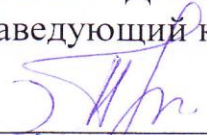


Федеральное государственное автономное  
образовательное учреждение  
высшего образования  
«СИБИРСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»

Торгово-экономический институт

Кафедра бухгалтерского учета, анализа и аудита

УТВЕРЖДАЮ  
Заведующий кафедрой

  
А.Т. Петрова  
« 10 » \_\_\_\_\_ 2017 г.

**МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ**

**Анализ финансовых результатов деятельности в системе  
стратегического финансового управления**

Направление 38.04.08 Финансы и кредит  
программа 38.04.08.03 Стратегические финансы

Научный  
руководитель

  
\_\_\_\_\_

к.э.н.

И.А. Астраханцева

Выпускник

  
\_\_\_\_\_

А.В. Леонова

Рецензент

\_\_\_\_\_

главный бухгалтер  
ООО «ŠKODA  
Гранада-Центр»

Быковская Е.В.

Нормоконтролер

  
\_\_\_\_\_

к.э.н.

И.А. Астраханцева

Красноярск 2017

## СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ .....	4
1 Виды и типы финансовых стратегий .....	6
1.1 Финансовые стратегии как вид функциональных стратегий .....	6
1.2 Методологические основы анализа финансовых результатов, показатели финансовых результатов.....	16
1.3 Развитие методологии анализа финансовых результатов с учётом типа финансовой стратегии компании .....	26
2 Направления совершенствования методологического подхода к анализу финансовых результатов в системе стратегического финансового менеджмента. ....	37
2.1 Типизация финансовой стратегии на жизненном цикле организации .....	37
2.2 Методологическая основа выбора показателей финансовой результативности по результатам осуществления и реализации финансовой стратегии.....	43
3 Формирование системы анализируемых показателей результативности: теоретические разработки, финансовая практика и рекомендации .....	49
3.1 Показатели, обеспечивающие контроль реализации стратегии и текущего финансового состояния.....	49
3.2 Анализ финансовых результатов на платформе операционно-поточковой модели управления финансами .....	65
3.3 Современная финансовая практика измерения результативности компании .....	72
ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....	77
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ .....	81

## ВВЕДЕНИЕ

Управление финансовой деятельностью занимает у руководителей предприятий главенствующее место, поскольку эффективное функционирование предприятия, а также обеспечение высоких темпов ее развития и повышение конкурентоспособности не может быть достигнуто без стратегического управления ее финансовой деятельностью.

Актуальность темы обусловлена необходимостью совершенствования системы управления экономическим ростом хозяйствующих субъектов на основе концепции стратегического управления, следование которой позволяет организациям быть успешными и конкурентоспособными. Исследования в диссертации вопросов выбора ключевых показателей результативности, обоснования их целевых значений, а также подходов к анализу и их оценке определяют актуальность темы магистерского исследования.

В этих условиях существенно возрастает роль такого инструмента обеспечения эффективного развития как финансовая стратегия. Для лучшего понимания роли финансовой стратегии в повышении эффективности деятельности предприятия, а также для построения самого процесса разработки финансовой стратегии необходимо уточнить сущность самого понятия «финансовая стратегия».

Актуальность темы связана с возросшей ролью финансовой стратегии развития организации и ее разработки в сложившихся экономических условиях, важным направлением которой является прогнозирование возможных итоговых показателей деятельности, а именно прогнозный анализ финансовых результатов с целью выявления и предотвращения возможных отрицательных результатов деятельности организации в целом.

Определению сущности понятия «финансовая стратегия» и его соответствующей формулировке посвящены исследования многих ученых, в частности И.А. Бланка, В.В. Бочарова, И.В. Иванова и В.В. Баранова, Р. Каплана и Д. Нортон, Дж. Хангера и Т. Уилена и многих других.

Исследованию роли финансовой стратегии уделено внимание таких ученых как И.И. Бажин, И.А. Бланк, Л.Е. Довгань, Р. Кох, Б.М. Мизюк, Б.Д. Немцов, Р.А. Фатхутдинов и некоторые другие. В работах этих ученых в целом верно, с нашей точки зрения, рассматриваются отдельные аспекты влияния стратегии (в том числе и финансовой) на обеспечение эффективного развития предприятий.

Цель работы: исследование системы управления финансовыми результатами деятельности организации в соответствии с целями и задачами финансового управления, которые обуславливаются финансовой стратегией и ее приоритетными направлениями на принятый горизонт планирования.

Объект исследования: система стратегического управления финансами предприятий.

Предмет исследования: процесс реализации финансовой стратегии предприятия с учетом финансовых результатов деятельности.

Задачи исследования:

Раскрыть особенности финансовой стратегии как вида функциональной стратегии

Рассмотреть методологию анализа финансовых результатов и их особенности с учетом типа финансовой стратегии

Структура работы: Магистерская работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованных источников.

Методологической основой написания данной работы являются такие общенаучные методы и приемы как, анализ и синтез, методы группировки, сравнения, аналитический метод и др. Также были использованы законодательные и нормативные акты органов государственной власти, справочные системы, литературные издания и достижения современной науки и практики бухгалтерского учёта и анализа и другие.

# 1 Виды и типы финансовых стратегий

## 1.1 Финансовые стратегии как вид функциональных стратегий

Концепция стратегического управления отражает политику предприятия (включая и финансы), представленную в системе принципов и основных целей его деятельности, характере взаимосвязи субъекта и объекта управления, механизме взаимодействия между элементами хозяйственной и организационной структуры, а также формах и способах их адаптации к изменяющимся условиям макросреды.



Рисунок 1-Модель концепции стратегического управления предприятием

Источник: составлено автором

Современная теория стратегического менеджмента разделяет все стратегии предприятия на три основных класса:

- 1) корпоративную стратегию;
- 2) функциональные стратегии;
- 3) стратегии отдельных бизнес-единиц.

Такого вывода в процессе классификации стратегий предприятия придерживаются практически все современные ученые.

Финансовая стратегия относится к классу функциональных стратегий предприятия и характеризуется определенными особенностями. Характер этих особенностей функциональной стратегии предприятия наиболее четко с нашей точки зрения сформулировано в работе известных американских ученых Дж. Хангера и Т. Уилена, которые отмечают: «Функциональная стратегия (Funktional Strategy) – это подход, при котором конкретная функциональная служба вносит свой вклад в достижение общих целей корпорации, бизнес-единиц и их стратегий.

Она концентрируется на разработке и усилении соответствующих отличительных компетенций, благодаря которым корпорация или бизнес-единица получает конкурентные преимущества»<sup>1</sup>.

Рассмотрим определение термина «финансовая стратегия», данное разными авторами.

Бланк И.А. в своих работах, дает следующее определение: «финансовая стратегия представляет собой один из важнейших видов функциональной стратегии компании, обеспечивающей все основные направления развития его финансовой деятельности и финансовых отношений, путем формирования долгосрочных финансовых целей, выбора наиболее эффективных путей их достижения, адекватной корректировки направлений формирования и использования финансовых ресурсов при изменении условий внешней среды»<sup>2</sup>.

Давыдова Л.В., Ильминская С.А., отмечают, что финансовая стратегия одна из важнейших видов функциональной стратегии предприятия, которая обеспечивает основные направления развития его деятельности и которая

---

<sup>1</sup> Вернер К.В., Мартынова Т.А. Методы прогнозирования статей финансовой отчетности организации. В сборнике «Современное состояние экономики России: проблемы и перспективы» / Под ред. Д-ра экон. Наук, проф. М.Б. Щепаккина. – Краснодар: Изд. КЦНТИ, 2011. Том 1. С.179.

<sup>2</sup> Бланк И.А. Финансовая стратегия предприятия. – К.: Эльга, Ника- Центр, 2014. С. 114.

способствует реализации основной стратегической цели – максимизации благосостояния собственников»<sup>3</sup>.

Хоминич И.П. дает следующее определение финансовой стратегии «обобщающая модель действий, которая необходима для достижения поставленных целей в рамках корпоративной миссии путем координации, распределения и использования финансовых ресурсов компании»<sup>4</sup>.

Баранова В.В. считает, что «финансовая стратегия – детально проработанная концепция привлечения и использования финансовых ресурсов предприятия, включая конкретный механизм формирования необходимого объема финансирования за счет различных источников и форм, а также механизм эффективного вложения этих ресурсов в активы предприятия»<sup>5</sup>.

Власова К.Э. считает, что финансовая стратегия – долговременный курс целенаправленного управления финансами, с помощью которого достигаются общеорганизационные стратегические цели<sup>6</sup>.

В работе В.Д. Немцова и Л.Е. Довгань она сформулирована как «стратегия финансирования»<sup>7</sup>. С нашей точки зрения, такое название слишком узко и существенно ограничивает смысл направления ее формирования – кроме вопросов формирования финансовых ресурсов она должна охватывать и вопросы их эффективного распределения и использования, обеспечения финансового равновесия предприятия в процессе его развития, усовершенствования структуры управления финансовой деятельностью и др.

---

<sup>3</sup> Давыдова Л.В., Ильминская С.А. Финансовая стратегия как фактор экономического роста предприятия / Финансы и кредит, № 30, 2014. С. 6

<sup>4</sup> Финансовая стратегия: понятие и роль в развитии компании // Молодежный научный форум: Общественные и экономические науки: электр. сб. ст. по материалам ХХІХ студ. междунар. заочной науч.-практ. конф. М.: «МЦНО». 2015 . № 10 (29)

<sup>5</sup> Баранов В.В. Финансовый менеджмент. Механизмы финансового управления предприятием в традиционных и наукоемких отраслях. Учеб. пособие / В.В. Баранов. – М.: Дело, 2012. С. 202.

<sup>6</sup> Власова К.Э. Финансовая стратегия: теоретические основы и методики разработки / К.Э. Власова. М.: Проспект, 2014. С. 49.

<sup>7</sup> Немцов В.Д., Довгань Л.Е. Стратегічний менеджмент. К.: ТОВ «УВПК» «ЕксОБ», 2012. С.128.

В работе Г.Б. Клейнера название этой стратегии предприятия сформулировано как «финансово-инвестиционная стратегия»<sup>8</sup>, что по нашему мнению является слишком широким – оно охватывает два вида стратегий по разным видам его деятельности.

Мы полностью разделяем точку зрения значительного количества ученых, которые формулируют название этой стратегии как «финансовая стратегия». Определяя основные особенности финансовой стратегии предприятия следует опираться на особенности такого класса стратегий, к которым она относится.

Исходя из этих выводов, мы можем более четко сформулировать основные особенности финансовой стратегии функционального класса:

1. финансовая стратегия выделяется в отдельный вид согласно соответствующей сфере хозяйственной деятельности предприятия;

2. по отношению к корпоративной стратегии и стратегии бизнес- единиц предприятия его финансовая стратегия носит подчиненный характер, то есть, направлена на реализацию этих стратегий;

3. как стратегия, которая носит подчиненный характер, финансовая стратегия в пределах своей сферы деятельности должна обеспечивать достижение обще корпоративных целей развития предприятия;

4. в основу разработки направлений действий по обеспечению стратегических целей развития предприятия должны быть положены определение и усиление соответствующих отличительных компетенций предприятия.

Кроме определенных особенностей финансовой стратегии как стратегии функционального класса, мы считаем необходимым определить и те ее особенности, которые формируют ее отличия от других видов функциональных стратегий предприятия.

Такие основные особенности, с нашей точки зрения, состоят в следующем:

---

<sup>8</sup> Клейнер Г.Б. Стратегии предприятия. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2013. С.412.



1. сферой хозяйственной деятельности предприятия, по которой финансовая стратегия идентифицируется как самостоятельный вид функциональной стратегии, выступает его финансовая деятельность. Как отмечают американские исследователи Р. Каплан и Д. Нортон – «финансовая деятельность является главным индикатором успеха компании»<sup>9</sup>. Это позволяет определить финансовую стратегию как один из важнейших видов функциональных стратегий предприятия;

2. финансовая стратегия предприятия направлена на реализацию не всего комплекса интересов его собственников, а только финансовых интересов. В то же время в системе этих интересов главная роль принадлежит именно финансовому их измерению – приросту ценности предприятия;

3. поиск и реализация отличительных компетенций предприятия для обеспечения достижения его стратегических целей при формировании финансовой стратегии должно происходить за счет использования финансового его потенциала. Именно на этот потенциал должна опираться разработка финансовой стратегии;

4. эти направления финансовой стратегии должны предусматривать возможность своевременной адаптации к изменениям главным образом условий внешней финансовой среды, то есть факторов, которые непосредственно влияют на результаты финансовой деятельности предприятия.

Используя подход Т.В. Гениберг, Н.А. Иванова, О.В. Полякова, охарактеризуем компоненты финансовой стратегии:

1. Стратегия на рынке ценных бумаг охватывает сектор формирования основного капитала предприятия (например, размещение акций компании, выпуск собственных облигаций и т.д.).

2. Стратегия на рынке денег охватывает сектор формирования оборотного капитала предприятия (финансовые отношения, связанные с краткосрочными

---

<sup>9</sup> Каплан Р., Нортон Д. Стратегические карты. Трансформация нематериальных активов в материальные результаты / Пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2013. С.13.

денежными обязательствами фирмы, мобилизацией временно свободных денежных средств, покупка и реализация краткосрочных инвестиций).

3. Сектор формирования дополнительных направлений развития бизнеса и капитальных вложений (реальные инвестиции, финансовые инвестиции, интеллектуальные инвестиции).

4. Сектор формирования рентабельности фирмы, ее жизнеспособности и финансовой стабильности<sup>10</sup>.

В своих публикациях Бланк И.А. выделяет доминантные сферы (направления) финансового развития предприятия: стратегия формирования финансовых ресурсов, главной задачей которой является создание потенциала финансовых ресурсов предприятия, достаточного для удовлетворения потребностей, связанных с его развитием; инвестиционная стратегия, реализация которой позволяет рационально использовать финансовые ресурсы предприятия, правильно распределять их в зависимости от направлений и форм инвестирования, учитывая критерий соотношения риска и доходности; стратегия обеспечения финансовой безопасности предприятия, что позволяет обеспечивать финансовую устойчивость предприятия в процессе стратегического развития; стратегия повышения качества управления финансовой деятельностью предприятия в стратегической перспективе.<sup>11</sup>

Можно определить основные цели финансовой стратегии предприятия, которые будут достигаться на этапе ее реализации (рис. 2).

---

<sup>10</sup> Гениберг Т.В. Сущность и методические основы разработки финансовой стратегии фирмы / Т.В. Гениберг, Н.А. Иванова, О.В. Полякова. – Научные записки НГУЭУ, № 9, 2012. С. 70.

<sup>11</sup> Бланк И.А. Финансовая стратегия предприятия. – К.: Эльга, Ника- Центр, 2014. С.118.

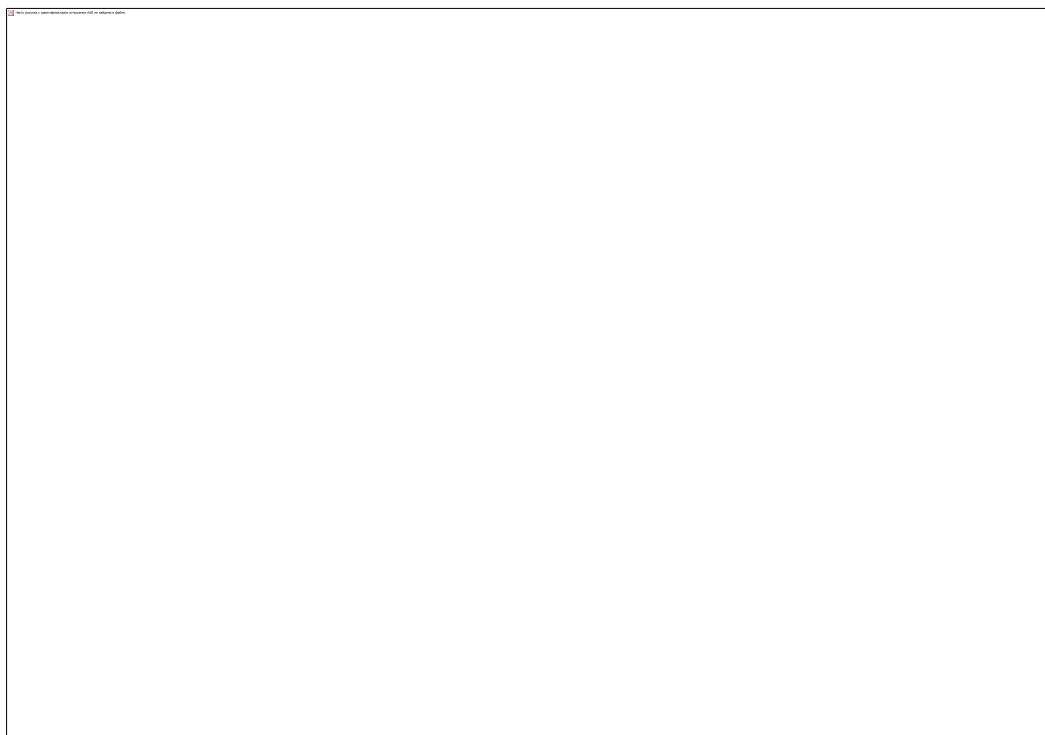


Рисунок 2- Цели финансовой стратегии предприятия<sup>12</sup> [8, с. 52]

Исходя из данных, представленных на рис. 2 сущность финансовой стратегии предприятия состоит в определении приоритетных целей и системы мероприятий по их достижению в области формирования финансовых ресурсов, оптимизации структуры капитала и эффективного использования активов, соответствующих общей концепции развития предприятия и обеспечивающих ее реализацию.

В научной литературе нет единого подхода к классификации финансовых стратегий. К примеру, профессор Бланк И.А. предлагает классификацию финансовой стратегии, представленную на рисунке 3.<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> Власова К.Э. Финансовая стратегия: теоретические основы и методики разработки / К.Э. Власова. М.: Проспект, 2014. С.52

<sup>13</sup> Бланк И.А. Финансовая стратегия предприятия. – К.: Эльга, Ника- Центр, 2014. С.33.

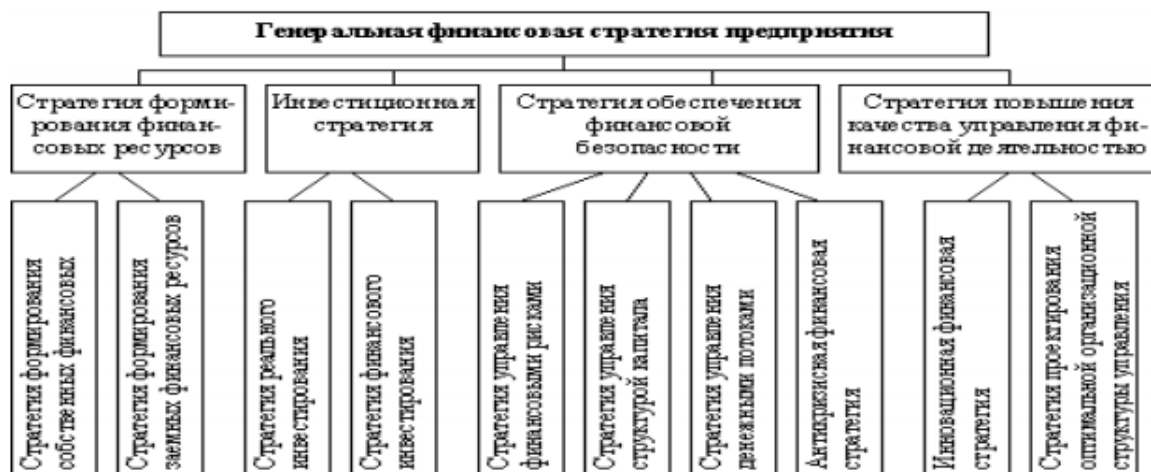


Рисунок 3- Классификация финансовых стратегий

Принятие решений в рамках любого из указанных модулей требует оценки влияния этих решений на изменение параметров развития других компонентов финансовой стратегии корпорации в смежных. Достижение цели любого модуля требует оценки решений, но в то же время имеет свои цели и задачи:

- Стратегия формирования финансовых ресурсов – создание необходимых объемов и структуры финансовых ресурсов, адекватных целям развития и позволяющих достичь стратегических установок фирмы с наибольшей результативностью.

В систему главных решаемых проблем входят: достижение стабильного увеличения объема собственных источников финансирования; привлечение необходимого внешнего финансирования с минимальными затратами; оптимизация структуры источников финансовых ресурсов и обеспечение финансовой гибкости.

- Инвестиционная стратегия – принятие решений стратегического характера в отношении оптимального распределения объема инвестиционных ресурсов по отдельным направлениям и формам инвестирования.

- Стратегия обеспечения финансовой безопасности – предотвращение развития и (или) нейтрализация угроз финансового характера. К числу основных значимых задач относятся: идентификация и оценка финансовых рисков и разработка комплекса мер по их управлению; обеспечение стабильной платежеспособности и финансовой устойчивости, реализация решений в области антикризисного управления (как в части предупреждающих мер, так и действий при проявлении признаков кризиса). –

Стратегия повышения качества управления финансовой деятельностью – создание гибкой системы УФД, отвечающей поставленным долгосрочным целям и задачам. В круг решаемых проблем входят: создание эффективной финансовой структуры, обеспечение высокого уровня квалификации и организационной культуры финансовых менеджеров, формирование необходимой информационной базы, позволяющих моделировать результаты финансовой деятельности, внедрение и эффективное использование современных технических средств, а также инновационных финансовых технологий и инструментов.

В области стратегического менеджмента финансовую стратегию рассматривают как одну из функциональных стратегий, а в области финансового менеджмента применяются такие конкретные термины как долгосрочные инвестиционные решения, структура капитала, дивидендная политика, кредитная политика, управление денежными средствами, запасами, финансовое планирование и т.д.<sup>14</sup>.

По нашему мнению, особенностью финансовой стратегии должна являться привязка к жизненному циклу предприятия и продукта.

Разработка финансовой стратегии предприятия базируется на методологических принципах концепции «стратегического управления». Концепция стратегического управления отражает четкое стратегическое

---

<sup>14</sup> Лисицына Е.В. Ключевые показатели результативности в системе показателей эффективности деятельности компании / Е.В. Лисицына, Г.С. Токаренко // Ф м. – №4. – 2012. – С. 13–27.

позиционирование предприятия, представленное в системе принципов и целей его функционирования, механизме взаимодействия субъекта и объекта управления, характере взаимоотношений между элементами хозяйственной и организационной структуры и формах их адаптации к изменяющимся условиям внешней среды.

Разработка финансовой стратегии играет большую роль в обеспечении эффективного развития предприятия. Эта роль проявляется в следующем:

— обеспечение механизма реализации долго срочных общих и финансовых целей предстоящего развития предприятия;

— возможность активного маневрирования финансовыми ресурсами;

— обеспечение реализации перспективных инвестиционных возможностей;

— возможность снижения отрицательного воздействия факторов внешней среды на результаты деятельности предприятия;

— выявление преимуществ и недостатков предприятия в финансовой деятельности в сравнении с его конкурентами;

— наличие финансовой стратегии обеспечивает четкую взаимосвязь стратегического, текущего и оперативного управления финансовой деятельностью предприятия.

Формализованным критерием эффективности финансовой стратегии может служить, «золотое правило экономики»<sup>15</sup>:

$$T_{п} > T_{в} > T_{а} > 100, \quad (1)$$

где

$T_{п}$  — темп роста прибыли;

$T_{в}$  — темп роста объема продаж;

$T_{а}$  — темп роста авансированного капитала.

---

<sup>15</sup> Лисицына Е.В. Ключевые показатели результативности в системе показателей эффективности деятельности компании / Е.В. Лисицына, Г.С. Токаренко // Ф м. – №4. – 2012. – С. 13–27.

Если в результате разработки финансовой политики в разрезе приоритетных направлений стратегического финансового развития предприятия нарушается соотношение, рекомендованное данной моделью, то в стратегию необходимо вносить коррективы, чтобы она способна была удовлетворять критерию эффективности. Только в этом случае цель считается достигнутой.

## **1.2 Методологические основы анализа финансовых результатов, показатели финансовых результатов**

В настоящее время одним из основных моментов функционирования любой организации является планирование своей деятельности. Финансовое стратегическое планирование невозможно без результатов факторного анализа финансовых результатов. Таким образом, факторный анализ финансовых результатов организации приобретает все большее значение и актуальность в условиях современной экономики.

Так правильный и своевременный анализ финансовых результатов может улучшить обоснованность финансового планирования, а также служить оценкой надежности эффективности учета и контроля, в результате обеспечения эффективности и непрерывности деятельности организации.

С помощью экономического анализа хозяйственной деятельности компания разрабатывает конкретную стратегию и тактику развития производства, выявляет и оценивает рост прибыли и рентабельности резервов, а также находит способы их мобилизации.

Конечный финансовый результат деятельности предприятий является предметом исследования многих авторов. Их понимание сущности этого понятия далеко неоднозначно.

Наиболее емкое определение дает Толкачева Н. А. Под финансовым результатом она понимает прирост или уменьшение капитала организации

в процессе финансово-хозяйственной деятельности за отчетный период, который выражается в форме общей прибыли или убытка<sup>16</sup>.

В свою очередь О. В. Ефимова считает, что финансовый результат — это прибыль. Но в то же время она отмечает, что «действительно конечный результат тот, правом распоряжаться которым, обладают собственники», и в мировой практике под ним подразумевается «прирост чистых активов»<sup>17</sup>. Изучая точки зрения различных авторов, наиболее интересным представляется мнение Г. В. Савицкой, которая пишет, что финансовые результаты деятельности предприятия характеризуются суммой полученной прибыли и уровнем рентабельности<sup>18</sup>.

Таким образом, финансовый результат определяется как прирост или уменьшение стоимости имущества при постоянном капитале на начало и конец периода.

Финансовый результат деятельности организации может быть представлен прибылью, убытком, а в точке равновесия он равен нулю. Прибыль является основным показателем производственно-финансовой деятельности предприятия, так как обеспечивает развитие производства. Она представляет собой часть дохода, остающуюся в распоряжении организации после возмещения всех затрат на производство и реализацию продукции, расходов по другим видам деятельности.

Прибыль (убыток) хозяйствующего субъекта формируют: финансовый результат основной деятельности как разница между выручкой от продаж и полной себестоимостью проданной продукции; финансовый результат от продажи материальных ценностей и иного имущества; сальдо прочих доходов и расходов, непосредственно не связанных с основной деятельностью.

---

<sup>16</sup> Толкачева Н. А. Финансовый менеджмент: курс лекций / Н. А. Толкачева. М.: Директ-Медиа, 2014. С.56.

<sup>17</sup> Ефимова О. В. Финансовый анализ: современный инструментарий для принятия экономических решений: учебник / О. В. Ефимова. М.: Омега-Л, 2014. С.55.

<sup>18</sup> Савицкая Г.В. Экономический анализ: Учебник / Г.В. Савицкая. – М.: НИЦ ИНФРА-М, 2013.С.146.



Прибыль - это экономическая категория, которая отражает доход, созданный в процессе предпринимательской деятельности хозяйствующего субъекта, представляет собой, совокупность денежных отношений, затрагивающих интересы всех участников хозяйственного процесса. Формирование прибыли предприятия происходит под влиянием внутренних и внешних факторов, которые представлены на рисунке 4.



Рисунок 4 - Факторы, формирования финансового результата деятельности компании

Как положительный финансовый результат, прибыль выполняет четыре основные функции: оценочную (позволяет оценить результативность деятельности предприятия); стимулирующую (стимулирует работу всех участников производства); фискальная (является источником доходов бюджета); воспроизводственную (финансируется развитие производства и социальной сферы).

При определении экономической прибыли учитывают особенности ведения бизнеса, вопросы упущения выгоды или траты средств без официального оформления. Убыток свидетельствует о нерациональном использовании ресурсов, о недостатках деятельности, он может быть

обусловлен влиянием объективных факторов. Полученные убытки отражаются не только на текущей финансовой ситуации предприятия, снижают его финансовые возможности, капитал. В результате хозяйствующий субъект становится неконкурентоспособным и теряет свою финансовую независимость.

Для управления стратегическими решениями берется финансовый результат, полученный предприятием исходя из данных бухгалтерского учета (рисунок 5), так как он представлен бухгалтерской прибылью, о которой мы упоминали выше, и именно она показывает рост или же снижение благосостояния фирмы, что является ключевым показателем в разработке стратегии развития организации.

Выручка (без НДС, акцизов) от продажи продукции, работ, услуг	–	Производственная себестоимость (в части переменных расходов) проданной продукции, работ, услуг	=	Валовая прибыль (маржинальная) от продаж
Валовая (маржинальная) прибыль	–	Управленческие коммерческие расходы	=	Финансовый результат от продажи продукции, работ, услуг
Финансовый результат от продажи продукции, работ, услуг	+	Сальдо прочих доходов и расходов	=	Прибыль до налогообложения
Прибыль до налогообложения	–	Налог на прибыль (с учетом отложенных налоговых активов и обязательств) и иные обязательные платежи	=	Чистая прибыль
Чистая прибыль	–	Распределенная чистая прибыль	=	Капитализированная (нераспределенная)

			прибыль
--	--	--	---------

Рисунок 5 – Модель формирования финансовых результатов <sup>19</sup>

Понятие «результативность» складывается из нескольких важных составляющих финансово-хозяйственной деятельности организации. Наиболее общей характеристикой результативности финансово-хозяйственной деятельности раньше было принято считать оборот, то есть общий объем продаж продукции (работ, услуг) за определенный период времени.

Для организаций, работающих в условиях рыночных отношений, важным показателем становится и прибыль. Рассмотрение сущности результативности позволяет определить основные задачи ее анализа. Они заключаются в том, чтобы: во-первых, определить достаточность достигнутых результатов для рыночной финансовой устойчивости организации, сохранения конкурентоспособности, обеспечения надлежащего качества жизни трудового коллектива; во-вторых, изучить источники возникновения и особенности воздействия на результативность различных факторов; в-третьих, рассмотреть основные направления дальнейшего развития анализируемого объекта.

Можно выделить несколько основных подходов к определению результативности деятельности организаций<sup>20</sup>:

1. Понимание результативности как степени достижения цели организации. В этом случае важно признание динамичности целей и различия между официальными и оперативными целями организации. Такой подход оказывается эффективным, если организационные цели конкретны, измеримы и охватывают широкий спектр деятельности организации.

2. Понимание результативности как способности организаций использовать среду для приобретения редких ресурсов. Одним из основных аспектов данной концепции является взаимозависимость между организацией и

<sup>19</sup> Басовский Л.Е. Прогнозирование и планирование в условиях рынка. Учебное пособие М.: ИНФРА-М, 2010. С.129.

<sup>20</sup> Хоминич И.П. Финансовая стратегия компании / М.П. Хоминич. – М.: Российская экономическая академия, 2015.С.52-54.

внешней средой предприятия как форма обмена определенными продуктами. В отличие от требования «максимизации», выдвигаемого в других подходах, данная методология предполагает «оптимизировать» использование среды.

3. Понимание результативности как способности организаций достигать максимальные результаты при фиксированных затратах или способности минимизировать затраты при достижении требуемых результатов.

4. Понимание результативности как способности к достижению целей на основе хороших («здоровых») внутренних характеристик. По мнению сторонников этого подхода, эффективная организационная структура усиливает удовлетворенность, чувство гарантированности и контроль персонала над деятельностью организации. Основным недостатком данной концепции — чрезмерное внимание к средствам достижения целей в ущерб оценке результатов.

5. Понимание результативности как степени удовлетворенности клиентов и заказчиков. Данный подход применим в ситуации, когда мощные группы лиц вне организации способны оказывать существенное влияние на ее функционирование.

Поскольку любая организация является элементом более крупной организационной системы и действует в предписанных ей рамках, часть организационных целей формируется сверху. Их можно рассматривать как внешние цели - ограничения или факторы - условия (например, изготовление изделий в соответствии с графиком поставок или организация выпуска продукции в количестве, указанном в заявке потребителя и др.).

Внешние цели характеризуют те свойства предприятия и среды, которые существенно влияют на ее деятельность и должны быть учтены при оценке эффективности.

Помимо внешних целей организация имеет и собственные внутренние, или автономные, цели. Внутренние цели, в отличие от внешних, связаны с выполнением основных функций организаций. В зависимости от роли в процессе принятия организационных решений внутренние цели могут быть

классифицированы на цели-направления, которые должны быть достигнуты в качестве результата, и условия, определяемые как внутренние цели-ограничения. В качестве целей-направлений могут быть названы рациональная организационная структура предприятия, совершенная система оперативного планирования и управления, синхронное выполнение процессов и работ и др. К числу целей-ограничений относятся ограничения по ресурсам, затратам на реорганизацию процессов производства и др.

Реализация целей составляет основное содержание результативности организаций. Если цели данного периода не достигнуты, то деятельность организации не может быть признана эффективной. Вместе с тем сам факт получения результата не дает возможности определить эффективно или неэффективно достижение цели, если не установлено соотношение затрат и результатов данной деятельности. Требование экономичности деятельности организации предполагает установление определенного соответствия между полученными результатами и затратами на их достижение. Если использовать изложенные положения в качестве исходных при определении сущности результативности, то можно сделать вывод, что деятельность организации может быть признана эффективной при выполнении следующих условий<sup>21</sup>:

- цели в каждый данный момент времени рассматриваются в качестве временных, подвижных, производных от требований, предъявляемых со стороны как общества, так и самой организации;
- содержание целей отвечает сущностным характеристикам организации и отражает внешние и внутренние условия функционирования предприятия;
- поставленные цели успешно достигнуты: достижение целей оправдано затрачиваемыми на это средствами, требуемое соотношение затрат и результатов деятельности выполнено;
- для достижения целей использованы принятые, одобренные обществом средства; необходимость этого условия определяется социально-экономической

---

<sup>21</sup> Хоминич И.П. Финансовая стратегия компании / М.П. Хоминич. – М.: Российская экономическая академия, 2015.С.68.

природой системы организации; его выполнение позволяет избежать дополнительных затрат, связанных с социальной реабилитацией проводимых работ.

Можно выделить три группы взаимообусловленных факторов результативности:

- общесистемные факторы, определяющие предпосылки эффективного функционирования организации, к числу которых относятся степень реализации принципов деятельности организации, организационная культура, обоснованность системы отбора и оценки организационных решений, наличие организационного механизма, осуществляющего координацию и обеспечивающего взаимосвязь частичных процессов;

- внешние факторы-ограничения деятельности организации производства, обусловленные закономерностью коммуникативности систем, основными из которых являются требования внешней среды, ограничения инвестиционных ресурсов;

- факторы управления развитием организации — наличие программы развития организации производства, обеспеченность организационными ресурсами.

Показатели результативности дают ясное представление о правильности или неправильности выбранного направления деятельности компании. Также, данные показатели позволяют ответить на важнейший вопрос, как компания приближается к поставленным целям и приближается ли вообще. Они измеряют результат деятельности компании по истечении достаточно продолжительного промежутка времени. Показатели результативности являются базовыми для определения всех остальных показателей.

Структура целевых ключевых показателей результативности должна быть привязана к этапу жизненного цикла компании, виду стратегических целей и учитывать бизнес- модель компании.



Рисунок 6- Стратегические цели и целевые показатели результативности на жизненном цикле компании<sup>22</sup>

На рисунке 6 в укрупненном виде представлена кривая жизненного цикла компании по И.Адизесу. Данная кривая более полно соответствует этапам жизненного цикла применительно к российским компаниям.

Из анализа жизненного цикла компании на рис.6 следует, что этапу юности соответствуют стратегические цели выживания; этапу рассвета- цели роста; этапу зрелости- цели развития.

Таким образом, в зависимости от этапа жизненного цикла развития компании, выдвигаемых стратегических целей и вида бизнес- модели для оценки эффективности компании можно предложить четыре группы систем показателей: показатели прибыльности, рентабельности, стоимости и смешанные системы показателей.

Следовательно, показатели результативности должны характеризовать компанию с двух сторон: как она достигает поставленные (финансовые) цели и каково ее финансовое состояние. Отсюда следует, что условно показатели

<sup>22</sup> Финансовая стратегия: понятие и роль в развитии компании // Молодежный научный форум: Общественные и экономические науки: электр. сб. ст. по материалам ХХІХ студ. междунар. заочной науч.-практ. конф. М.: «МЦНО». 2015 .№ 10 (29)

результативности можно разбить на следующие группы:

1. Показатели результативности, измеряющие степень достижения поставленных целей, или целевые показатели результативности (показатели прибыльности, рентабельности, стоимости).

2. Показатели результативности, характеризующие финансовое состояние компании в целом и показывающие, насколько компания удовлетворяет принятым на рынке условиям или ограничениям (показатели ограниченной результативности – показатели ликвидности, финансовой устойчивости и независимости, а также оборачиваемости) .

Анализ представленных стратегических целей (выживание, рост, развитие) показал, что для измерения степени их достижения можно использовать следующие группы показателей результативности:

-показатели прибыльности, сориентированные на измерение целей выживания;

-показатели рентабельности с ориентацией на оценку эффективности возврата вложенного капитала- цели роста;

- показатели стоимости с ориентацией на измерение стратегических целей развития компании.

Структуру целевых показателей результативности следует привязывать к этапу жизненного цикла компании и виду стратегических целей[4] Так, на первом этапе жизненного цикла – юность – стратегической целью компании является выживание. Следовательно, наиболее подходящими показателями для измерения степени достижения данной цели могут быть показатели выручки, прибыли и затрат.

Второй этап развития компании называется расцвет. Здесь компания ориентирована на измерение эффективности возврата вложенного капитала. В этом случае целесообразно использовать такие классические показатели, как рентабельность собственного капитала, активов, продаж, вложенного капитала. Причем выбор конкретного показателя рентабельности в качестве целевого, в свою очередь, зависит уже от целей участников компании.

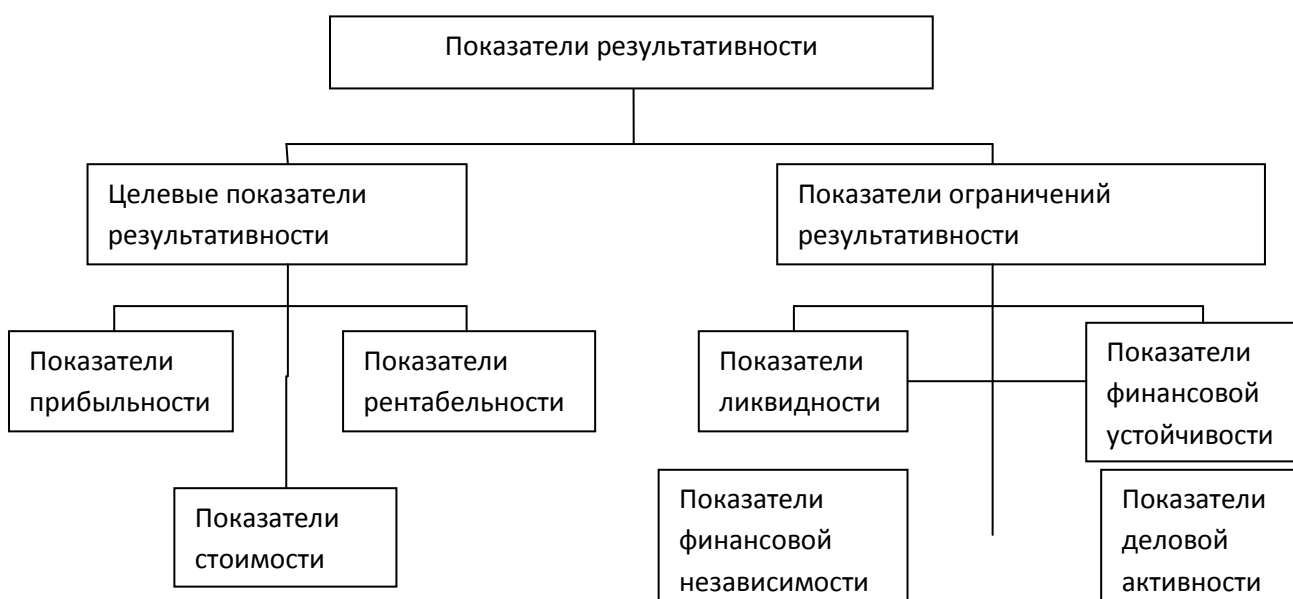


Третий этап жизненного цикла компании – зрелость. Основная цель фирмы на данном этапе – измерение стратегических целей развития компании. Ориентирование компании на эту цель показывает, что деятельность менеджмента в первую очередь направлена на рост стоимости компании. Таким образом, основными финансовыми показателями результативности можно считать экономическую добавленную стоимость (EVA) и средневзвешенную стоимость капитала (WACC).

### 1.3 Развитие методологии анализа финансовых результатов с учётом типа финансовой стратегии компании

Набор экономических показателей, характеризующих результативность деятельности организации, зависит от глубины исследования.

Показатели результативности характеризуют предприятие с двух сторон: как она достигает поставленные интегральные (финансовые) цели и каково ее финансовое состояние, которое должно удовлетворять некоторым условиям, принятым на рынке. Классификация показателей результативности приведена ниже (рис.7):



## Рисунок 7- Состав и структура показателей результативности<sup>23</sup>

На выбор конкретных видов показателей результативности оказывают влияние следующие факторы:

- этап жизненного цикла компании;
- вид стратегических целей компании в соответствии с жизненным циклом;
- бизнес-модель компании (отрасль, организационная структура и основные бизнес- процессы).

Далее следует рассмотреть ключевые показатели ограничения результативности.

Ключевые показатели ограничений степени достижения поставленных целей предлагается рассматривать в четырех направлениях (рис.8):

- показатели ликвидности в абсолютных и относительных единицах измерения;
- показатели финансовой независимости;
- показатели деловой активности.

---

<sup>23</sup> Власова К.Э. Финансовая стратегия: теоретические основы и методики разработки / К.Э. Власова. – М.: Проспект, 2014. С.55.



Рисунок 8-Структура показателей ограничения степени достижения целей<sup>24</sup>

На первые три группы показателей существуют различные виды количественных ограничений, принятых на рынке для конкретных условий деятельности компании с учетом ее отраслевых и иных особенностей. Данные ограничения установлены, чтобы снизить различные виды финансовых рисков: платежеспособности, ликвидности, финансовой устойчивости и независимости.

Последняя группа – показатели деловой активности – количественных ограничений не имеет, но в группе ограничений должна остаться по следующей причине. Дело в том, что данные показатели имеют в основном отраслевой характер. Следовательно, они могут являться показателями сравнения по деловой активности в отрасли, в которой показатели лучших представителей

<sup>24</sup> Власова К.Э. Финансовая стратегия: теоретические основы и методики разработки / К.Э. Власова. – М.: Проспект, 2014. С.87.

отрасли являются ориентирами для всех остальных. То есть достигнутые значения показателей деловой активности лучших представителей отрасли будут являться ограничениями для всех остальных представителей.

Существует три группы показателей, с помощью которых осуществляется управление финансовой результативностью предприятия( рис.9)

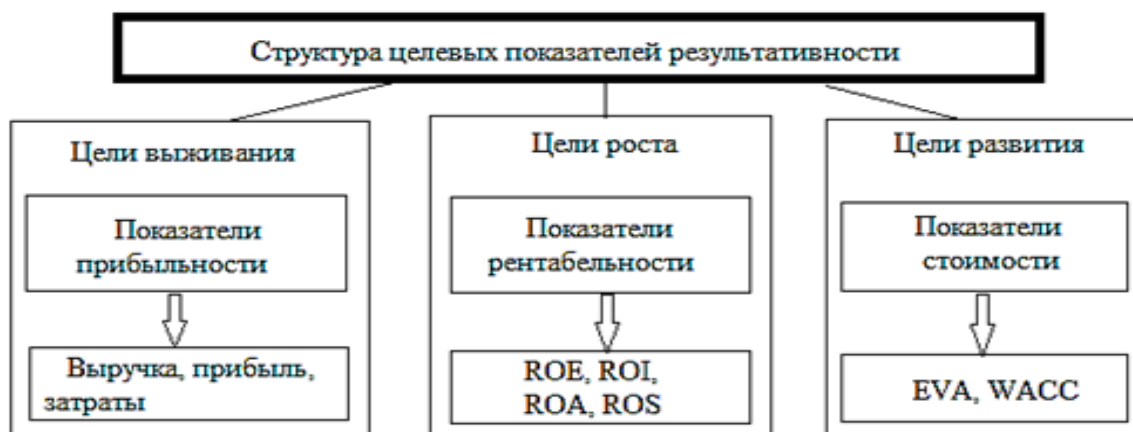


Рисунок 9- Структура целевых показателей результативности<sup>25</sup>

Таким образом, в зависимости от этапа жизненного цикла развития компании и выдвигаемых стратегических решений для оценки эффективности компании можно предложить три группы систем показателей: показатели прибыльности, рентабельности и стоимости.

Использование показателей выручки, прибыли и затрат в качестве целевых ключевых показателей прибыльности на этапе выживания имеет как свои достоинства, так и недостатки.

К достоинствам следует отнести:

- относительную простоту вычисления: Чистая прибыль = Выручка – (Себестоимость, включая амортизацию) – (Коммерческие и управленческие расходы) + (Проценты к получению, Прочие доходы) – (Проценты к уплате,

<sup>25</sup> Власова К.Э. Финансовая стратегия: теоретические основы и методики разработки / К.Э. Власова. – М.: Проспект, 2014. С.89.

Прочие расходы) – (Налог на прибыль, Иные обязательства);

- наглядность и ясность представления полученных показателей выручки, прибыли и затрат, а следовательно, понимание того, чем управляешь.

Вместе с тем использование показателей прибыльности в качестве целевых показателей результативности имеет ряд недостатков:

- существуют различные виды показателя «прибыль» (прибыль от основной деятельности, балансовая, валовая, до уплаты налогов, налогооблагаемая, чистая и др.), неопределенность выбора которых затрудняет их использование;

- показатель прибыли не учитывает «качество» доходов, а также неопределенность и риск, связанный с их получением;

- величина прибыли, отражаемая в бухгалтерской отчетности, не позволяет оценить, был ли приумножен или растрочен капитал компании за отчетный период, так как в бухгалтерской отчетности на данный момент полностью не находят отражения все экономические затраты предприятия на привлечение долгосрочных ресурсов;

- в силу допущения бухгалтерскими стандартами [11] разных стран возможности использования различных подходов к определению величины доходов и расходов показателя прибыли, рассчитанные разными предприятиями, могут быть несопоставимы. Так, например, показатель чистой прибыли на западе может рассчитываться следующими способами:

1) NOPAT (Net Operating Profits After Taxes) – чистая операционная прибыль за вычетом налогов, но до выплаты процентов.

2) NOPLAT (Net Operating Profits Less Adjusted Taxes) – чистая операционная прибыль за вычетом скорректированных налогов, но до выплаты процентов.

В настоящее время как на Западе, так и в России в качестве одного из основных финансовых показателей компании признан CF (Cash Flow) — «поток платежей».

Существует несколько способов исчисления показателя CF, из которых

остановимся на двух. 1. прямой метод CF:  $CF = \text{Поступления от всех видов деятельности} - \text{Выплаты предприятия по всем статьям расходов}$ .

2. Косвенный метод CF:  $\text{денежных средств (CF)} = \text{обязательств} + \text{собственного капитала} - \text{неденежных активов}$ , где — прирост соответствующих показателей за отчетный период. Для того чтобы рассчитать CF по прямому методу, требуются значительные затраты времени на ведение учета состояния всех позиций, по которым наблюдаются поступления и выплаты денежных средств. Поэтому в практике финансового менеджмента часто используется косвенный метод.

Общим недостатком рассмотренных абсолютных показателей прибыли является их изолированность, а следовательно, возможность неоднозначного толкования. В практике управления финансовыми результатами компании все большее предпочтение отдается не отдельным показателям, а их системам.

Часть этих недостатков может быть устранена при использовании показателей с ориентацией на оценку эффективности возврата вложенного капитала, то есть показателей рентабельности.

Структура показателей эффективности возврата на вложенный капитал с учетом возможных целевых установок участников бизнеса приведена на рис. 10.

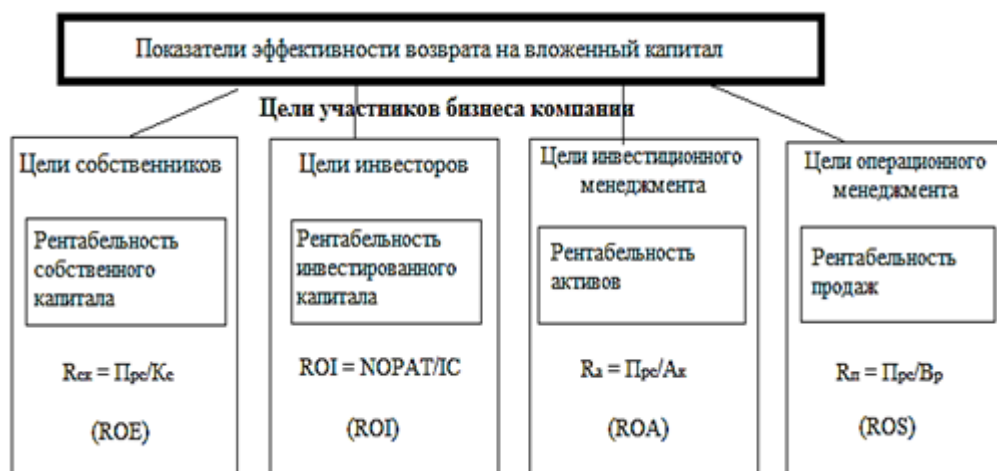


Рисунок 10- Структура показателей эффективности возврата на

## вложенный капитал<sup>26</sup>

Возврат на капитал (ROE) показывает прибыль на один доллар капитала, который акционеры инвестировали в компанию, а возврат на активы (ROA) измеряет доход компании на один доллар активов компании, а не только на капитал.

Оба этих показателя являются весьма неплохими для оценки общей прибыльности компании. Компании, у которых есть в наличии экономические рвы, обычно имеют более высокие показатели возвратов, нежели их конкуренты.

Если ROA компании постоянно превышает 10% и/или её ROE превышает 15%, такая компания может и в самом деле обладать экономическим рвом.

Наилучшим способом для определения того, если ли у компании экономический ров, является вычисление показателя возврата на инвестированный капитал (ROI). Этот показатель напоминает расчет ROA, но идет в расчете немного далее. Он даёт четкую картину того, насколько эффективно компания использует свой капитал, а также отвечает на вопрос, дают ли её конкурентные преимущества возможность создавать ей устойчивый доход на этот капитал.

$$\text{ROI} = (\text{Чистая операционная прибыль после налогов [NOPAT]} / \text{(Инвестированный капитал [IC])}) \quad (2)$$

Однако важно отметить, что показатели рентабельности малоэффективны в определении роста или снижения стоимости компании.

На этапе развития компания стремится к максимизации своей стоимости. Данная цель позволяет компании превратить разрозненные направления бизнеса, разнородные процессы и разобщенных сотрудников в единое целое, направив каждое звено организационной цепочки к достижению поставленной

---

<sup>26</sup> Чурко В. В. Стратегический потенциал и рентабельность организации // Вектор науки Тольяттинского Государственного Университета. 2014. № 2(17). С. 7–9

цели – увеличению стоимости компании.

Наиболее часто используемым для измерения поставленной цели является показатель экономической добавленной стоимости EVA, определяемый по следующей расчетной модели:

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC, \quad (3)$$

где NOPAT – чистая операционная прибыль без учета выплаты процентов за заемный капитал;

WACC – средневзвешенная стоимость инвестированного капитала;

IC – инвестированный капитал.

Данный показатель позволяет дать оценку деятельности компании, которая наиболее точно выражает фактическую прибыльность компании, так как оценка стоимости компании осуществляется в первую очередь на основе не данных бухгалтерского учета, а результатов экономической деятельности. Однако при расчете EVA в большей степени учитываются финансовые факторы, а нефинансовые уходят на второй план, что ведет к недооценке таких факторов как потенциал и знания персонала, информационные технологии и другие.

Еще одним показателем, дающим оценку стоимости компании, является средняя стоимость капитала (WACC). Средняя стоимость капитала учитывает стоимость и долю каждого элемента пассивов компании. Предварительная оценка состоит в учете стоимости собственного (RE или Rск) и заемного (RD или Rзк) капитала. Напомним, что при расчете заемного капитала учтена ставка налогообложения, поскольку проценты по банковским кредитам и купонные выплаты по облигационным займам включаются в себестоимость и потому снижают налоговые выплаты. Если их доли составляют соответственно  $dE = E/(E+D)$  и  $dD = D/(E+D)$  (E – размер собственного капитала компании; D – доля заемного капитала компании), то средняя стоимость капитала равна:

$$WACC = RE \times E/(E + D) + RD \times D/(E + D). \quad (4)$$



Для открытых компаний, имеющих в уставном капитале обыкновенные (ОА) и привилегированные акции (ПА), средняя стоимость капитала равна:

$$\begin{aligned} WACC = & REOA \times EOA / (EOA + EPA + D) + REPA \times EPA / (EOA + EPA + D) \\ & + RD \times D / (EOA + EPA + D) \end{aligned} \quad (5)$$

Управление стоимостью капитала, ориентированное на доход акционеров состоит в минимизации WACC. Это положение логично вытекает из сущности стоимости капитала как платы за его использование: чем ниже плата за капитал, тем большая (по сравнению с их обоснованными требованиями) стоимость остается в распоряжении собственников. Стоимость бизнеса растет, если рентабельность инвестированного капитала превышает его среднюю стоимость. Стоимость бизнеса при прочих равных условиях становится максимальной, если минимизируется стоимость капитала.

Показатели ограниченной степени достижения поставленных целей предлагается рассматривать в четырех направлениях (рис. 11):

- показатели ликвидности в абсолютных и относительных единицах измерения;
- показатели финансовой устойчивости в абсолютных и относительных единицах измерения;
- показатели финансовой независимости;
- показатели деловой активности.

На первые три группы показателей существуют различные виды количественных ограничений, принятых на рынке для конкретных условий деятельности компании с учетом ее отраслевых и иных особенностей. Данные ограничения установлены, чтобы снизить различные виды финансовых рисков: платежеспособности, ликвидности, финансовой устойчивости и независимости.

## Показатели ограниченной результативности

Показатели ликвидности	Показатели финансовой устойчивости	Показатели финансовой независимости	Показатели деловой активности
Абсолютные показатели ликвидности	Абсолютные показатели финансовой устойчивости	Относительные показатели финансовой независимости	1. Коэффициент общей оборачиваемости капитала 2. Фондоотдача
Относительные показатели ликвидности	Относительные показатели финансовой устойчивости	1. Коэффициент соотношения собственных и заемных средств; 2. Коэффициент финансирования 3. Коэффициент финансовой независимости	3. Коэффициент отдачи собственного капитала 4. Оборачиваемость материальных средств 5. Оборачиваемость денежных средств 6. Коэффициент оборачиваемости средств в расчетах
1. Коэффициент абсолютной ликвидности 2. Коэффициент промежуточной ликвидности 3. Коэффициент текущей ликвидности	1. Коэффициент обеспеченности собственными источниками финансирования 2. Коэффициент финансовой устойчивости 3. Доля оборотных средств в активах		

Рисунок 11- Структура показателей ограниченной степени достижения цели

Источник: составлено автором

Последняя группа – показатели деловой активности – количественных ограничений не имеет, но в группе ограничений должна остаться по следующей причине. Дело в том, что данные показатели имеют в основном отраслевой характер. Следовательно, они могут являться показателями сравнения по деловой активности в отрасли, в которой показатели лучших представителей отрасли являются ориентирами для всех остальных. То есть достигнутые значения показателей деловой активности лучших представителей отрасли будут являться ограничениями всех остальных представителей.

Ранее были рассмотрены основные положения и виды финансовых стратегий, их связь с фазой жизненного цикла, также обозначены ключевые показатели результативности. Перейдем к следующему разделу теоретического обоснования – постановке исследовательской проблемы.

Исходя из проанализированных эмпирических работ, можно выделить главное противоречие: до сих пор в научной среде нет однозначного мнения об общем интегральном показателе результативности который можно применять на любой из стадий жизненного цикла и при любом типе финансовой

стратегии.

Также у исследователей не сложилось четкой методики определения показателей результативности в зависимости от стадий жизненного цикла и типа финансовой стратегии.

В своем исследовании мы будем исходить из того, что на любой фазе жизненного цикла организации могут быть использованы несколько финансовых стратегий, для каждой из которых применяется свой набор показателей результативности. Поэтому важно выделить один показатель, который может быть использован на любой стадии жизненного цикла и любом типе финансовой стратегии, а также выделить конкретные показатели результативности для различных типов финансовой стратегии, которые могут быть использованы на любой стадии жизненного цикла.

В зависимости от того, на какой стадии жизненного цикла находится компания, она использует различные постановки целей и, соответственно, разные показатели оценки степени достижения поставленных целей. Так, на стадии юности важными являются показатели прибыльности с ориентацией на измерение стратегических целей выживания (к показателям результативности относятся выручка, затраты и прибыль), на стадии роста -показатели рентабельности с ориентацией на оценку эффективности возврата вложенного капитала- цели роста (к показателям результативности относятся показатели рентабельности на вложенный капитал), на стадии развития-показатели стоимости с ориентацией на измерение стратегических целей развития компании (к показателям результативности относятся ликвидность, финансовая устойчивость, деловая активность) .

Таким образом, исходя из проведенного обзора литературы, исследовательский вопрос звучит так: какие ключевые показатели результативности и каким образом могут влиять на финансовую стратегию и какой интегральный показатель может быть применен при различных типах финансовой стратегии и в зависимости от той или иной стадии жизненного цикла организации?

## **2 Направления совершенствования методологического подхода к анализу финансовых результатов в системе стратегического финансового менеджмента.**

### **2.1 Типизация финансовой стратегии на жизненном цикле организации**

Согласно И.А. Бланку, в зависимости от стадии жизненного цикла корпорации различают: стратегию финансовой поддержки ускоренного роста предприятия; стратегию финансового обеспечения устойчивого роста; антикризисную финансовую стратегию или стратегию финансового оздоровления<sup>27</sup>.

Применение финансовой стратегии, ориентированной на ускоренный рост фирмы, позволяет обеспечить деятельность компании достаточным объемом финансовых ресурсов, что, в свою очередь, дает возможность наращивать оборотные и внеоборотные активы, ускорить операционную деятельность и поддерживать высокий уровень деловой активности организации.

Важно учитывать использование источников финансирования деятельности предприятий в зависимости от изменения стадии их жизненного цикла. Так, например, Вертнер К.В. считает, что на стадии зарождения (детство) привлечение средств осуществляется за счет эмиссии ценных бумаг, вкладов учредителей, долгосрочных банковских кредитов, инвестиционного налогового кредита. На стадии роста характерно привлечение средств долгосрочных и краткосрочных кредитов коммерческих банков и прочих партнеров<sup>28</sup>.

---

<sup>27</sup> Бланк И.А. Финансовая стратегия предприятия. – К.: Эльга, Ника- Центр, 2014. С. 84.

<sup>28</sup> Вернер К.В., Мартынова Т.А. Методы прогнозирования статей финансовой отчетности организации. В сборнике «Современное состояние экономики России: проблемы и перспективы» / Под ред. Д-ра экон. Наук, проф. М.Б. Щепаккина. – Краснодар: Изд. КЦНТИ, 2011. – Том 1

На стадии зрелости - привлечение краткосрочных кредитов и долгосрочных заемных средств, в том числе за счет лизинга, форфейтинга и т.п. На стадии спада - привлечение средств долгосрочного кредитования; реструктуризация долгов; получение налогового кредита; привлечение средств партнеров, в том числе на условиях совместной деятельности, факторинга, фирменного кредита, кредиторской задолженности, вексельного кредита.

Таблица 1-Классификация финансовых стратегий, соответствующих этапам жизненного цикла фирмы и видам корпоративной стратегии

Жизненный цикл компании	Виды корпоративной стратегии	Виды базовой финансовой стратегии фирмы	Первостепенные задачи стратегического финансового развития предприятия, способствующие реализации его финансовой стратегии
Создание Зарождение Рост	Ускоренный рост	Стратегия финансовой поддержки ускоренного роста	Формирование потенциала ускоренного роста финансовых Ресурсов
Рост	Ограниченный рост	Стратегия финансового обеспечения устойчивого роста	Обеспечение эффективного распределения и потребления финансовых ресурсов
Зрелость Спад	Сокращение	Антикризисная финансовая стратегия	Обеспечение необходимого уровня финансовой безопасности

В исследованиях Колачевой Н.В. было выявлено, что на стадии зарождения присутствует большая доля заемных средств; на стадии зрелости - снижение доли заемных средств; на стадии спада - увеличение доли заемных средств<sup>29</sup>.

Ивашковская И. В., Янгель Д. О. в своих исследованиях на начальной стадии выделяют преимущественное использование личных средств

<sup>29</sup> Колачева Н. В., Быкова Н. Н. Финансовый результат предприятия как объект оценки и анализа / Н. В. Колачева, Н. Н. Быкова // Вестник НГИЭИ. 2015. № 1(44). С. 29–35

предпринимателя-собственника; в младенчестве — кредитные деньги, преимущественно краткосрочные; в юности — привлечение капитала не только за счет заемного капитала, но и новых учредителей; на стадии замедления роста задачи расширения масштаба и достижения необходимого ускорения решаются путем наращивания кредитных вливаний, что ухудшает структуру капитала, а собственники выдвигают повышенные требования к доходности в силу усиления рисков<sup>30</sup>.

Обобщая исследования, представим схему выбора финансовых ресурсов в зависимости от стадии ЖЦП в таблице 2, рис.12.

Таблица 2 -Инструменты и источники финансирования реализации финансовой стратегии на различных стадиях ЖЦ

Начальный этап	Рост (развитие)	Зрелость	Спад (старость)
Привлечение средств за счет эмиссии ценных бумаг, вкладов учредителей, использование инвестиционных фондов ИАП, в частности целевое государственное финансирование на возвратной и безвозвратной основе, банковские кредиты, инвестиционный налоговый кредит, венчурное финансирование инноваций.	Решение задач роста масштаба и достижения необходимого ускорения путем роста реинвестированной чистой прибыли, амортизационных отчислений, прочих внутренних источников. Рост доли заемных средств (долгосрочных и краткосрочных кредитов коммерческих банков и прочих партнеров (новых учредителей), реализация инновационных проектов с государственной поддержкой.	Снижение внутренних источников (чистой прибыли и др.) Рост краткосрочных и долгосрочных заемных средств, в том числе за счет лизинга, форфейтинга и т.п. Резкое снижение внутренних источников финансирования.	Привлечение средств долгосрочного кредитования; реструктуризация долгов; привлечение средств партнеров, в том числе на условиях совместной деятельности, факторинга, фирменного кредита. Рост кредиторской задолженности, вексельный кредит.

<sup>30</sup> Ярыгина Н. С. Научные взгляды на содержание финансовой стратегии предприятия корпоративного типа // Вестник Поволжского Государственного Университета Сервиса. — 2014. № 6(38). С. 145–152

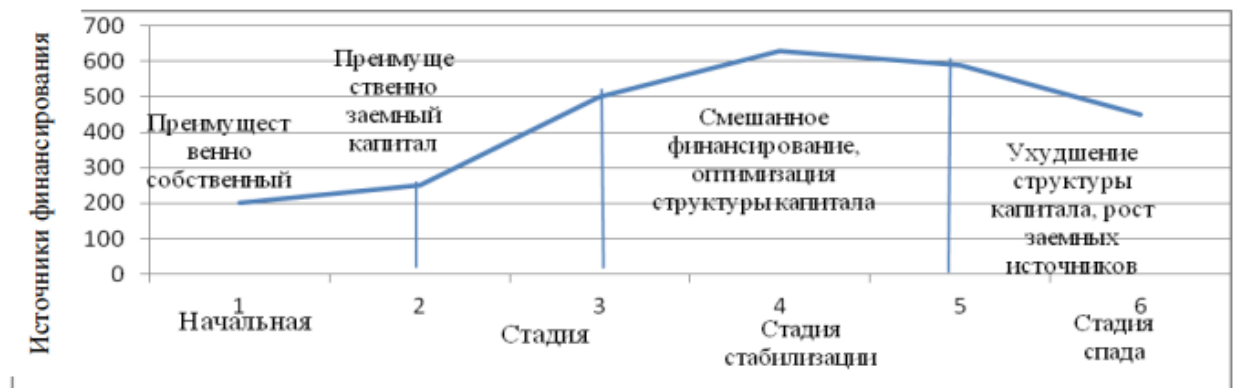


Рисунок 12- Выбор источников финансирования с учетом стадии ЖЦП

На стадии зарождения или в начале нового цикла развития (на стадии простого роста) деятельность предприятия, в основном, финансируется за счет собственных средств предприятия (уставного капитала или личных средств предпринимателя- собственника), поскольку привлечение заемных источников слишком дорого обходится предприятию в связи с низкой рентабельностью инвестиций.

Также возможна государственная поддержка инвестиционных проектов предприятий, реализующих инновации в форме прямых бюджетных ассигнований, предоставляемых на бесплатной основе, инвестиционного налогового кредита, субсидирования процентной ставки по привлекаемым кредитным ресурсам. Структура капитала складывается в пользу использования собственных источников, заемные средства используются в меньшей степени и значение финансового рычага низкое.

Вместе с тем, с точки зрения потери собственного капитала для владельцев бизнеса существует высокая вероятность инвестиционных рисков, поскольку присутствует неопределенность в восприятии рынком продукции.

На стадии роста в ситуации ускоренного развития бизнеса и роста капитала может возникнуть нехватка источников финансирования. Предприятие, активно внедряющее инновации, может прибегнуть к заемным источникам финансирования, что ухудшит структуру капитала и приведет к

росту финансовых рисков.

Здесь в качестве финансовых ресурсов могут быть использованы краткосрочные и долгосрочные кредиты, привлечение которых потребует от предприятия осуществления ряда условий, гарантирующих возврат заемных средств и уплату процентов по ним.

На стадии активного роста, ближе к стадии стабильности, по мере создания положительной кредитной истории и формирования высокой репутации на рынке финансовых ресурсов инновационно- активное предприятие может использовать другие источники финансирования, например, выпуск векселей, долгосрочные заемные средства, лизинговые схемы финансирования и др.



Рисунок 13- Создание экономической добавленной стоимости на различных стадиях ЖЦП<sup>31</sup>

На стадии стабильности (рост, ведущий к росту прибыли), чаще всего фактическая прибыльность инвестиций выше средневзвешенной стоимости капитала ( $ROCE > WACC$ ) и может наблюдаться снижение финансовых рисков,

<sup>31</sup> Ярыгина Н. С. Научные взгляды на содержание финансовой стратегии предприятия корпоративного типа // Вестник Поволжского Государственного Университета Сервиса. — 2014. № 6(38). С. 145–152



то есть происходит формирование положительной величины экономической добавленной стоимости (EVA – economic value added), что означает прирост стоимости бизнеса и влияет на повышение его инвестиционной привлекательности (рис.13).

Таблица 3-Соотнесение стадии ЖЦО и финансовых показателей

Стадия ЖЦО	Показатели
Зарождение, рост	Чистая приведенная стоимость, потенциал, абсолютные показатели выручки, себестоимости, прибыли и их изменение за ряд периодов, структура активов, показатели оборачиваемости активов, платежеспособность, ликвидность, финансовая устойчивость.
Рост, зрелость	Генерируемый денежный поток, рентабельность, платежеспособность, ликвидность, стоимость компании, показатели внутрифирменной эффективности, экономическая добавленная стоимость, рыночная добавленная стоимость, финансовая устойчивость.
Зрелость, спад	Стоимость компании, платежеспособность, ликвидность, динамика и абсолютные показатели выручки, себестоимости, прибыли, финансовая устойчивость.

Может быть использовано смешанное финансирование (в т.ч. использование облигационных займов). Превалирование доли внешних или внутренних источников финансирования зависит от условий заимствования

На стадии упадка рост кредитных ресурсов может ухудшить структуру капитала, поскольку собственники выдвигают повышенные требования к доходности в силу усиления рисков, а кредиторы – ужесточают условия заимствования.

## 2.2 Методологическая основа выбора показателей финансовой результативности по результатам осуществления и реализации финансовой стратегии.

Методологический инструментарий и набор показателей для реализации финансовой стратегии может быть уточнен путем расширения ключевых показателей и увеличения количества полей финансовых стратегий. Это позволит внести корректировки в основные положения, сделанные в исследованиях на данный момент. Если есть отклонения от намеченных планов при реализации финансовой стратегии, перед финансовым менеджментом возникает проблема корректировки целевых ориентиров, с помощью которых возможно преодолеть «болезни роста» и «организационные патологии» и повысить эффективность реализации выбранной стратегии развития бизнеса.

Таблица 4 -Идентификация ЖЦП в зависимости от изменения финансовых показателей деятельности

Показатель	Появление на рынке	Рост	Зрелость	Спад
Показатели динамики развития				
Объем продаж от реализации продукции, тыс. руб.	Низкий	Высокий	Стабилизация	Сокращающийся
Темп прироста (снижения) объема продаж, %	Невысокий	Ускоренные темпы роста	Ниже, чем на предыдущей стадии	Низкий рост или сокращение
Темпы роста (снижения) капитала, %	Низкие темпы роста капитала	Резкий рост капитала	Темпы роста капитала снижаются	Сокращение объемов капитала
Прибыль от продаж продукции, тыс. руб.	Негативная или малые объемы прибыли	Растущая	Положительная	Негативная
Прирост (снижение) прибыли от продаж, %	Низкие темпы роста или снижение темпов роста прибыли	Высокие темпы прироста прибыли, «золотое правило экономики» предприятия, в основном, выполняется	Умеренный, преобладают периоды выполнения «золотого правила экономики» предприятия	Негативный, «золотое правило экономики» предприятия чаще всего не выполняется
Чистая прибыль, полученная от деятельности, тыс. руб	Низкие объемы, возможна убыточная деятельность	Высокие темпы роста и прироста прибыли	Темпы роста и прироста снижаются	Сокращение чистой прибыли, чаще всего вероятно

				убыточная деятельность
Экономическая прибыль (экономическая добавленная стоимость (EVA), тыс. руб. и темпы ее роста)	Низкие объемы прибыли или отрицательные, Несущественные темпы прироста, возможны темпы снижения	Большие объемы прибыли. Высокие темпы роста и прироста прибыли	Все еще высокие объемы прибыли, но темпы роста и прироста снижаются	Сокращение прибыли, все чаще вероятно убыточная деятельность
Показатели активности и эффективности реализации деятельности				
Рентабельность капитала, %	Ниже среднерыночных показателей, может быть отрицательна	Выше среднерыночных показателей	На уровне около среднерыночных показателей	Ниже среднерыночных показателей, может быть отрицательна
Коэффициент инвестиций (процентные доли инвестиционных вложений от чистой прибыли), %	Реинвестирование чистой прибыли в пользу инвестиционных проектов	Реинвестирование чистой прибыли в пользу инвестиционных проектов	Повышенные дивиденды акционеров, в ущерб реинвестированию чистой прибыли в проекты	Дальнейший рост доли акционеров и снижение коэффициента инвестиций
Показатели динамики денежных потоков деятельности				
Чистый операционный поток, тыс. руб.	Небольшой или отрицательный	Положительный	Положительный	Отрицательный
Чистый инвестиционный поток, тыс. руб.	Отрицательный	Отрицательный	Отрицательный	Положительный
Чистый финансовый поток, тыс. руб.	Положительный	Положительный	Отрицательный	Может быть любым
Поток свободных денежных средств, тыс. руб.	Чаще отрицательный	Чаще положительный	Чаще положительный	Может быть любым, но чаще отрицательный
Рентабельность чистого денежного потока, Рчдп, %	Чаще отрицательна	Чаще положительна	Чаще положительна	Может быть любой, но чаще отрицательна
Коэффициент ликвидности денежного потока (Клп)	Ниже 1	Выше 1	Выше 1	Может быть любым, но чаще ниже 1

В качестве показателя роста стоимости бизнеса, с точки зрения современной теории финансового менеджмента, внимание можно акцентировать на показателе экономической добавленной стоимости (EVA), которая и будет являться наиболее приемлемым критерием роста стоимости при реализации финансовой стратегии.

Для предприятий показатель EVA дает возможность оценить эффективность использования новых технологий, патентов, лицензий, ноу-хау и т. д., то есть – возможность большего количества факторов, влияющих на эффективность работы подразделения.

При его использовании учитываются показатели операционной деятельности (рентабельность, налоговый менеджмент и другие), сумма использованного капитала, включая управление оборотными средствами, а также стоимость использованного капитала.

EVA рассчитывается по формуле:

$$EVA = NOPAT - WACC * C \quad (6)$$

где

NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) – чистая операционная прибыль за вычетом налогов до выплаты процентов;

WACC (Weighted Average Cost of Capital) – средневзвешенная стоимость капитала:

$$WACC = \sum_{j} k_j d_j \quad (7)$$

где  $k_j$  – цена  $j$ -го источника средств, %;

$d_j$  – удельный вес  $j$ -го источника средств в общей их сумме;

$C$  – инвестированный капитал.

Таким образом, показатель EVA рассматривается как чистая прибыль предприятия за вычетом платы за весь инвестированный в предприятие капитал и может быть использован как интегральный показатель любого типа финансовой стратегии на любом жизненном цикле организации.

При его оценке рекомендуется использовать факторный анализ. Причем, если предприятие не использует долгосрочные и краткосрочные кредиты, то факторный анализ рентабельности собственного капитала можно провести, используя четырехфакторную модель:

$$g = \text{EVA}/E = (\text{EVA}/\text{NP}) * (\text{NP}/R) * (R/A) * (A/E) \quad (8)$$

Если предприятие использует кредиты банков, то оценка эффективности должна происходить на основе использования семифакторной модели, которую предлагаем представить в следующем виде:

$$g = \text{EVA}/E = (\text{EVA}/\text{NP}) * (\text{NP}/R) * (R/A) * (A/L) * (L/\text{Eint}) * (\text{Eint}/\text{EBIT}) * (\text{EBIT}/E) \quad (9)$$

где  $g$  – коэффициент роста стоимости бизнеса;

$\text{EVA}$  (Economic Value Added) – экономическая добавленная стоимость;  $E$

(Equity) – собственный капитал, д. ед.;

$\text{NP}$  (Netprofit) – чистая прибыль, д. ед.;

$R$  (Revenues) – общая сумма выручки, д. ед.;

$A$  (Assets) – общая сумма активов, д. ед.;

$L$  (Liabilities) - заемный капитал;

$\text{Eint}$  (Expense of Interest) – расходы по процентам;

$\text{EBIT}$  (Earnings before Interest and Taxes) - прибыль до вычета налогов и процентов за использование заемных средств.

Оценка факторных коэффициентов дает возможность определить финансовые факторы, существенно влияющие на результат и их взаимосвязь, отражающую финансовые стратегические решения в условиях реализации инновационной деятельности- взаимосвязь коммерческой маржи, коэффициента трансформации и мультипликатора собственного капитала, т.е. взаимосвязь факторов, характеризующих эффективность реализации операционной деятельности и инновационной активности, налоговой, кредитной, инвестиционной и дивидендной политики, политики управления оборотным капиталом и управления рисками как составляющих финансовой политики.

Это определяет направления корректировки финансовой стратегии по

отдельным ее видам (операционной, инвестиционной, дивидендной, кредитной и налоговой стратегии и т.д.).

Разложение финансовой модели на составляющие и указанные выше методы анализа позволит выявить причинно-следственную связь между ростом добавленной стоимости, полученной в результате реализации стратегии и показателями результативности. Кроме того, позволит оценить степень риска реализации финансовой стратегии предприятий на различных этапах его жизненного цикла.

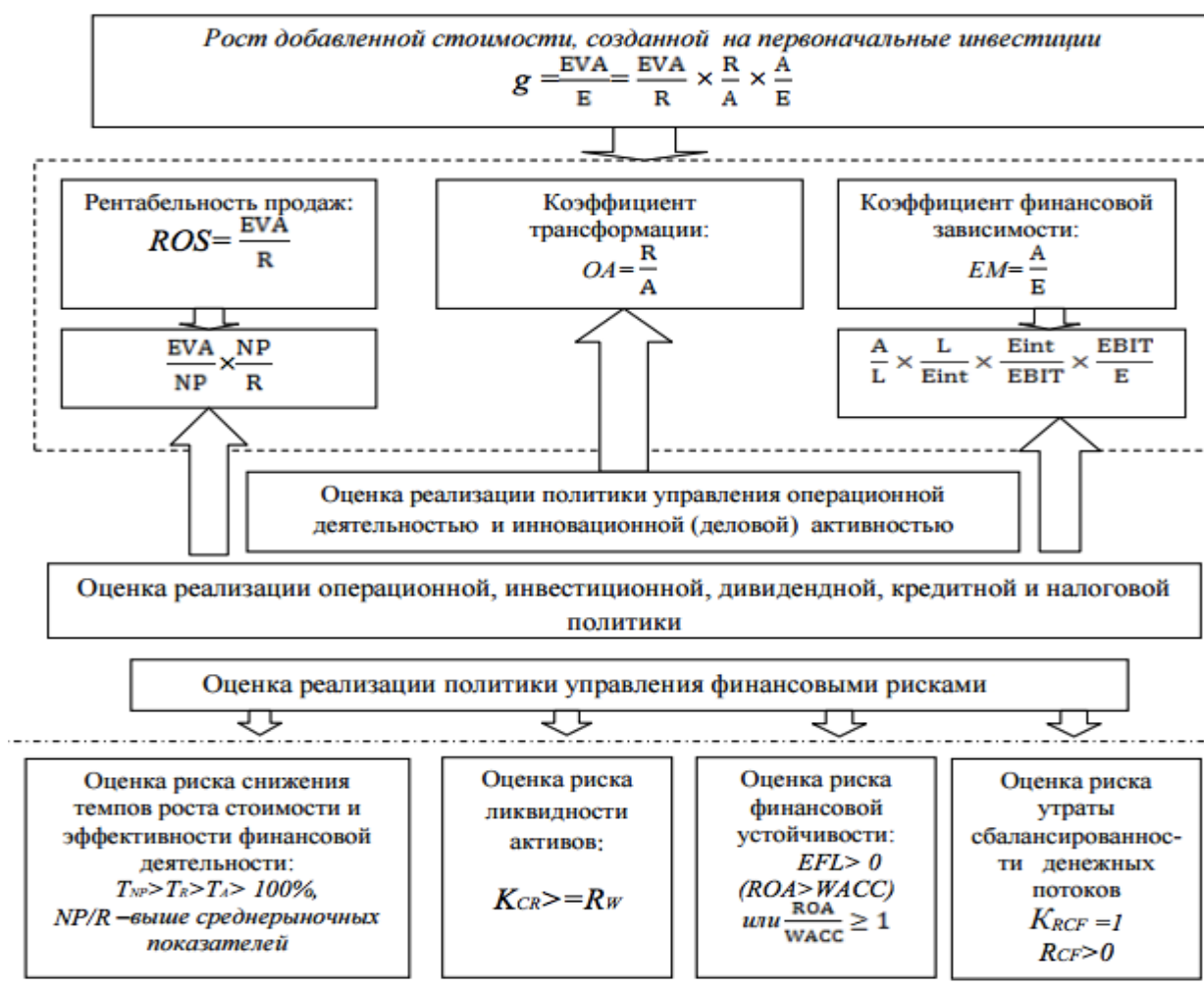


Рисунок 14- Предлагаемая схема оценки результативных показателей реализации финансовой стратегии

Где:

TNP – темпы роста чистой прибыли;

TR – темпы роста выручки от реализации;

TA – темпы роста активов организации;

KCR (Current ratio) – коэффициент текущей ликвидности активов;  
RCF (Return on Cashflow) – рентабельность денежного потока;  
KRCF (Ratio on Cash flow) - коэффициент ликвидности денежного потока;  
EFL (the effect of financial leverage) – эффект финансового левириджа;  
KCR (the industry average current liquidity ratio) - коэффициент текущей ликвидности, который должен быть выше или равен среднеотраслевому нормативу текущей ликвидности активов (RW).

Характеристика факторов:

- первый фактор (EVA/NP) – характеризует долю свободной прибыли, которой может распоряжаться предприятие или долю капитализации прибыли;
- второй фактор (NP/R) – характеризует долю чистой прибыли в выручке от реализации или рентабельность продаж;
- третий фактор (R/A) – оборачиваемость активов или коэффициент трансформации;
- четвертый фактор (A/L) – финансовая независимость предприятия от заемных источников;
- пятый фактор (L/Eint) – показатель, обратный показателю «цена заемного капитала» (стоимость заемных средств), чем ближе его значение к единице, тем дороже предприятию обходится использование заемных средств;
- шестой фактор (Eint/EBIT)– отражает удельный вес расходов на проценты в прибыли до вычета налогов и процентов;
- седьмой фактор (EBIT/E) – характеризует рентабельность собственного капитала.

### **3 Формирование системы анализируемых показателей результативности: теоретические разработки, финансовая практика и рекомендации**

#### **3.1 Показатели, обеспечивающие контроль реализации стратегии и текущего финансового состояния**

Выполненные исследования по изучению теории и практики финансового менеджмента российских предприятий позволили сформулировать ряд обобщений:

- разработка финансовой стратегии и приоритетных направлений финансовой политики осуществляется на основе стратегически ориентированной финансовой модели;

- стратегический подход к управлению финансами организаций обуславливает целесообразность использования современной стоимостной модели финансового управления;

- в данной модели стратегическая цель может быть выражена различными целевыми показателями финансовой результативности – акционерной стоимостью компании, рентабельностью чистых активов, рентабельностью инвестированного капитала и др.;

- процессы разработки и реализации финансовой стратегии основываются на многоуровневой декомпозиции стратегического показателя на составляющие, которые обеспечивают взаимодействие и взаимообусловленность стратегии и тактики управления финансами организации;

- все методы и инструменты обоснования управленческих решений, задействованные в одной финансовой модели, работают на основе согласованной, сбалансированной системы показателей, в составе которых доминируют факторы стоимости;



- использование гибких форм и методов финансового планирования и управления осуществляется в контуре бюджетного процесса, характеризуемого составом и формой формируемых бюджетов;

- анализ финансовых результатов выполняется с использованием системы показателей, характеризующих сложную структуру внутрифирменных и межхозяйственных финансовых отношений, процессов и явлений, формирующих денежные потоки организации и определяющих ее финансовые результаты и финансовое состояние.

Формирование такой системы анализируемых показателей результативности (САПР) не должно быть ситуативным, в этом вопросе следует придерживаться методологического подхода. Принципы закрепления соответствующих показателей в составе САПР, по нашему мнению, заключаются в следующем.

Первое. Необходимо следовать классификации финансового анализа на внешний и внутренний. Менеджмент компании, формируя показатели публичной отчетности, исходит из понимания их назначения - демонстрировать достижения и преимущества экономики данного предприятия, быть понятными для делового сообщества во всех его сферах, в том числе и для субъектов внешнеэкономической деятельности, мотивировать потенциальных партнеров сделать выбор в пользу предприятия среди большого числа прочих конкурентных предложений. Конечная цель – добиться и удерживать статус стратегического партнера у других участников экономического взаимодействия.

Второе. Экономическая сущность показателей должна отражать диалектический характер процессов текущего функционирования и перспективного развития, который заключается в следующем. Успешное решение текущих задач, таких как поддержание жизнедеятельности, сохранение функций, определяющих целостность, качественную определенность, сущностные характеристики экономики предприятия, являются предпосылками, ключевыми факторами экономического роста. В этой

связи необходимо подчеркнуть, что функционал индикаторов состоит как в анализе и оценке финансовых результатов отчетного периода, так и в прогнозе возможной их динамики в среднесрочной или долгосрочной перспективе.

Третье. Тестируемые показатели должны отражать взаимосвязь инвестиционной, финансовой и деловой активности предприятий. Инвестиционная активность предприятия предполагает инвестирование финансовых средств в создание и устойчивый рост его стоимости. Деловая активность характеризует соотношение факторов экстенсивного и интенсивного использования ресурсного, экономического потенциала. Финансовая активность формирует сильную долговую позицию предприятия, финансовая политика которого ориентирована на внешние заимствования при высокой доле публичных долговых инструментов в структуре кредитного портфеля.

Четвертое. Показателям должно быть присуще свойство оценивать результаты реализации финансовой политики разного вида, относящиеся как к краткосрочному, так и долгосрочному периодам. Финансово-аналитический аспект можно считать доминирующим. Так как целевые установки разнонаправленной политики выражаются отличными показателями, то в составе САПР необходимо закрепить аналитически точные, информационно значимые показатели, способные выразить многоаспектность управленческих задач по всей совокупности экономических денежных отношений, связанных с движением финансовых ресурсов и капитала с целью повышения эффективности их использования и приращения. Концептуально, следование системному подходу предполагает анализ как целевых показателей результативности, так и анализ показателей ограничения результативности.

Четвертое. Доминирование аналитического аспекта выражается также в том, что показатели должны отражать результаты основной, инвестиционной и финансовой деятельности в оценке их влияния на денежные потоки. Таким образом, релевантными признаются денежно-потоковые показатели.

Все вышесказанное обуславливает направления научных исследований в

вопросе выбора показателей, обеспечивающих контроль реализации стратегии и текущего финансового состояния. По-нашему мнению, содержание методологического подхода при выполнении такого выбора заключается в гармоничном использовании инструментов и методов финансового и стратегического анализа, финансового моделирования и бюджетирования. Предлагается характеризовать такой содержательный подход термином «функционально-целевой».

Управление финансами осуществляется на базе финансовой модели предприятия в едином контуре бюджетного процесса, в котором бюджет рассматривается как финансовый план на краткосрочную, среднесрочную или долгосрочную перспективу. Финансовая модель позволяет ставить цели, определять ключевые факторы их достижения, преобразовывать цели и задачи в финансовые планы и осуществлять выбор методов и способов оказания управляющего воздействия.

Установленные на этапе разработки базовой стратегии финансовые цели группируются по определенным направлениям, формируя при этом финансовую политику организации, отражающую многоаспектность управленческих задач по всей совокупности экономических денежных отношений, связанных с движением финансовых ресурсов и капитала с целью повышения эффективности их использования и приращения.

Обобщим целевые установки финансовой политики организации в различных областях финансового менеджмента (таблица 5).

Таблица 5 – Цели финансового управления по приоритетным направлениям финансовой политики

Область управления	Цель финансового управления
Управление капиталом	Целью управления капиталом компании является организация и регулирование межхозяйственных и внутрихозяйственных экономических денежных отношений по вопросам формирования капитала в аспектах источников и форм привлечения, а также его инвестирования по направлениям использования в хозяйственной деятельности,

	<p>обеспечивающим рост благосостояния собственников</p> <p>Целью управления собственным капиталом компании является организация и регулирование финансовыми методами процессов воспроизводства и накопления капитала как основы роста благосостояния собственников</p> <p>Целью управления заемным капиталом является организация и регулирование межхозяйственных и внутрихозяйственных экономических отношений, обеспечивающих наиболее приемлемые для собственников (участников) формы и условия привлечения заемных средств необходимого объема в соответствии с целевым характером их использования</p>
Управление оборотными активами	<p>Целью финансового управления оборотными активами является достижение эффективности инвестирования финансовых ресурсов в активы, функционирующие в текущих операциях генерирования прибыли и потоков денежных средств в пользу предприятия</p> <p>Целью финансового управления запасами является достижение эффективности инвестирования финансовых ресурсов в товарно-материальные ценности, представленные в номенклатуре материально-ресурсного обеспечения операционной деятельности хозяйствующего субъекта.</p> <p>Финансовое управление запасами заключается в разработке и реализации управленческих решений по формированию и финансированию запасов необходимого объема и состава, в целях выполнения плана производства и реализации продукции (товаров, работ, услуг) с требуемым уровнем рентабельности; обоснование решений осуществляется методами оценки расходов и рисков, связанных как с недостатком, так и избытком запасов.</p> <p>Целью финансового управления дебиторской задолженностью является достижение эффективности инвестирования финансовых ресурсов в данный вид актива методами обеспечения непрерывного кругооборота средств в расчетах в условиях временных и ресурсных ограничений.</p> <p>Финансовое управление дебиторской задолженностью заключается в разработке, обосновании и реализации управленческих решений по формированию актива оптимального объема и состава, исходя из оценки доходов и рисков хозяйственной деятельности с учетом доступа предприятия к рациональным источникам финансирования текущих операций.</p>

На основе финансовой модели организации осуществляется построение модели принятия решений в определенной области управления финансами. Такая модель в формализованном виде отражает принципы, критерии и ограничения обоснования финансовых решений. Для большинства хозяйствующих субъектов актуально использование современной финансовой

модели организации, ориентированной на стратегический анализ бизнеса и обоснование управленческих решений через оценку стоимости организации и факторов ее роста, представленной в учебном пособии В.Г. Когденко, М.В. Мельник и И.Л. Быковникова. Использование стоимостной модели характерно для компаний, экономика которых начала выходить на стадию самостоятельного экономического развития, связанного с приобретением нового качества, обеспечивающего жизнедеятельность в условиях изменяющейся среды.

Приведем один из вариантов расчета показателя стоимостного менеджмента EVA - экономической добавленной стоимости (англ. Economic Value Added)<sup>32</sup>:

$$EVA = NOPAT - WACC * Invested Capital, \quad (10)$$

где NOPAT - это операционная прибыль после уплаты налогов,

WACC - средневзвешенные затраты на капитал,

Invested Capital – величина капитала, которая была инвестирована.

Обоснование разноплановых финансовых решений строится на понимании направления и силы влияния планируемых, управляющих воздействий на стратегический показатель или напрямую, или опосредованно через факторы первого (верхнего) уровня, второго уровня и т.д. Факторный анализ на верхнем уровне дерева целей выполняется по соотношениям вида<sup>33</sup>:

*Вклад в EVA стоимости капитала = (WACC в отчетном периоде - WACC в базовом периоде) \* Инвестированный капитал на конец отчетного периода*

*Вклад в EVA инвестированного капитала = (Инвестированный капитал*

---

<sup>32</sup> Гусев А.А. Концепция EVA и оценка эффективности деятельности компании // Финансовый менеджмент. 2005. №1. С.57-66

<sup>33</sup> С. Салостей. Действенный инструмент управления стоимостью компании // Финансовый директор. 2010. №9. С.16-23

на конец отчетного периода – инвестированный капитал на конец базового периода) \* WACC базового периода

Вклад в EVA операционной прибыли = NOPAT отчетного периода – NOPAT базового периода

Стратегический анализ выполняется для того, чтобы определить через какие факторы стоимости необходимо оказать управляющее воздействие, а по каким установить приемлемые, допустимые значения. Результаты стратегического анализа участвуют в процессе структурирования экономической информации по взаимодействию внутренней и внешней финансовых сред в виде дерева целей и формирования бюджетов прибыли и денежных потоков в процедурах финансового моделирования.

В таблице 6 обобщены научные разработки по теме диссертационного исследования.

Таблица 6 – Концептуальные и методологические основы построения САПР

Концептуальный подход	Методологическая основа анализа
Черемушкин С.В. Оценка финансового состояния компании на основе денежных коэффициентов // Финансовый менеджмент. 2007. №5. С.11-22	
<p>Заключается в утверждении, что показатели бухгалтерской прибыли объективно имеют недостатки, преодолеть которые способны показатели денежных потоков.</p> <p>Сильные стороны показателей:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- денежные показатели намного сложнее исказить;</li> <li>- их использование в коэффициентном анализе повышает информационную ценность бухгалтерской отчетности;</li> <li>- в измерении результативности компании играют большую роль</li> </ul>	<p><i>Констатируется.</i> «Однако раскрытие взаимосвязей различных бухгалтерских показателей с денежными потоками пока еще не получило широкого распространения не только на практике, но даже в современной научной и учебной литературе»</p> <p><i>Рекомендуется.</i> При измерении результативности компании выполнять коэффициентный анализ индикаторов, оценивающих денежное содержание бухгалтерских показателей:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- денежное содержание продаж;</li> <li>- денежное содержание прибыли;</li> <li>- денежное содержание текущих активов;</li> <li>- денежное покрытие обязательств</li> </ul>
Борисов Р., Борисовский И. Показатели, обеспечивающие контроль реализации стратегии и текущего финансового состояния //Финансовый директор. 2010. №12. С.32-37	

<p>Заключается в утверждении, что контроль реализации стратегии основывается на условном разделении показателей, характеризующих деятельность компании, на две большие группы:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- прямые – нормативные значения показателей определяет финансовый директор, который также обеспечивает их выполнение, осуществляет текущий контроль и при необходимости корректирует текущую деятельность;</li> <li>- косвенные, в отношении которых финансовая служба осуществляет оперативный контроль и информирование ответственных менеджеров о возникающих отклонениях</li> </ul>	<p><i>Констатируется.</i> Разрозненность множества разнообразных показателей не позволяет судить о том, насколько успешно реализуется стратегия.</p> <p><i>Рекомендуется.</i> Формировать набор ключевых показателей эффективности (КПЭ) способом декомпозиции стратегического показателя, выбор которого зависит от стратегии собственника. В процессе декомпозиции:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- используется логика построения модели DuPont;</li> <li>- управление операционной деятельностью осуществляется по показателю <i>операционного денежного потока</i> (OCF);</li> <li>- в алгоритме формирования целевого стратегического показателя операционные показатели позиционируются на всех уровнях управления, начиная с первого (верхнего) уровня</li> </ul>
<p>Гребенюк А. Простой способ разработать стратегию компании // Финансовый директор. 2010. №12. С.60-67</p>	
<p>Заключается в утверждении, что для разработки и реализации стратегии понадобится:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- построить финансовую модель, то есть оцифровать стратегию;</li> <li>- оценивать ход работ по реализации стратегии и при необходимости корректировать стратегию</li> </ul> <p>На достижение стратегического показателя ориентированы используемые методы и инструменты финансового управления: стратегическое планирование, финансовое моделирование, бюджетирование</p>	<p><i>Констатируется.</i> Финансовая стратегия разрабатывается как стратегия управления активами и ресурсами в разрезе центров финансовой ответственности (ЦФО), для которых конкретизируются:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- область ответственности и функции;</li> <li>- цели и ключевые показатели эффективности</li> </ul> <p><i>Рекомендуется.</i> Построение укрупненной финансовой модели компании выполнять на основе текущей, <i>операционной деятельности</i> по показателям:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-выручка;</li> <li>- себестоимость продукции;</li> <li>- коммерческие и управленческие расходы;</li> <li>- маркетинг и реклама;</li> <li>- логистика и транспорт;</li> <li>- прочие;</li> <li>- EBITDA;</li> <li>- финансовая нагрузка (%);</li> <li>- налоги;</li> <li>- чистая прибыль;</li> <li>- выплаты акционерам (дивиденды);</li> <li>- реинвестирование прибыли</li> </ul>

	<p>Ключевыми показателями эффективности для ЦФО «прибыль» являются: выполнение плана по выручке и EBITDA</p>
<p>Черемушкин С.В. Современные подходы к измерению результативности коммерческой организации</p>	
<p>Заключается в утверждении, что при построении систем управления результативностью на основе методологии Сбалансированной системы показателей Нортон и Каплана, « компании не обязательно должны использовать единый шаблон». Более перспективной и глубокой является концепция Призмы результативности, которая развивает идею Сбалансированной системы показателей эффективности с позиций взаимоотношений со всеми группами стейкхолдеров организации. <i>Призма результативности</i> (Performance Prism) Нили, Адамса и Кеннерли (2002) предусматривает пять перспектив: 1) удовлетворенность стейкхолдеров, 2) выгоды компании, получаемые от стейкхолдеров, 3) стратегии, 4) процессы, 5) способности (capabilities) фирмы.</p>	<p><i>Констатируется.</i> «Управление результативностью – это одно из направлений в менеджменте, назначение которого – организовать работу компании так, чтобы все действия были направлены на достижение заданных стратегических результатов. Управление результативностью обеспечивает связь между стратегией и повседневной операционной деятельностью организации»</p> <p><i>Обосновывается</i> стейкхолдерский подход к построению системы показателей результативности. Предлагается структура системы показателей, учитывающая взаимные интересы фирмы и стейкхолдеров. Показатели результативности по каждой из групп стейкхолдеров классифицируются согласно пяти указанным перспективам.</p>
<p>Тарабрина Н.А., Станиславчик Е.Н. Финансовые индикаторы реализации корпоративной стратегии // Финансовый менеджмент. 2012. №4. С.34-41</p>	
<p>Заключается в утверждении, что стратегическая цель бизнеса – это повышение стоимости этого бизнеса на рынке. Финансовым индикатором для оценки стоимости компании выбран показатель рентабельности собственного капитала (ROE), декомпозиция которого включает индикаторы оценки различных видов деятельности:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- операционной;</li> <li>- инвестиционной;</li> <li>- финансовой</li> </ul>	<p><i>Констатируется.</i> Для реализации стратегии разрабатывается финансовая модель, позволяющая использовать такой инструмент как бюджетирование. Основанием для определения типа финансовой модели являются результаты анализа финансового состояния: при неустойчивом состоянии – это модель финансового равновесия</p> <p><i>Рекомендуется.</i> Операционную эффективность измерять показателями бюджета доходов и расходов:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- выручка от реализации;</li> <li>- себестоимость;</li> <li>- прочие доходы;</li> <li>- операционные расходы;</li> <li>- EBITDA;</li> <li>- EBITDA к выручке итого, %</li> </ul>



	<ul style="list-style-type: none"> <li>- амортизация;</li> <li>- проценты;</li> <li>- налог на прибыль;</li> <li>- чистая прибыль;</li> <li>- чистая прибыль к выручке итого, %</li> </ul>
<p>Неудачин В.В. Реализация стратегии компании: финансовый анализ и моделирование. - М.: Дело, 2012. 168 с.</p>	
<p>Заключается в утверждении, что конфликт целей и стратегических инициатив в основном связан с ограниченностью <i>общего бюджета стратегического развития (ОБСР)</i>, т. е. общего объема финансирования, выделенного компанией на стратегические цели.</p> <p>Поэтому «для эффективной реализации сложных стратегических инициатив необходимо использование методологии проектного менеджмента – системы управления проектами</p>	<p><i>Констатируется.</i> Интеграцию системы стратегических целей, набора показателей их достижения, а также показателей реализации стратегии позволяет осуществить <i>система сбалансированных показателей (ССП)</i>, предложенная Р. Капланом и Д. Нортеном.</p> <p><i>Рекомендуется.</i> Использовать инструмент ССП для построения деревьев рентабельности. Разработку и оценку реализации стратегии осуществлять методами факторного финансового анализа таких показателей как:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- рентабельность собственного капитала (Return on Equity, ROE);</li> <li>- рентабельности инвестированного капитала (ROIC);</li> <li>- рентабельности активов (Return of total assets)</li> </ul> <p>Построение ССП осуществляется в рамках финансового моделирования и стратегически ориентированного бюджетирования</p>

Таким образом, в таблице обобщены теоретические разработки и успешный опыт стратегического финансового управления российских компаний. Объединяющим началом является вектор экономического роста и развития, характерный для трех стадий жизненного цикла организации: юности, роста и зрелости, а также стоимостная концепция управления. Приведенный материал в полной мере демонстрирует концептуальные основы такого стоимостного подхода. Необходимо отметить, что отличает работы Черемушкина С.В., старшего научного сотрудника ФБГОУ ВПО «Мордовский государственный университет им. Н.П. Огарева» – это концепция Призмы результативности, которая развивает идею Сбалансированной системы

показателей эффективности с позиций взаимоотношений со всеми группами стейкхолдеров организации. В Википедии стейкхолдер<sup>34</sup> определяется как заинтересованная сторона, причастная сторона — физическое лицо или организация, имеющая права, долю, требования или интересы относительно системы или её свойств, удовлетворяющих их потребностям и ожиданиям<sup>35</sup>. Выделяют следующие группы стейкхолдеров: акционеры, поставщики, потребители, кредиторы, сотрудники, государственные органы, местное сообщество. Наиболее широко данная концепция используется в системной инженерии (проектировании, анализе). Её суть передает утверждение, что стейкхолдеры обеспечивают возможности для системы и являются источником требований для системы. Это означает, что стейкхолдеры рассматриваются в контексте процессов принятия решений, их объявления или реализации. При этом, они выражают свое мнение о результативности функционирования системы. Спектр возможных состояний участия в этих процессах для различных групп стейкхолдеров содержит характеристики: признаны, представлены, вовлечены, удовлетворены внедрением, удовлетворены использованием.

В теории управления финансами предприятий, известен более традиционный для российской экономики подход выделения основных и неосновных партнерских групп. В известном учебном пособии классификация основных партнерских групп выполнена по таким признакам как вклад в хозяйственную деятельность предприятия и требования в отношении компенсации своего участия. По аналогии с концепцией Призмы результативности можно сказать, что к основным относятся те партнерские группы, которые признаны, представлены, вовлечены в бизнес-процесс мотивацией своих экономических интересов. Приведем фрагмент таблицы, характеризующей основные партнерские группы<sup>36</sup>.

---

<sup>34</sup> От англ. *stakeholder*

<sup>35</sup> ISO/IEC 15288:2008, [\[1\]:4](#) ISO/IEC 29148:2011 [\[2\]:6](#)

<sup>36</sup> Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С. Финансы предприятий. – М.: ИНФРА-М, 1999. – 343 с.

Таблица 8 – Основные партнерские группы

Партнерские группы	Вклад партнерской группы	Требуемый вид компенсации
Собственники	собственный капитал	дивиденды
Заимодавцы	заемный капитал	проценты
Покупатели (клиенты)	сбыт продукции	договорная цена
Общество (государство) в лице налоговых органов	услуги общества	оплата налогов сполна и в срок

Нами предлагается продолжить известное описание эволюции стратегических показателей ( таблица 7).

Таблица 7 – Эволюция стратегических финансовых показателей<sup>37</sup>

1920-е г.г.	1970-е г.г.	1980-е г.г.	1990-е г.г.
Модель Дюпона (DuPont Model) Рентабельность инвестиций (ROI)	Чистая прибыль на одну акцию (EPS) Коэффициент соотношения цены акции и чистой прибыли Денежный поток (CF) Рентабельность чистых активов (RONA)	Коэффициент соотношения рыночной и балансовой стоимости акций Рентабельность акционерного капитала (ROE) Прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации (ЕБИТДА)	Экономическая добавленная стоимость (EVA) Рыночная добавленная стоимость (MVA) Сбалансированная система показателей (BSC) Показатель совокупной акционерной доходности (TSR) Денежный поток отдачи на инвестированный капитал (CFROI)

Изучение современной финансовой практики показало, что в корпоративном менеджменте продолжают широко использоваться многие из приведенных методов и способов управления. На основании материалов таблицы 5, продолжим описание эволюционного пути развития финансовых показателей.

Таблица 9 – Эволюция стратегических финансовых показателей на период 1990-2010 г.г.

<sup>37</sup> Неудачин В.В. Реализация стратегии компании: финансовый анализ и моделирование. - М.: Дело, 2012. С.122-130

1990-е г.г.	2010-е г.г.
Экономическая добавленная стоимость (EVA)	Экономическая добавленная стоимость (EVA)
Рыночная добавленная стоимость (MVA)	Сбалансированная система показателей (BSC)
Сбалансированная система показателей (BSC)	Денежный поток в пользу собственников (CFE)
Показатель совокупной акционерной доходности (TSR)	Операционный денежный поток (OCF)
Денежный поток отдачи на инвестированный капитал (CFROI)	

Выполненные исследования позволяют рекомендовать разработку и оценку реализации стратегии осуществлять на основе операционно-поточковой модели управления финансами организации (сокращенно – операционная). В этом заключается научная новизна диссертации.

В нижеследующей таблице представлено описание моделей принятия решений, построенных на платформе операционной модели управления финансами организации. Следует подчеркнуть, что в структуру моделей встроены денежно-поточковые показатели, отражающие трансформацию финансовых потоков в денежные. Это предопределило широкое использование показателя EBITDA (Erning before interest and taxes, deprecation and amortization) – прибыли до вычета налогов, процентов и неденежных расходов, в том числе амортизации. Операционный денежный поток в сумме EBITDA является составной частью акционерной стоимости компании, а потому участвует в декомпозиции стратегического показателя<sup>38</sup>.

Далее по тексту, операционная прибыль EBITDA нами условно приравнена к величине операционного денежного потока. Теоретическим посылом этого допущения считаем авторитетное мнение, согласно которому «приращение притока денежных средств происходит за счет прибыли и амортизации»<sup>39</sup>:

<sup>38</sup> Борисов Р., Борисовский И. Показатели, обеспечивающие контроль реализации стратегии и текущего финансового состояния //Финансовый директор. 2010. №12. С.32-37

<sup>39</sup> Уолш К. Ключевые показатели менеджмента: как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании: Пер. с англ. 2-е изд. М.:Дело. 2001. 360 с.

$$\text{Операционный поток денежных средств} = \text{Операционная прибыль} + \text{Амортизация.}$$

Приведем алгоритм расчета денежного потока от операционной деятельности<sup>40</sup>.

1. Операционная прибыль за вычетом налогов (NOPAT)
2. Амортизационные отчисления
3. Изменение рабочего капитал  
в том числе:
  - уменьшение (увеличение) дебиторской задолженности
  - увеличение (уменьшение) кредиторской задолженности
4. Денежный поток от операционной деятельности (п.1+п.2+п.3)

В нижеследующей таблице приведены финансовые модели, построенные по результатам выполненных исследований.

Таблица 10 – Финансовые модели принятия управленческих решений

Область управления	Модель принятия управленческих решений
Управление собственным капиталом	$\left\{ \begin{array}{l} R_{ск} \text{ (рентабельность собственного капитала)} \rightarrow \max \\ Cash \text{ Return on Equity (денежная рентабельность} \\ \text{собственного капитала)} \rightarrow \max \\ K_{а} \text{ (коэффициент автономии)} \geq 0,5 \\ M_{ск} \text{ (мультипликатор собственного капитала)} \rightarrow \max \end{array} \right.$
Управление заемным капиталом	$\left\{ \begin{array}{l} ИФР \text{ (индекс финансового рычага)} > 1 \\ \text{Долговая нагрузка} \leq (2 - 2,5) EBITDA \\ K_{тл} \text{ (коэффициент текущей ликвидности)} \geq 2 \\ СЗК \text{ (стоимость заемного капитала)} \rightarrow \min \end{array} \right.$

<sup>40</sup> Клементьев А. Алгоритм подбора ключевых показателей для оценки деятельности компании // Финансовый директор. 2012. №7. С.38-44

Управление оборотными активами	$\left\{ \begin{array}{l} Ra \text{ (рентабельность оборотных активов)} \rightarrow \max \\ Cash \text{ Return on Sales (денежная рентабельность продаж)} > \text{Операционная маржа} \\ K_{тл} \text{ (коэффициент текущей ликвидности)} \geq 2 \\ K_{сос} \text{ (коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами)} > 0,1 \end{array} \right.$
--------------------------------	--

Раскроем экономическую сущность показателей, выражающих в приведенных моделях цели, принципы и методы принятия решений относительно указанных объектов финансового менеджмента. Основной акцент сделаем на денежно-поточковых индикаторах.

Таблица 11 – Экономика показателей представленных финансовых моделей

Наименование показателя	Расчет и характеристика показателя
Денежная рентабельность собственного капитала <sup>41</sup>	$Cash \text{ Return on Equity} = \frac{\text{Операционный денежный поток} - \text{Выплата процентов} - \text{Выплата долга}}{\text{Акционерный собственный капитал}}$ <p>Измерение результативности компании выполняется коэффициентным анализом индикатора, оценивающего денежное содержание бухгалтерских показателей</p>
Мультипликатор собственного капитала	$M_{ск} = \frac{\text{Активы в среднегодовой оценке}}{\text{Среднегодовая величина собственного капитала}}$ <p>Мультипликатор оценивает как приумножается капитал, насколько обоснованно сделан выбор направлений его инвестирования</p>
Индекс финансового рычага	$ИФР = \frac{\text{Рентабельность собственного капитала с рычагом}}{\text{Рентабельность собственного капитала без рычага}}$ $\text{Рентабельность собственного капитала с рычагом} = \text{Рентабельность собственного капитала без рычага} + \text{Эффект финансового рычага}$

<sup>41</sup> Черемушкин С.В. Оценка финансового состояния компании на основе денежных коэффициентов // Финансовый менеджмент. 2007. №5. С.11-22

	Индекс показывает во сколько раз рентабельность собственного капитала, с учётом внешних заимствований, превышает бездолговую рентабельность собственного капитала
Совокупный долг к годовому денежному потоку (долговая нагрузка)	$\text{Total Debt Ratio to Cash Flow} = \frac{\text{Совокупный долг}}{\text{Денежный поток от операционной деятельности}}$ <p>Показатель долг/ЕБИТДА (Debt/ЕБИТДА) показывает запас времени, которое потребуется для выплаты долга при условии, если на эту цель будет направлен весь операционный денежный поток</p>
Операционная маржа (бухгалтерская)	$\text{Операционная маржа} = \frac{\text{Операционная прибыль ЕБИТ}}{\text{Выручка от продаж}}$ <p>Показатель результативности операционной деятельности, отражающий способность организации генерировать доходы и прибыль в процессе непрерывного оборота операционных активов</p>
Денежная рентабельность продаж	$\text{Cash Return on Sales} = \frac{\text{Операционный денежный поток}}{\text{Выручка}}$ <p>Денежная рентабельность продаж показывает чистый операционный денежный приток на единицу продаж (после учета всех связанных с продажами в текущем периоде денежных оттоков)</p>

Парадигма управления результативностью современных компаний выстроилась в соответствии с «Руководством по корпоративному управлению для европейских собственников, 2000», согласно которому целью менеджмента является максимизация акционерной стоимости в долгосрочном периоде<sup>42</sup>. В этой связи *анализ финансовых результатов нами рассматривается как функция контроля реализации финансовой стратегии.*

Формирование САПР должно выполняться на основе системного, комплексного подхода, содержание которого предусматривает взаимосвязь и взаимопроникновение:

- основных функций стратегического менеджмента: прогнозирования, планирования, организации, анализа и финансового контроля;
- бухгалтерских и денежно-потоковых показателей, что предопределяет целесообразность их совместной аналитической оценки;

<sup>42</sup> Неудачин В.В. Реализация стратегии компании: финансовый анализ и моделирование. - М.: Дело, 2012. С.122-130

- в состав САПР включаются как показатели первого уровня, т.е. показатели финансовой модели принятия управленческого решения, так и показатели второго уровня – факторы формирования показателей первого уровня.

### **3.2 Анализ финансовых результатов на платформе операционно-поточковой модели управления финансами**

Операционная финансовая модель оцифровывается в процессе бюджетирования и далее, в управленческом цикле, бюджет рассматривается как финансовый план на краткосрочную, среднесрочную или долгосрочную перспективу. В финансовой практике стандартными принято называть следующие бюджеты: бюджет движения денежных средств (БДДС), бюджет доходов и расходов (БДР), бюджет баланса (или бюджет по балансовому листу, ББ).

Несмотря на различия в форме бюджета доходов и расходов, представленных в публикациях Гребенюка А. Тарабриной Н.А. и Станиславчик Е.Н. (таблица 9), в его формат встроена операционная прибыль – ЕБИТ и ЕБИТДА. Для тех российских предприятий, которые не составляют отчетности по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО), расчет операционной прибыли выполняется методами корректировок бухгалтерской прибыли, сформированной по РСБУ: прибыли от продаж, прибыли до налогообложения, чистой прибыли. В этом вопросе эксперты рекомендуют не отождествлять операционную деятельность с производственной <sup>43</sup>.

Включение категории операционной прибыли в модель принятия управленческих решений по большому числу задач финансового управления,

---

<sup>43</sup> Гусев А.А. Концепция EVA и оценка эффективности деятельности компании // Финансовый менеджмент, №1. 2005. С.57-66.



представляется логичным и целесообразным. Данный показатель финансового результата позволяет разграничить процессы формирования, генерирования прибыли и процессы ее распределения и использования. Операционная прибыль до вычета налогов и процентов по заемным средствам обозначается как EBIT ( Earning before interest and taxes) и:

- характеризует соотношение доходов и расходов по тем видам деятельности, суть которых состоит в постоянно возобновляемом кругообороте средств предприятия;

- рассматривается как результат функционирования экономических ресурсов как средств производства или средств «нарабатывания» прибыли с оборотов в текущем периоде, при этом отстраняются от вопросов их финансирования, принимая ресурсы, находящиеся в введении и распоряжении предприятия, как данность; при этом условно считается, что проблема с их финансированием решена таким образом, что на определенный период компания не обременена финансовыми обязательствами по поводу мобилизованных финансовых средств из различных источников;

- рассчитывается без учета расходов, связанных с формированием инвестированного капитала в сумме собственного из внутренних источников и процентного заемного, т.е. расходов по финансированию инвестиционных и текущих операций, оказывающих прямое влияние на показатель чистой прибыли отчетного периода;

- определяется по данным бухгалтерской отчетности как финансовый результат отчетного периода до уплаты процентов, причитающихся к оплате заимодавцу (кредитору) и текущего налога на прибыль<sup>44</sup>.

В практической деятельности отечественных предприятий трудности с расчетом операционной прибыли в основном связаны с тем, какой из

---

<sup>44</sup> Финансовая политика в сфере инноваций: проблемы формирования и реализации: Монография / Под общ. ред. О.В. Владимировой. – М.: ИНФРА-М, 2013

показателей бухгалтерской прибыли принять за основу расчета. Варианты расчета показателя ЕВІТ приведены в нижеследующей таблице.

Таблица 12 – Финансовая практика расчета операционной прибыли

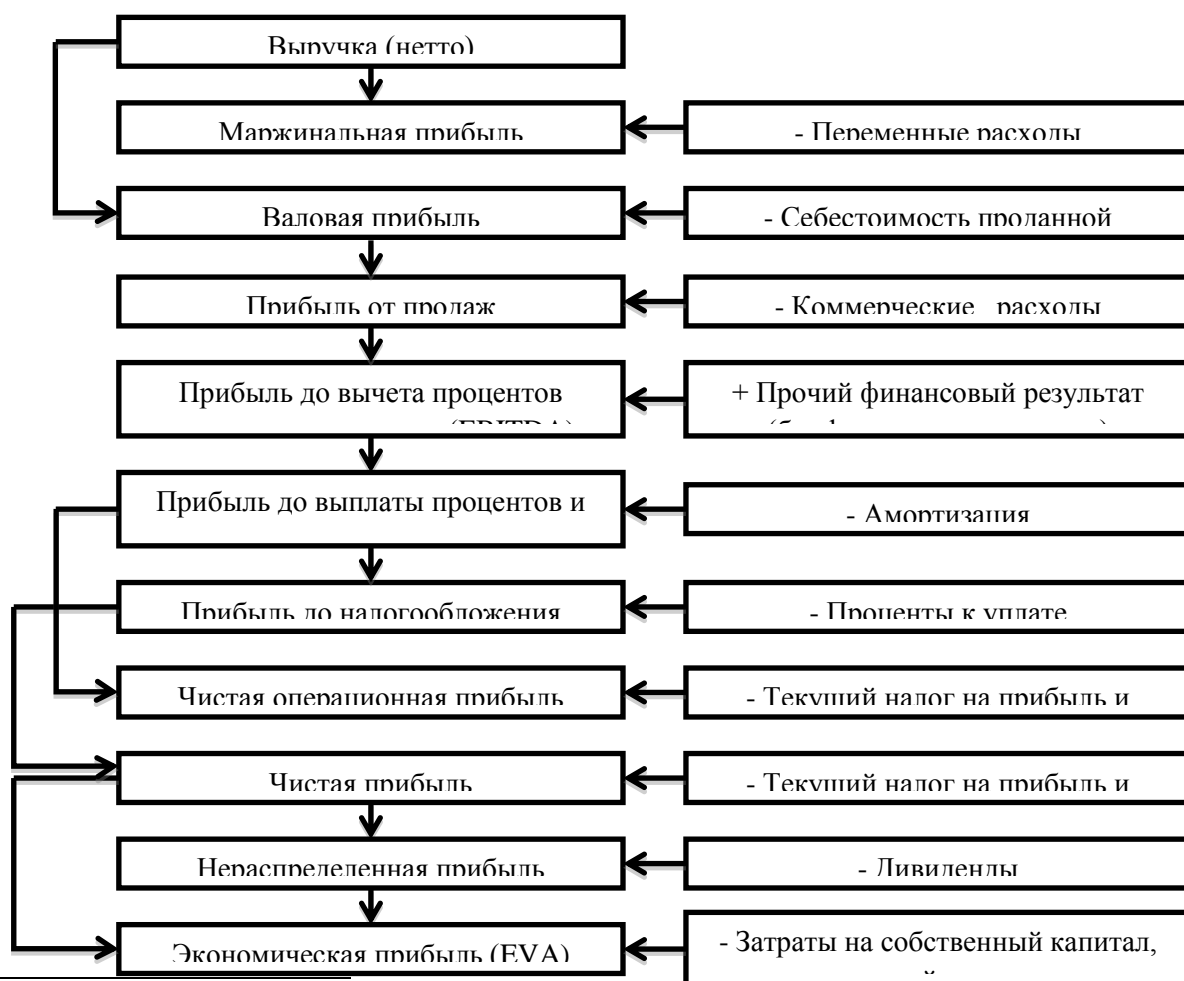
Источник	Расчет показателя
Лисицина Е.В., Токаренко Г.С. Управление финансовыми результатами компании // Финансовый менеджмент, №6, 2005, с.125- 140	ЕВІТ = выручка от продаж - себестоимость включая амортизацию - коммерческие и управленческие расходы
Когденко В.Г. Краткосрочная и долгосрочная финансовая политика: учеб.пособие для студентов вузов / В.Г.Когденко, М.В.Мельник, И.Л.Быковников. – М.:ЮНИТИ-ДАНА. 2010. – 471с	ЕВІТ = прибыль до налогообложения + проценты к уплате
Зубарева В.Д., Дранишникова Д.Н. Повышение ликвидности предприятия за счет оптимизации использования денежных средств./ Финансовый менеджмент, №6, 2008, с. 3-12.	ЕВІТ = чистая прибыль + текущий налог на прибыль + проценты к уплате
Финансовый менеджмент: теория и практика: Учебник / Под ред. Е.С. Стояновой. – М.: Изд-во «Перспектива», 2008. – 656с.	ЕВІТ = нетто результат эксплуатации инвестиций (НРЭИ)

Вариантность расчета показателя объясняется спецификой бизнес-процессов коммерческих организаций, учетной политикой и другими факторами внутренней среды. Технология расчета показателей операционной прибыли, как правило, описывается в регламенте (положении) о бюджетировании деятельности хозяйствующего субъекта.

Таким образом, управление финансами организации осуществляется на базе финансовой модели компании в едином контуре бюджетного процесса, в котором бюджет рассматривается как финансовый план на краткосрочную, среднесрочную или долгосрочную перспективу. На рисунке 15 приведена операционная финансовая модель из учебного пособия Когденко В.Г., которая составлена исходя из предположения, что прочие доходы отнесены к операционным доходам.

При разработке инвестиционной политики организации механизм финансового обеспечения инвестиционной деятельности отражается в виде финансово-инвестиционного бюджета (ФИБ) проекта. Инвестиции – это основной вектор развития хозяйствующего субъекта, указывающий направления движения компании к достижению конкурентного преимущества как основы длительного, устойчивого функционирования с высоким уровнем финансовой результативности<sup>45</sup>.

Масштабность инвестиционных программ отражается в известной классификации типов инвестиционной политики Теплоевой Т.В.<sup>46</sup>. Содержание бизнес-планов стратегически ориентированных компаний – это программа инвестирования в создание стоимости или для устойчивого роста стоимости. Одной из важнейших задач инвестиционного процесса является



<sup>45</sup> Астраханцева И.А. Инновационная экономика и инвестированный капитал // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2014. №19. С.49-56

<sup>46</sup> Теплоева Т.В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий. - М.: Вершина, 2007 – 272с.

Рисунок 15 – Модель формирования операционной прибыли

финансовое обеспечение инвестиционной деятельности, другими словами, обеспечение финансовой состоятельности, реализуемости проектов и бизнес-планов осуществления капитальных вложений финансовых средств.

В ФИБ включаются показатели, характеризующие видовой состав источников инвестиционных ресурсов по годам инвестиционного цикла, а также качество схемы финансирования инвестиционного процесса. Состав показателей ФИБ известен, считается общепринятым и отвечающим условию поддержания финансового риска на допустимом уровне в период инвестиционной активности предприятия<sup>47</sup>.

Управление процессами финансирования осуществляется как на этапе разработки бизнес-планов, так и на этапе их реализации. В предьинвестиционной фазе контролируется соблюдение соотношения планируемого общего объема инвестиций с объемом активов, не позволяющих утрачивать права собственности в случае неудачной реализации инвестиционных проектов.

В активной фазе инвестиционных операций устанавливается приоритет за поддержанием такой структуры денежных потоков компании, при которой на каждом шаге инвестиционного цикла имеется достаточное количество денежных средств для его продолжения.

Как следует из эволюции стратегических финансовых показателей (таблицы 8 и 9), выполнение функций финансового обеспечения различных видов деятельности должно осуществляться на основе системы сбалансированных показателей. Реализация этого принципа рассматривается как основа разработки регламента ФИБ (таблица 13)<sup>48</sup>

---

<sup>47</sup> Организация и финансирование инновационной деятельности: учеб. пособие / под ред. М.К. Хусаинова, О.Н. Владимировой. – М.: Финансы и статистика, 2016. С.94-122

<sup>48</sup> Леонова А.В. Управление результативностью в системе стратегического финансового управления / В электронном сборнике материалов Международной конференции студентов,

Таблица 13 - Оценка регламента разработки ФИБ

Положения регламента	Оценка выполнения положений регламента
Использование, как в инвестиционном, так и финансовом анализе показателей, однородных в своей экономической сущности, рассчитываемых согласно единой финансовой логике	Методология расчета показателей экономической эффективности инвестиций основана на базовой концепции денежного потока (Cash Flow). При этом в составе индикаторов финансового состояния отсутствуют денежно-поточковые показатели, что нарушает целостность системы сбалансированных показателей и не раскрывает экономической сущности инвестиционных ресурсов как суммы <i>свободных денежных средств</i>
Финансовые расчеты выполняются по одним источникам исходной информации	Финансовая аналитика и инвестиционный анализ предполагают использование доступных источников достоверной, оперативной, релевантной информации. Таким источником является бухгалтерская отчетность, составленная или по РСБУ или по МСФО, что должно учитываться при выборе планируемых и контролируемых показателей
Состав параметров бюджета отражает интерференцию долгосрочной и краткосрочной финансовой политики организации	Аналитические показатели должны соответствовать типу той модели финансового управления (модели планирования и анализа результативности), которая выбрана менеджментом в качестве базовой на весь горизонт бизнес-планирования. В модели индикатор финансовой результативности размещается на вершине дерева целей. Факторы формирования целевого показателя результативности включаются в финансовые планы, что обуславливает целесообразность их использования для оценки равновесного и сбалансированного состояния финансов организации

Методические разработки современного финансового менеджмента позволяют реализовать на практике идею гибкого финансово-инвестиционного бюджета. Так, для недопущения дефицитного денежного потока нами предлагается в состав индикаторов финансового состояния ФИБ включить показатель долговой (кредитной) нагрузки - коэффициент покрытия

---

аспирантов и молодых ученых «Перспектив Свободный – 2016», посвященный Году образования Содружества Независимых Государств. [Электронный ресурс] Красноярск. СФУ. 15-25 апреля 2016. С.35-38

обязательств по обслуживанию долга (DSCR - Debt Service Coverage Ratio):

$$\text{DSCR} = \frac{\text{Операционная прибыль}}{\text{ЕБИТДА}} / \frac{\text{Годовые выплаты процентов}}{\text{и основного долга}} \quad (11)$$

Комфортный для банка уровень коэффициента DSCR начинается с 1,349. Значение коэффициента больше единицы можно объяснить тем, что в банковском менеджменте кредит структурируется так, чтобы компания могла его погашать и при выручке, как минимум, на 20% ниже плановой.

Обоснование данного предложения заключается в следующем. ФИБ детализируется по годам инвестиционного цикла, следовательно, выплаты долга и процентов также должны оцифровываться в годовых показателях. Индикатор финансовой нагрузки долг/ЕБИТДА (Debt/ЕБИТДА), приведенный в таблице 7, не позволяет этого сделать, если потоки платежей по финансовой деятельности являются переменными. В этой связи нарушается принцип сбалансированности показателей: по операционной деятельности принимается к расчету постоянный денежный поток, а по финансовой деятельности – переменный.

Если взаимоувязку последовательных потоков денежных средств на длительный горизонт финансового планирования нельзя обеспечить, то длительность расчетного цикла необходимо сжать, что и предложено в диссертации. По-нашему мнению, оценка долговой нагрузки в финансово-инвестиционном бюджете показателем DSCR отвечает методологическим основам стратегического управления: «При решении финансовых задач оба денежных потока должны быть сбалансированы. Баланс двух последовательных, взаимоувязанных потоков имеет место при равенстве их современных стоимостей».50 Форма ФИБ может иметь вид.

---

<sup>49</sup> Ордынская И. Что для банка самое важное в бизнес-плане компании // Финансовый директор, 2010. №6. С.20-23

<sup>50</sup> Четыркин Е.М. Методы финансовых и коммерческих расчетов. – М.: Дело Лтд, 1995. С.84-112

Таблица 14 - Финансово-инвестиционный бюджет инвестиционного проекта

Наименование показателей	Года инвестиционного цикла			
	1	2	3	.....
Общая сумма инвестиционных затрат				
Денежный поток по инвестиционной деятельности (CAPEX)				
Собственные финансовые средства всего, в т.ч. по источникам: - чистая прибыль - амортизационные отчисления				
Заемные финансовые средства всего, в т.ч. по видам инструментов финансирования: - банковский инвестиционный кредит - облигационный заем - финансовые ноты (CLN, Credit Linked Notes) - .....				
4. Привлеченные финансовые средства всего, в т.ч. по видам: - субсидии на государственное софинансирование объектов капитального строительства - .....				
5 Индикаторы финансового состояния - коэффициент автономии - долговая нагрузка ( <i>DSCR</i> )				

### 3.3 Современная финансовая практика измерения результативности компании

Выполненные исследования во многом объясняют сложившуюся практику составления годовых отчетов публичных компаний, в которых, как правило, представлены показатели:

- темп изменения выручки от продаж;
- темп изменения чистой прибыли;
- удельный вес *EBITDA* в выручке.

Последний индикатор показывает, какая часть выручки обложена в денежную форму - форму операционного денежного потока (OCF), величина которого условно приравнена к операционной прибыли *EBITDA*:

$$У_{EBITDA} = EBITDA / \text{Выручка от продаж} * 100\% \quad (12)$$

По значению и динамике показателя оцениваются собственные возможности организации выполнять обязательные платежи государству, кредиторам и заимодавцам, а также осуществлять выплаты дивидендов (доходов собственникам, участникам). Показатель можно трактовать как индикатор экономической и инвестиционной привлекательности организации.

В условиях отсутствия официально установленных, рекомендуемых значений рассматриваемого соотношения (*У<sub>EBITDA</sub>*), финансовая аналитика обращается к практике его анализа в реальных условиях хозяйствования. Заметим, что единства в оценках нет. Ряд аналитиков считают, что «*EBITDA* в размере 40 процентов от выручки является высокой доходностью, свидетельствующей об эффективности управления компанией»<sup>51</sup>. В недавней публикации Шестаковой Е.В. отмечается: «Если говорить об устойчивых показателях, то нормативным значением признается значение 20%..... В США и Великобритании норматив по данному показателю составляет 10-12%»<sup>52</sup>.

Значительный разброс наблюдается и по реальным отчетным данным акционерных компаний (таблица 15).

---

<sup>51</sup> И.Ордынская. Что для банка самое важное в бизнес-плане компании// Финансовый директор, №6, 2010, с.20-23

<sup>52</sup> Шестакова Е.В. Ключевые показатели оценки финансового состояния компании в условиях кризиса // Финансовый менеджмент. 2016. №4. С.20-31



Таблица 15 – Финансовые показатели нефтяных компаний 2015 год

Наименование показателя	ПАО «Газпром»	ПАО «Роснефть»	ОАО «Сургутнефтегаз»
Собственный капитал	9 322 338 840	1 434 431 053	3 503 363 827
Валюта баланса	12 981 247 957	9 449 874 264	3 704 480 453
Коэффициент автономии	0,72	0,15	0,95
Абсолютно ликвидные активы	565 026 583	402 389 690	552 097 932
Краткосрочные обязательства	1 571 876 215	2 038 824 180	129 936 876
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,36	0,2	4,25
Чистая прибыль	403 522 806	239 413 255	751 355 297
Процентный расход/доход	41 080 675	187 246 505	99 854 942
Налог на прибыль	14 080 835	239 413 255	148 008 814
Амортизация	626 211 708	47 161 588	131 713 518
ЕБИТДА	1 002 728 674	338 741 593	1 130 932 571
Выручка	4 334 293 477	3 831 094 945	978 204 539
ЕБИТДА/Выручка	23,13	8,84	115,61

Если ориентироваться на приведенные ранее оценки рекомендуемых значений *ЕБИТДА/Выручка*, можно сделать вывод, что уровень сбалансированности денежных потоков у компаний различается существенно, что затрудняет обоснование среднеотраслевого показателя. При измерении результативности деятельности компании положительно оценивается повышающая динамика показателя *ЕБИТДА/Выручка*. Однако остается вопрос, насколько этот уровень достаточен? Косвенно ответ на него дает анализ двух

других финансовых коэффициентов – ликвидности и финансовой устойчивости. Неустойчивое финансовое состояние наблюдается у ПАО «Роснефть», для которого коэффициент автономии существенно ниже нормативного значения в 0,5. В данном аспекте можно интерпретировать и удельный вес *EBITDA* в выручке в 8,84%.

На практике используются две группы финансовых коэффициентов. В первой оптимальные значения коэффициентов принимаются на основе рекомендаций официальных методик финансовой диагностики, что позволяет использовать показатели в качестве *общехозяйственных* финансовых нормативов. Вторую группу составляют показатели, достаточные (приемлемые, допустимые) значения которых определяются методом прямого счета для конкретного предприятия – объекта финансового управления с учетом его отраслевых особенностей, действующей бизнес-модели, базовой и финансовой стратегий. В процессе внутрифирменного планирования коэффициенты используются в качестве внутренних, локальных финансовых нормативов, которые определяют достаточные значения контролируемых показателей с учетом специфики предприятия.

Нами предлагается обоснование достаточного значения коэффициента рассчитывать в соответствии со следующей финансовой логикой.

1. За основу принимаем экономику показателя экономической добавленной стоимости (формула 12):

$$EVA = NOPAT - WACC * Invested Capital, (12)$$

Повышение стоимости компании обеспечивается, если рентабельность инвестированного капитала превышает его стоимость. Граничным условием можно принять равенство двух факторов стоимости:

$$NOPAT = WACC * Invested Capital \quad (13)$$

Применим методы расширения и удлинения финансовой модели, умножив и разделив правую часть формулы на выручку (BP), получаем.

$$NOPAT = BP/BP * WACC * Invested Capital \quad (14)$$

$$NOPAT/BP = WACC * Invested Capital / BP \quad (15)$$

Введем в формулу расчет чистой операционной прибыли с использованием налога на прибыль (TAX).

$$(EBIT - TAX) / BP = WACC * Invested Capital / BP \quad (16)$$

$$EBIT/BP - TAX/BP = WACC * Invested Capital / BP \quad (17)$$

$$EBIT/BP = WACC * Invested Capital / BP + TAX/BP \quad (18)$$

Дальнейшие преобразования также выполняются на платформе операционной модели управления финансами организаций. В расчет вводится показатель *EBITDA* и *DA* - амортизация основных средств и нематериальных активов.

$$(EBITDA - DA) / BP = WACC * Invested Capital / BP + TAX/BP \quad (19)$$

Заключительная формула имеет вид.

$$EBITDA / Выручка = (WACC * Invested Capital + TAX + DA) / Выручка \quad (20)$$

Полученное соотношение в полной мере выражает экономическую сущность показателя *EBITDA/Выручка*: оценивает возможность менеджмента компании выполнять обязательства в виде выплат денежных средств

собственникам, кредиторам, государству, сохраняя ресурсный потенциал по простому воспроизводству основных средств за счет амортизации. Полученное соотношение предлагается использовать в процессах стратегического планирования и анализа.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Одной из основных функций корпоративного менеджмента является финансовый анализ и контроль за происходящими процессами в экономике предприятия. Приоритетная задача стратегического финансового управления формулируется как «достижение соответствия текущих показателей результативности стратегическим целям и приоритетам», когда оценка результатов деятельности предприятия в отчетном периоде осуществляется с позиций их вклада в приближение к той позиции, которая выбрана в качестве стратегической.

Выполненные исследования по изучению теории и практики финансового менеджмента российских предприятий позволили сформулировать ряд обобщений:

- разработка финансовой стратегии и приоритетных направлений финансовой политики осуществляется на основе стратегически ориентированной финансовой модели;

- стратегический подход к управлению финансами организаций обуславливает целесообразность использования современной стоимостной модели финансового управления;

- в данной модели стратегическая цель может быть выражена различными целевыми показателями финансовой результативности – акционерной стоимостью компании, рентабельностью чистых активов, рентабельностью инвестированного капитала и др.;

- процессы разработки и реализации финансовой стратегии основываются на многоуровневой декомпозиции стратегического показателя на составляющие, которые обеспечивают взаимодействие и взаимообусловленность стратегии и тактики управления финансами организации;

- все методы и инструменты обоснования управленческих решений, задействованные в одной финансовой модели, работают на основе

согласованной, сбалансированной системы показателей, в составе которых доминируют факторы стоимости;

- использование гибких форм и методов финансового планирования и управления осуществляется в контуре бюджетного процесса, характеризуемого составом и формой формируемых бюджетов;

- анализ финансовых результатов выполняется с использованием системы показателей, характеризующих сложную структуру внутрифирменных и межхозяйственных финансовых отношений, процессов и явлений, формирующих денежные потоки организации и определяющих ее финансовые результаты и финансовое состояние.

Формирование такой системы анализируемых показателей результативности (САПР) не должно быть ситуативным, в этом вопросе следует придерживаться методологического подхода.

Парадигма управления результативностью современных компаний выстроилась в соответствии с «Руководством по корпоративному управлению для европейских собственников, 2000», согласно которому целью менеджмента является максимизация акционерной стоимости в долгосрочном периоде<sup>53</sup>. В этой связи *анализ финансовых результатов нами рассматривается как функция контроля реализации финансовой стратегии.*

Формирование САПР должно выполняться на основе системного, комплексного подхода, содержание которого предусматривает взаимосвязь и взаимопроникновение:

- основных функций стратегического менеджмента: прогнозирования, планирования, организации, анализа и финансового контроля;

- бухгалтерских и денежно-потоковых показателей, что предопределяет целесообразность их совместной аналитической оценки;

- в состав САПР включаются как показатели первого уровня, т.е. показатели финансовой модели принятия управленческого решения, так и

---

<sup>53</sup> Неудачин В.В. Реализация стратегии компании: финансовый анализ и моделирование. - М.: Дело, 2012. С.122-130

показатели второго уровня – факторы формирования показателей первого уровня.

Научная новизна магистерской работы заключается в следующем.

1. Выполненные исследования позволяют рекомендовать разработку и оценку реализации финансовой стратегии осуществлять на основе операционно-потокowej модели управления финансами организации (сокращенно – операционная).

2. На платформе операционно-потокowej модели управления финансами организации разработаны финансовые модели принятия управленческих решений по приоритетным направлениям финансовой деятельности: управление собственным капиталом, управление заемным капиталом, управление оборотными активами. Данные модели рекомендуется использовать при формировании системы анализируемых показателей результативности (САПР).

3. Выявлено соотношение, по которому предлагается определять достаточное значение показателя *EBITDA/Выручка*, исходя из налоговой и долговой нагрузки компании, а также финансовой нагрузки по выплате доходов собственникам (участникам) и устойчивого финансирования процессов простого воспроизводства основных средств.

4. Для недопущения дефицитного денежного потока предлагается в состав индикаторов финансового состояния финансово-инвестиционного бюджета (ФИБ) включить показатель долговой (кредитной) нагрузки - коэффициент покрытия обязательств по обслуживанию долга (DSCR). Обоснование заключается в следовании принципу обеспечения сбалансированности денежных потоков по операционной и инвестиционной деятельности.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1 Гражданский кодекс Российской Федерации. В 4 ч. Ч. 2 [Электронный ресурс] : федер. закон от 26.01.1996 №14-ФЗ ред. от 23.05.2016 // Справочная правовая система «КонсультантПлюс». – Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

2 Налоговый кодекс Российской Федерации. В 2 ч Ч. 2 [Электронный ресурс] : федер. закон от 05.08.2000 №117-ФЗ ред. от 01.05.2016. // Справочная правовая система «КонсультантПлюс». – Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

3 О бухгалтерском учете [Электронный ресурс] : федер. закон от 06.12.2011 №402-ФЗ ред. от 23.05.2016. // Справочная правовая система «КонсультантПлюс». – Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

4 Об акционерных обществах [Электронный курс] : федер. Закон от 26.12.1995 № 208 – ФЗ ред. от 29.06.2015. // Справочная правовая система «КонсультантПлюс». – Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

5 Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений [Электронный курс] : федер. Закон от 25.02.1999 №39 – ФЗ ред. от 28.12.2013. // Справочная правовая система «КонсультантПлюс». – Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

6 О формах бухгалтерской отчетности организаций [Электронный ресурс] : приказ Министерства финансов Российской Федерации от 04.12.2012 №66н ред. от 06.04.2015 // Справочная правовая система «КонсультантПлюс». – Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

7 Об утверждении Методических рекомендаций по инвентаризации имущества и финансовых обязательств [Электронный ресурс] : приказ Министерства финансов Российской Федерации от 13.06.1995 г. № 49 ред. от 08.11.2010. // Справочная правовая система «КонсультантПлюс». – Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.



8 Положение по бухгалтерскому учету ПБУ 19/02 «Учет финансовых вложений» [Электронный ресурс] : утв. приказом Министерства финансов Российской Федерации от 10.12.2002 № 126н ред. от 06.04.2015. // Справочная правовая система «КонсультантПлюс». – Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

9 Положение по бухгалтерскому учету ПБУ 5/01 «Учет материально-производственных запасов» [Электронный ресурс] : утв. приказом Министерства финансов Российской Федерации от 09.06.2001 № 44н ред. от 25.10.2010. // Справочная правовая система «КонсультантПлюс». – Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

10 Банк, В. Р. Финансовый анализ : учеб. пособие / В. Р. Банк, С. В. Банк, Л. В. Тараскина. – Москва : Проспект, 2015. – 344 с.

11 Бланк, И. А. Управление прибылью : учебное пособие / И. А. Бланк. Москва : Ника-Центр, 2010. – 221с.

12 Бариленко, В. И. Анализ финансовой отчетности : учебное пособие / В. И. Бариленко. – Москва : КноРус, 2014. - 240с.

13 Басовский, Л.Е. Финансовый менеджмент: учебник / Л.Е. Басовский. - Москва : Инфра-М, 2013. - 240 с.

14 Борисов, Р. А. Какие дивиденды не поставят бизнес под угрозу / Р. А. Борисов // Финансовый директор. – 2012. – №1. – С.36–42

15 Бородина, Е. И. Анализ финансовой отчетности : учеб. пособие для студентов, обучающихся по специальностям «Финансы и кредит», «Бухгалтерский учет, анализ и аудит» / Е. И. Бородина ; под ред. О.В. Ефимовой и М. В. Мельник. – 4е изд., испр. и доп. – Москва : Омега-Л, 2013. – 451 с.

16 Бочаров, В. В. Финансовый анализ : учебное пособие / В. В. Бочаров. – Санкт-Петербург : Питер, 2012. – 232 с.

17 Бутакова, Н. М. Корпоративные финансы : учеб.- метод. пособие / Н. М. Бутакова. – Красноярск: СФУ, 2013. – 96с.

- 18 Бухлаков, М. И. Планирование на предприятии : учебник / М. И. Бухлаков. – 4-е изд. – Москва : ИНФРА-М, 2015. – 410 с.
- 19 Вайс, Е. С. Планирование на предприятии : учебное пособие / Е. С. Вайс, В. М. Васильцова, В. С. Васильцов. – Москва : КНОРУС, – 2014. – 336 с.
- 20 Володин, А. А. Управление финансами. Финансы предприятий: Учебник / А. А. Володин, Н. Ф. Самсонов и др.; под ред. А. А. Володиной - 3-е изд. – Москва : НИЦ ИНФРА-М, 2014. - 364 с.
- 21 Донцова, Л. В. Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / Л. В. Донцова, Н. А. Никифорова. – Москва : Дело и Сервис, 2012. – 336 с.
- 22 Егоров, Ю. Н. Планирование на предприятии : учебное пособие / Ю. Н. Егоров, С. А. Варакута. – Москва : ИНФРА-М, 2014. – 424 с.
- 23 Земченко, Ю. А. Управление оборотным капиталом / Ю. А. Земченкова // Молодой ученый. – 2013. – №12. – С. 297-299
- 24 Ионова, А. Ф. Финансовый анализ : учебник / А. Ф. Ионова, Н. Н. Селезнева. – Москва : Проспект, 2015. – 624 с.
- 25 Ковалев, В. В. Управление денежными потоками, прибылью и рентабельностью : учебное пособие / В. В. Ковалев. – Москва : Проспект, 2015. – 336 с.
- 26 Ковалев, В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В. В. Ковалев. – Москва : Проспект, 2012. – 1024 с.
- 27 Круш, З.А. Практикум по финансам организаций (предприятий): Учебное пособие для вузов / З. А. Круш, Л. С. Шохина, И. А. Горелкина; под ред. З. А. Круш. –Москва : ИНФРА-М, 2013. – 304 с.
- 28 Курочкин, В. Н. Финансовый менеджмент в отрасли образования : учебное пособие/В. Н. Курочкин. – Москва : Директ-медиа, 2015. – 474с.
- 29 Лишанский, М. Л. Финансы сельскохозяйственных предприятий : учебное пособие для ВУЗов. / М. Л. Лишанский, З. А. Круш, И. Б. Маслова. – Москва : КолосС, 2014. – 376 с.
- 30 Лукасевич, И. Я. Инвестиции : Вузовский учебник. / И. Я. Лукасевич. – Москва : ИНФРА – М, 2013. – 413с.

31 Лытнев, О. Н. Основы финансового менеджмента : учебное пособие / О. Н. Лытнев. – Москва : Директ-Медиа, 2014. - 324 с.

32 Любушин, Н. П. Комплексный экономический анализ хозяйственной деятельности : учеб. пособие для студентов вузов, обучающихся по спец. 060500 «Бухгалтерский учет, анализ» и 060400 «Финансы и кредит» / Н. П. Любушин. – 3-е изд., перераб. и доп. Москва : ЮНИТИ-ДАНА, 2015. – 448 с.

33 Мардаровская, Ю. В. Долгосрочная и краткосрочная финансовая политика предприятия : учебник / Ю. В. Мардаровская. - Москва : Элит, 2014. – 272 с.

34 Морозко, Н. И. Финансовый менеджмент: учебное пособие / Н. И. Морозко, И. Ю. Диденко. – Москва : Инфра– М, 2013. – 224 с.

35 Попова, Р. Г. Финансы предприятий : учебное пособие / Р. Г. Попова, И. Н. Самонова, И. И. Доброседова. – 3-е изд. – Санкт-Петербург, 2010. – 208с.

36 Савицкая, Г. В. Анализ хозяйственной деятельности предприятия : учебник / Г. В. Савицкая. – 5-е изд., перераб. и доп. – Москва : ИНФРА-М, 2013. – 536 с.

37 Самылин, А. И. Финансовый менеджмент: учебник / А. И. Самылин. - Москва : Инфра – М, 2013. – 413 с.

38 Селезнева, Н. Н. Финансовый анализ. Управление финансами : учеб. пособие для вузов / Н. Н. Селезнева, А. Ф. Ионова. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва : ЮНИТИ-ДАНА, 2015. – 639 с.

39 Скамай, Л. Г. Экономический анализ деятельности коммерческих предприятий : учебник / Л. Г. Скамай, М. И. Трубочкина. – Москва : Инфра-М, 2013. – 378 с.

40 Снитко, Л.Т. Управление оборотным капиталом организации / Л. Т. Снитко, Е. Н. Красная, – Москва : РДЛ, 2012. – 452с.

41 Толкачева, Н. А. Финансовый менеджмент : курс лекций / Н. А. Толкачева. – Москва : Директ-Медиа, 2014. - 144 с.

- 42 Финансовый менеджмент : теория и практика / Е. С. Стоянова, [и др.] - 6-е изд. – Москва : Перспектива, 2010. – 656 с.
- 43 Финансовый менеджмент: учебное пособие / под ред. проф. Е. И. Шохина. – Москва : ИД ФБК-ПРЕСС, 2010. – 408 с.
- 44 Цыркунова, Т. А. Финансовый менеджмент : учеб. пособие / Т. А. Цыркунова; Н. А. Соловьева Краснояр. гос. торг.-экон. ин-т. – Красноярск, 2011. – 180 с.
- 45 Шеремет, А. Д. Комплексный анализ хозяйственной деятельности / А. Д. Шеремет. – Москва : ИНФРА-М, 2014. – 415с.
- 46 Шубина, Т. В. Распределение прибыли в акционерном обществе / Т. В. Шубина // Финансовый менеджмент. – 2011. – №2. – С.15–23
- 47 Шуляк, П. Н. Финансы предприятия: учебник / П. Н. Шуляк. - 6-е изд., перераб и доп. – Москва : Дашков и К, 2013. – 712с.
- 48 Экономический анализ: учебник для вузов / под ред. Л. Т. Гиляровской. – Москва : ЮНИТИ-ДАНА, 2011. – 527 с.