться более низкой доходностью. Кроме того, использование долга в финансировании создает эффект налогового щита, который также снижает фактическую цену займов.

Таким образом, повышение доли более дешевого источника финансирования в структуре капитала, т. е. отношения  $D/V$ , должно приводить к снижению его средней стоимости и, соответственно, к росту стоимости фирмы.

#### Модели асимметричной информации

Асимметричность информации - широко известное и общепризнанное явление в мире бизнеса. Его существование обусловлено тем, что менеджмент всегда лучше, чем инвесторы и прочие внешние контрагенты, осведомлен о реальном положении дел на предприятии, его перспективах и рисках. В результате асимметричность информации существенно влияет на механизмы взаимодействия предприятия с рынком и на управленческие решения, принимаемые как внутренними, так и внешними по отношению к нему субъектами. Это в полной мере относится и к решениям по финансированию.

Наиболее известной моделью асимметричной информации в рассматриваемой области является теория иерархии, впервые предложенная и обоснованная С. Майерсом и развитая в его совместных работах с Н. Мэйлуфом. Согласно этой теории асимметричность информации влияет на выбор между внутренними и внешними источниками финансирования, а также между их основными видами. Это порождает существование иерархии выбора, в результате чего инвестиции финансируются прежде всего из внутренних источников, и в последнюю – за счет новой эмиссии акций.

### 1.11 Лекция № 11 (2 часа)

#### Тема: «Выбор оптимальной структуры капитала»

##### 1.11.1 Вопросы лекции:

1. Факторы, влияющие на выбор источников финансирования
2. Оценка заемного потенциала фирмы
3. Выбор оптимальной структуры капитала

##### 1.11.2 Краткое содержание вопросов:

Наименование вопроса № 1 Факторы, влияющие на выбор источников финансирования  
Факторами, влияющими на выбор источников финансирования, являются: гибкость, подверженность рискам, прибыль, контроль собственников, временной фактор.

Возможность принятия гибких управленческих решений в любой области представляет значительную ценность для менеджмента фирмы. Финансовая гибкость определяется диапазоном вариантов доступных источников денежных средств и условиями их предоставления. Она обеспечивается в результате сохранения резервного заемного потенциала, поддержания на соответствующем уровне кредитного рейтинга, а также формирования страхового запаса ликвидности.

на риск фирмы оказывают влияние постоянные составляющие затрат, в том числе являющиеся следствием привлечения источников финансирования, например проценты по займам или дивиденды по привилегированным акциям. Подобные затраты порождают эффект финансового рычага, а также усиливают влияние операционного рычага и совокупный риск бизнеса.

Крайним проявлением финансового риска является неспособность предприятия выполнять свои текущие и долгосрочные обязательства. Доля заемных средств в структуре капитала прямо пропорциональна степени риска частичной или полной несостоятельности предприятия. Поэтому избежание возможных финансовых затруднений играет важную роль при принятии решений о привлечении заемного капитала. Способность фирмы обслуживать тот или иной источник финансирования

непосредственно зависит от результатов ее хозяйственной деятельности. Таким образом, принятие решений по структуре капитала должно базироваться на тщательном и многовариантном прогнозе доходов и расходов, исходя из чего оцениваются будущие прибыли, а также их возможные темпы роста и отклонения. Высокие и устойчивые доходы, с одной стороны, уменьшают зависимость фирмы от внешних источников финансирования, а с другой - позволяют использовать их более дешевые, но потенциально рискованные виды.

#### Наименование вопроса № 2 Оценка заемного потенциала фирмы

При оценке заемного потенциала фирмы широкое применение получили различные финансовые показатели (коэффициенты покрытия, структуры капитала, рентабельности. Помимо традиционных финансовых показателей, на практике также используют их различные аналоги. Например, популярными измерителями способности фирмы обслуживать свой долг являются коэффициенты EBITDA/I, FFO/I, характеризующие покрытие совокупных процентных выплат /денежными потоками от операционной деятельности.

В свою очередь, показатели структуры капитала (финансового рычага) дополняются коэффициентами D/EBITDA, FCFF/D, FFO/D и др.

Например, коэффициент отношения совокупного (краткосрочного и долгосрочного) долга к прибыли от операций до вычета процентов, налогов и амортизации часто используется для оценки заемной политики фирмы. При этом фирмы, у которых соотношение D/EBITDA менее 2, считаются консервативными заемщиками и имеют значительный заемный потенциал. Диапазон значений показателя от 2 до 3 свидетельствует об умеренной заемной политике, свыше 3 - об агрессивной. Если совокупный долг превышает EBITDA более чем в 4 раза, фирма считается крайне рискованным заемщиком. Важное значение при анализе имеют и такие фундаментальные показатели, как выручка от реализации SAL, рентабельность основной деятельности (EBIT/SAL, EBITDA/SAL) и др.

Как уже отмечалось, конкретные значения финансовых коэффициентов могут значительно варьироваться даже у фирм, принадлежащих к одной отрасли. В этой связи ориентиром для сравнений и сопоставлений обычно служат среднеотраслевые показатели.

#### Наименование вопроса № 3 Выбор оптимальной структуры капитала

Структура капитала предприятия формируется под воздействием:

- темпов роста предприятия. Чем выше и устойчивее темпы роста оборота предприятия и стабильность его продаж, тем сильнее его склонность к использованию заемных средств. Предприятие, ориентированное на увеличение оборотов, как правило, делает ставку не на внутреннее, а на внешнее финансирование, поскольку при прочих равных условиях издержки по привлечению банковского кредита ниже, чем на эмиссию акций;

- тяжести налогового бремени. В таких условиях проявляется склонность предприятий к долговому финансированию по причине уменьшения налоговой базы за счет хотя бы части процентов по заемным средствам;

- состава и структуры активов предприятия. Наличие у предприятия высоколиквидных активов и имущества универсального применения, которые по своей природе могут служить подходящим обеспечением кредитов, упрощает получение заемных средств;

- уровня и динамики доходности предприятия. Предприятия с высокой доходностью на вложенный капитал, с одной стороны, могут легче привлечь инвесторов, с другой - предпочитают ограничиваться использованием собственных средств.

Следовательно, некое конкретное (желаемое) соотношение заемного и собственного капитала будет представлять собой оптимальную структуру капитала, если капитал организации, сформирован таким образом, будет обеспечивать максимальную ее стоимость при минимальном значении показателя (WACC) и минимальном на уровне финансовых рисков. Именно эти условия и являются основными критериями оптимизации структуры капитала компании.

### **1.12 Лекция № 12 (2 часа)**

#### **Тема: «Дивидендная политика»**

##### **1.12.1 Вопросы лекции:**

1. Типы дивидендов и порядок их выплат
2. Дивидендная политика и стоимость фирмы
3. Практические аспекты дивидендной политики

##### **1.12.2 Краткое содержание вопросов:**

###### **Наименование вопроса № 1 Типы дивидендов и порядок их выплат**

В реальности дивидендная политика оказывает непосредственное влияние на инвестиционные решения, структуру капитала и финансирование предприятия, выступает одной из важнейших составных частей его общей стратегии. Четко сформулированная и последовательно выполняемая дивидендная политика улучшает репутацию фирмы в глазах инвестиционного сообщества, создает ей положительный корпоративный имидж.

Поэтому разработка и реализация эффективной дивидендной политики является одним из ключевых направлений деятельности финансового менеджера. Дивидендная политика - это часть финансовой стратегии предприятия, направленная на оптимизацию пропорций между потребляемой и реинвестируемой (капитализируемой) долями прибыли с целью увеличения его рыночной стоимости и благосостояния собственников.

Вкладывая средства в акцию, долю, пай в капитале предприятия, инвестор фактически становится его совладельцем и получает право на участие в распределении получаемых доходов. В общем случае реализация данного права осуществляется в виде изъятия в пользу владельцев части прибыли в различных формах. Для корпоративной организации бизнеса (акционерных обществ) реализация права на участие в распределении прибыли традиционно осуществляется в форме дивидендных выплат (получения дивидендов). В мировой хозяйственной практике известны различные типы дивидендов:

- регулярные дивиденды, выплачиваемые на периодической или постоянной основе;
- дополнительные дивиденды (например, в случае получения сверхприбыли в данный период);
- специальные дивиденды (дополнительные разовые дивидендные выплаты);
- ликвидационные дивиденды, выплачиваемые в случае ликвидации предприятия или его части и др.

Выплата дивидендов осуществляется в несколько этапов, определяемых рядом дат.

- 1) Дата объявления — совет директоров объявляет о намерении выплатить дивиденды в соответствующем объеме (сумме) и определяет дату начала платежей.
- 2) Экс-дивидендная дата либо дата закрытия реестра - момент времени, до которого необходимо владеть акцией, чтобы иметь право на получение дивидендов. В этот день курс акций обычно снижается на величину, равную или близкую к объявленному дивиденду.
- 3) Дата платежа - день начала выплат дивидендов акционерам.

Выплата дивидендов может осуществляться в различных формах, каждая из которых имеет свои преимущества и недостатки. К наиболее распространенным из них следует отнести:

- выплаты в денежной форме
- автоматическое реинвестирование
- выплата акциями.

#### Наименование вопроса № 2 Дивидендная политика и стоимость фирмы

Современная финансовая наука предлагает несколько теоретических подходов к решению вопросов дивидендной политики, наибольшее распространение из которых получили:

- теория нерелевантности дивидендов (Ф. Модильяни и М. Миллер);
- теория предпочтения дивидендных выплат (У. Гордон, Дж. Линтнер и др.);
- теория налоговых асимметрий (Р. Литценбергер и К. Рамасвами);
- теория клиентуры;
- сигнальная теория;
- модель агентских отношений.

#### Теория нерелевантности дивидендов (теория ММ)

Как и в случае со структурой капитала, Модильяни и Миллер исследовали взаимосвязь дивидендной политики и стоимости фирмы в идеальных условиях, предполагающих:

- совершенство рынков (отсутствие налогов, расходов на привлечение капитала и транзакционных затрат; равнодоступность информации для всех участников и т. д.);
- безразличность выбора между дивидендами или доходов от прироста капитала;
- независимость инвестиционной политики фирмы от финансовой и др.

Исходя из сделанных допущений, Модильяни и Миллер показали, что инвесторов в условиях совершенного рынка будет интересовать только общая доходность, а не ее конкретные формы. Таким образом, любая дивидендная политика будет приводить к одинаковым результатам. Поэтому на совершенном рынке дивидендная политика не влияет на стоимость фирмы и благосостояние собственников.

Противоположная предыдущей точка зрения базируется на фундаментальном подходе к оценке акций, согласно которому их стоимость определяется потоком будущих дивидендных выплат. Суть второго аргумента хорошо описывает известная поговорка: «Лучше синицу в руки, чем журавль в небе». Поскольку получение дохода в форме прироста стоимости капитала связано со значительным риском и объем дохода невозможно прогнозировать, инвесторы в общем случае должны предпочитать высокий уровень текущих дивидендных выплат, т. е. «синицу в руки». При этом продажа акций на рынке для получения текущего дохода в соответствии с теорией ММ для инвестора гораздо менее привлекательна, поскольку связана с транзакционными издержками, риском неблагоприятной конъюнктуры цен и низкой ликвидности, наконец, с потерей ценного актива, способного приносить доход в будущем. Подобный консерватизм в отношении дивидендов и способа их выплат характерен для основной массы акционеров большинства зарубежных корпораций практически во всем мире, а также многих типов институциональных инвесторов.

#### Теория налоговых асимметрий

При получении дивиденды подлежат немедленному налогообложению, в то время как налог на прирост капитала уплачивается только при продаже акций, долей, паев. Таким образом, налог на прирост капитала теоретически может быть отсрочен до бесконечности. С учетом данного факта Р. Литценбергер и К. Рамасвами предложили теорию, основанную на налоговых эффектах. По их мнению, когда дивиденды облагаются более высокими налогами, чем прирост капитала, фирмы должны выплачивать самые низкие денежные дивиденды, которые они могут себе позволить. Имеющиеся денежные средства должны сохраняться и реинвестироваться или же использоваться для выкупа акций.

### Теория клиентуры

Сущность данной теории можно кратко выразить известным выражением: «Клиент всегда прав». Другими словами, фирма

должна осуществлять такую дивидендную политику, которая соответствует ожиданиям и предпочтениям ее акционеров и будущих инвесторов. В свою очередь инвесторы обычно выбирают фирму, дивидендная политика которой в наибольшей степени соответствует целям их вложений. И чем эта политика стабильнее, тем привлекательнее та или иная фирма для данной категории инвесторов.

### Наименование вопроса № 3 Практические аспекты дивидендной политики

На дивидендную политику оказывают влияние ряд факторов. к числу важнейших из них следует отнести:

- законодательные ограничения - согласно законам многих стран, в том числе Российской Федерации, дивиденды могут выплачиваться только из чистой или нераспределенной прибыли. Таким образом, отсутствие или нехватка последней может служить препятствием в реализации дивидендной политики. Законом могут предусматриваться и другие виды уже рассмотренных ограничений;
- кредитные ограничения - ссудные договоры могут включать положения о запрете дивидендных выплат на период предоставления займа или существенно ограничивать объемы направляемых на эти цели денежных средств;
- состав, цели и предпочтения акционеров - различные типы акционеров могут отдавать предпочтение той или иной дивидендной политике, а также иметь соответствующий налоговый статус;
- сохранение контроля над фирмой - текущие владельцы могут негативно относиться к привлечению капитала посредством эмиссии новых акций из-за возможности утраты контроля и размыwania своих долей. В этом случае поддержание целевой структуры финансирования возможно только за счет реинвестирования прибыли и, соответственно, снижения или невыплаты дивидендов.

Сложность различных аспектов, необходимость учета различных, часто разнонаправленно действующих, факторов, а также тесная взаимосвязь дивидендной политики с другими управленческими решениями обуславливают существование ее различных типов.

В современной практике финансового менеджмента используется несколько видов дивидендной политики:

1. Начисление дивидендов по остаточному принципу (после удовлетворения инвестиционных потребностей и формирования достаточных резервов для развития)
2. Поддержание целевого норматива коэффициента дивидендных выплат PR
3. Гарантированный минимум + дополнительные (экстра) дивиденды
4. Постоянное значение дивиденда на акцию

## 2. МЕТОДИЧЕСКИЕ УКАЗАНИЯ ПО ВЫПОЛНЕНИЮ ЛАБОРАТОРНЫХ РАБОТ

*РУП не предусмотрено*

## 3. МЕТОДИЧЕСКИЕ УКАЗАНИЯ ПО ПРОВЕДЕНИЮ ПРАКТИЧЕСКИХ ЗАНЯТИЙ

### 3.1 Практическое занятие № 1 ( 2 часа).

**Тема: Сущность и организация финансового менеджмента**

#### 3.1.1 Задание для работы:

1. Понятие и сущность финансового менеджмента

2. Цели фирмы и задачи финансового менеджмента
3. Внешняя экономическая среда бизнеса

### **3.1.2 Краткое описание проводимого занятия:**

1. Что понимается под частнопредпринимательскими и корпоративными финансами? Почему корпоративные финансы позволяют понять логику принятия финансовых решений на уровне фирмы?
2. Какие основные концепции формируют корпоративные финансы?
3. Почему важна концепция портфельного инвестирования в современных корпоративных финансах? Какие важные зависимости позволяет получить такое представление фирмы?
4. Кто такие арбитражеры и что понимается под арбитражными операциями?
5. В чем состоит суть концепции временной стоимости денег? Какие теории объясняют целесообразность и нецелесообразность выплаты процентов по ссудам?
6. Какие цели преследуют рациональные инвесторы и как агентская теория объясняет одно из несовершенств рынков.

### **3.1.3 Результаты и выводы:**

На практическом занятии рассмотрены вопросы, предусмотренные планом

## **3.2 Практическое занятие № 2 (2 часа).**

**Тема: Бухгалтерская модель анализа финансовых проблем компании**

### **3.1.1 Задание для работы:**

1. Первичные аналитические показатели
2. Аналитические показатели прибыли
3. Аналитика контура интересов кредитора

### **3.1.2 Краткое описание проводимого занятия:**

1. Каковы цели подготовки аналитической информации?
2. Какие основные группы пользователей финансовой отчетности можно выделить?
3. Какие нормативные документы лежат в основе регулирования финансовой отчетности в России?
4. Аналитику важно знать, какие статьи баланса и отчета о прибылях и убытках наиболее часто подвергаются манипулированию. На какие статьи вы будете обращать особое внимание?
5. Нужно ли проводить традиционный бухгалтерский анализ? С чем связаны проблемы его проведения?

### **3.1.3 Результаты и выводы:**

На практическом занятии рассмотрены вопросы, предусмотренные планом

## **3.3 Практическое занятие № 3 (2 часа).**

**Тема: Современная финансовая аналитика**

### **3.1.1 Задание для работы:**

1. Справедливая рыночная стоимость как инвестиционная оценка
2. Абсолютные аналитические показатели современного финансового анализа
3. Относительные аналитические показатели стоимостной модели анализа



### 3.1.2 Краткое описание проводимого занятия:

1. Чем инвестиционная аналитика отличается от анализа финансовой отчетности?
2. Что понимается под аналитической финансовой отчетностью и почему важны аналитические финансовые показатели? Приведите примеры отраслевых аналитических финансовых показателей.
3. Какие три основные проекции позволяют диагностировать финансовое здоровье компании?
4. Чем характеризуются ключевые аналитические показатели EBIT, EBITDA, FCF, EVA, MVA,? Каковы алгоритмы их расчета?
5. Почему рыночная стоимость компании (бизнеса) рассматривается как основной показатель инвестиционной аналитики?
6. Какие финансовые показатели формируют проекцию текущей эффективности в инвестиционной аналитике?
10. Что отстаивает концепция управления стоимостью компании?
11. Чем капитализация компании отличается от ее справедливой рыночной стоимости, что понимается под акционерной стоимостью?

#### 3.1.2 Результаты и выводы:

4. На практическом занятии рассмотрены вопросы, предусмотренные планом

### 3.4 Практическое занятие № 4 (2 часа).

**Тема: «Финансовое планирование»**

#### 3.1.1 Задание для работы:

1. Сущность и методы финансового планирования на предприятии
2. Процесс планирования
3. Прогнозирование финансовых показателей

#### 3.1.2 Краткое описание проводимого занятия:

1. В чем заключается сущность планирования на предприятии
2. Перечислите наиболее значимые задачи, решаемые с помощью финансового планирования.
3. Что такое миссия и стратегия организации? Какие финансовые показатели могут использоваться при их формулировке?
4. Дайте общую характеристику процесса финансового планирования. Какие виды планов разрабатываются на современном предприятии?
5. Назовите и раскройте содержание методов финансового планирования.
6. Перечислите и охарактеризуйте основные этапы метода процентных (пропорциональных) зависимостей.
7. Как рассчитывается потребность в дополнительном внешнем финансировании
8. Что представляет собой коэффициент внутреннего роста? Приведите формулу его расчета.
9. Как определяется коэффициент устойчивого роста? Что он показывает?
10. Назовите основные факторы, влияющие на устойчивый рост предприятия. Как они связаны между собой?

#### 3.1.3 Результаты и выводы:

На практическом занятии рассмотрены вопросы, предусмотренные планом

### **3.5 Практическое занятие № 5 (2 часа).**

**Тема: «Риск и доходность»**

#### **3.1.1 Задание для работы:**

1. Характеристика предпринимательского риска
2. Виды финансового риска
3. Показатели оценки риска

#### **3.1.2 Краткое описание проводимого занятия:**

1. Дайте определение понятия «риск», охарактеризуйте его сущность.
2. Раскройте содержание основных этапов управления рисками.
3. Назовите методы управления финансовыми рисками, дайте их краткую характеристику.
4. Перечислите основные показатели, используемые для количественной оценки рисков, приведите формулы для их исчисления
5. Что показывает коэффициент вариации? Когда его следует использовать?
6. В каких случаях необходимо применять показатели асимметрии и эксцесса? В чем заключается их экономический смысл?
7. В чем заключается сущность методики VaR, Как оценивается эффективность операций с учетом их риска?

#### **3.1.3 Результаты и выводы:**

На практическом занятии рассмотрены вопросы, предусмотренные планом

### **3.6 Практическое занятие № 6 ( 2 часа).**

**Тема: «Деловой и финансовый риск фирмы»**

#### **3.1.1 Задание для работы:**

1. Деловой и финансовый риск фирмы
2. Модель «затраты – объем продаж – прибыль»
3. Финансовый рычаг

#### **3.1.2 Краткое описание проводимого занятия:**

1. Сформулируйте основной принцип принятия решений в условиях риска.
2. Какие виды предпринимательского риска вы знаете?
3. Приведите классификацию финансовых рисков. Какие из них присущи вашему бизнесу?

#### **3.1.3 Результаты и выводы:**

На практическом занятии рассмотрены вопросы, предусмотренные планом

### **3.7 Практическое занятие № 7 ( 2 часа).**

**Тема: «Система финансирования хозяйственной деятельности фирмы»**

#### **3.1.1 Задание для работы:**

1. Система финансирования хозяйственной деятельности фирмы
2. Собственные источники финансирования
3. Источники и формы заемного капитала

#### **3.1.2 Краткое описание проводимого занятия:**

1. Раскройте сущность системы финансирования хозяйственной деятельности.
2. Перечислите основные формы финансирования предприятий в Российской Федерации.
3. Дайте характеристику внутренним источникам финансирования, назовите их достоинства и недостатки.
4. Каким образом предприятия могут формировать собственный капитал за счет привлеченных средств?
5. Назовите основные принципы предоставления заемного финансирования, раскройте их содержание.
6. Какие формы и методы заемного финансирования доступны российским предприятиям?
7. Дайте сравнительную характеристику различным формам банковского кредита. В чем заключаются преимущества и недостатки кредита по сравнению с эмиссией облигаций?
8. Раскройте сущность, основные преимущества и недостатки лизинга.
9. Охарактеризуйте формы и особенности бюджетного финансирования в Российской Федерации. Каковы условия его получения?
10. Назовите основные инструменты привлечения зарубежного капитала, раскройте их содержание

### **3.1.3 Результаты и выводы:**

На практическом занятии рассмотрены вопросы, предусмотренные планом

## **3.8 Практическое занятие № 8 ( 2 часа).**

**Тема: «Справедливая оценка акционерного капитала»**

### **3.1.1 Задание для работы:**

1. Простейшие модели оценки акций и собственного капитала
2. Модель остаточного денежного потока
3. Справедливая стоимость собственного капитала как функция экономической прибыли

### **3.1.2 Краткое описание проводимого занятия:**

1. Дайте определение капитала и его стоимости.
2. Как определяется стоимость обыкновенных и привилегированных акций?
3. Каким образом взаимосвязаны показатели «чистые активы» и «уставный капитал» предприятия?
4. Назовите основные признаки, лежащие в основе классификации капитала.
5. Какие факторы определяют величину и структуру собственного капитала предприятия?
6. Что такое «цена капитала» - абсолютное или относительное число?
7. Какие подходы вам известны при определении цены собственного капитала?

### **3.1.3 Результаты и выводы:**

На практическом занятии рассмотрены вопросы, предусмотренные планом

## **3.9 Практическое занятие № 9 ( 2 часа).**

**Тема: Заемные источники финансирования**

### **3.1.1 Задание для работы:**

1. Краткосрочные источники финансирования

2. Долгосрочные источники финансирования
3. Стоимость заемных источников

### **3.1.2 Краткое описание проводимого занятия:**

1. Перечислите основные формы займов и приведите формулы определения их стоимости.
2. В чем разница между долевым и долговым финансированием фирмы? й способ более предпочтителен?
3. Какие ценные бумаги относятся к эмиссионным?
4. Дайте сравнительную характеристику достоинств и недостатков эмиссий и облигаций.
5. Что такое проспект эмиссии ценных бумаг, и какие сведения он должен содержать?
6. Какие документы должна предоставить фирма-заемщик в банк для погашения кредита?
7. Из каких этапов состоит кредитный процесс в банке?
8. Какие вы знаете схемы погашения кредита?
8. Какие факторы влияют на размер процентной ставки? Какие способы начисления и погашения процентов вам известны?
9. Охарактеризуйте сущность факторинга. Кто имеет право осуществлять такие операции?
10. Какие существуют виды факторинга?
11. Какие факторы влияют на размер платы за факторинговый кредит?
12. Какие структурные элементы включает в себя плата за лизинг?
13. В чем заключается сущность коммерческого кредитования? Каково отличие коммерческого кредита от банковского?
14. Каковы порядок и условия предоставления инвестиционного налогового кредита?

### **3.1.3 Результаты и выводы:**

На практическом занятии рассмотрены вопросы, предусмотренные планом

### **3.10 Практическое занятие № 10 ( 2 часа).**

**Тема: «Структура и стоимость капитала»**

#### **3.1.1 Задание для работы:**

1. Понятие структуры и стоимости капитала
2. Средневзвешенная и предельная стоимость капитала
3. Теории структуры капитала

### **3.1.2 Краткое описание проводимого занятия:**

1. Что такое средневзвешенная и «предельная стоимость» капитала?
2. В чем проявляется взаимосвязь стоимости капитала и стоимости фирмы?
3. Как определяется точка разрыва WACC?
4. Охарактеризуйте основные теории структуры капитала, сформулируйте их выводы.
5. Какая из теорий наиболее близка к объяснению поведения фирм при формировании структуры капитала? Почему? Дайте развернутый ответ.
6. Если фирма переходит от самофинансирования к последовательному увеличению займов, почему следует ожидать вначале роста, а затем снижения стоимости акций?
7. Перечислите и охарактеризуйте основные типы издержек банкротства и финансовых затруднений.

**3.1.3 Результаты и выводы:**

На практическом занятии рассмотрены вопросы, предусмотренные планом

**3.11 Практическое занятие № 11 ( 2 часа).**

**Тема: «Выбор оптимальной структуры капитала»**

**3.1.1 Задание для работы:**

1. Факторы, влияющие на выбор источников финансирования
2. Оценка заемного потенциала фирмы
3. Выбор оптимальной структуры капитала

**3.1.2 Краткое описание проводимого занятия:**

1. Перечислите основные факторы, влияющие на выбор структуры капитала.
2. Дайте характеристику метода анализа EBIT - EPS. Какую информацию позволяет получить этот метод?
3. Как определяется равновесная величина EBIT?
4. Какие еще показатели, помимо операционной прибыли до вычета процентов и налогов, могут быть использованы для анализа способов финансирования в отношении их влияния на величину EPS?
5. С помощью каких показателей осуществляется оценка влияния финансирования на риск фирмы?
6. Раскройте сущность взаимосвязи операционного и финансового рычага и риска фирмы.
7. Для чего необходима оценка заемного потенциала фирмы? Как она осуществляется?
8. Что понимается под рейтингом кредитоспособности? Кто и каким образом формирует подобные рейтинги?
9. Раскройте сущность формального подхода к оптимизации структуры капитала.

**3.1.3 Результаты и выводы:**

На практическом занятии рассмотрены вопросы, предусмотренные планом

**3.12 Практическое занятие № 12 ( 2 часа).****4. МЕТОДИЧЕСКИЕ УКАЗАНИЯ ПО ПРОВЕДЕНИЮ СЕМИНАРСКИХ ЗАНЯТИЙ**

*РУП не предусмотрено*