

На правах рукописи



Газазян Ашот Аракелович

**ОПТИМИЗАЦИЯ УПРАВЛЕНИЯ
ФИНАНСИРОВАНИЕМ ДОЛГОСРОЧНЫХ
МАРКЕТИНГОВЫХ ПЛАНОВ
КОММЕРЧЕСКОЙ ОРГАНИЗАЦИИ**

Специальность 08.00.05 – Экономика и управление народным
хозяйством (маркетинг)

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Сочи - 2009



003461462

Диссертационная работа выполнена в лаборатории информационных технологий маркетинга Института образовательных технологий Российской академии образования.

Научный руководитель: - доктор экономических наук
Шуремов Евгений Леонидович

Официальные оппоненты: - доктор экономических наук
Демин Игорь Святославович
- кандидат экономических наук
Величко Наталья Юрьевна

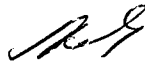
Ведущая организация: - Тверской государственный технический университет

Защита состоится 27 февраля 2009 г. в 10⁰⁰ часов на заседании диссертационного совета Д 008.016.02 при институте образовательных технологий Российской академии образования по адресу: 354003, г. Сочи, ул. Орджоникидзе, 10а.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке института образовательных технологий в г.Сочи и на сайте www.iotrao.ru

Автореферат разослан 26 02 2009 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета:
кандидат экономических наук,
доцент



Н.А. Лященко

Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. Основой управленческой стратегии коммерческой организации в условиях рыночной экономики является долгосрочный маркетинговый план. Он сводит воедино данные маркетинговых исследований, совмещает оценку текущей ситуации с целями и планами поведения организации на рынке и в решающей степени определяет ее хозяйственную деятельность на перспективу.

Оценивая возможные источники финансовых ресурсов, необходимых для осуществления маркетинговых планов, необходимо стремиться к минимизации стоимости капитала. В условиях мирового финансового кризиса и оттока капитала с фондовых рынков основными источниками финансирования маркетинговых планов российских компаний являются нераспределенная прибыль и займы, предоставляемые отечественными кредитными организациями. При этом невозможность использования всех преимуществ "налогового щита" требует изыскания путей наиболее эффективного использования заемных средств.

Долгосрочный маркетинговый план фирмы может включать несколько относительно независимых маркетинговых проектов. Анализ эффективности их осуществления требует исследования изменений в денежных потоках фирмы, возникающих вследствие изменения выручки, постоянных и переменных затрат в течение всего срока его реализации. Для решения этой задачи традиционные методы маркетинговых исследований должны применяться в совокупности с инструментарием экономического анализа. Однако данная проблематика на текущий момент исследована недостаточно полно. Поэтому разработка методов оптимизации управления финансированием долгосрочных маркетинговых планов коммерческой организации является актуальной задачей, имеющей важное научное и практическое значение, что и определило выбор темы диссертации.

Степень разработанности проблемы. Проблематика формирования маркетинговых планов рассматривалась в работах А. Г. Аганбегяна, Г. Армстронга, К. Боумана, Х. Виссема, А.П. Градова, П.Ф. Дракера, Ф. Котлера, Д. Кэмпбела, Дж. Стоунхауза, Ж.-Ж. Ламбена, Э. А. Уткина и других ученых. В их работах исчерпывающе рассмотрены общие вопросы методологии формирования долгосрочных маркетинговых планов, предложены рекомендации по формированию стратегии и тактики их осуществления.

Однако вопросы оптимизации управления финансированием долгосрочных маркетинговых планов пока не нашли должного отражения в научной литературе.

В частности, до сих пор недостаточно изучена проблема взаимосвязи целей долгосрочного маркетингового плана, стратегий их реализации и методов финансирования. Отсутствует системная оценка ограничений применения общепринятых инструментов финансирования долгосрочных маркетинговых планов применительно к современным условиям российской экономики.

Различные вопросы оценки финансового состояния предприятия,

управления его финансовыми ресурсами и рисками хозяйственной деятельности рассматривались в работах М.И. Баканова, С.Б. Барнгольд, Н.А. Блатова, Р. Брейли, Ю. Бриггема, Н.Р. Вейцмана, Н.В. Дембинского, Д.А. Ендовицкого, О.В. Ефимовой, Н.Д. Ильенковой, И.И. Каракоза, З.В. Кирьяновой, В.В. Ковалева, М.И. Кутера, С. Майерса, Л.Г. Макаровой, А.М. Маргулиса, М.В. Мельник, Е.А. Мизиковского, В.Ф. Паля, Г.В. Савицкой, П.И. Савичева, Р.С. Сайфулина, Е.С. Стояновой, С.К. Татура, Г.М. Таця, В.А. Тереховой, А.Я. Усачева, А.Д. Шеремета и других ученых. Однако в них акцент делался, главным образом, на исследовании текущего финансового состояния организации, выявления общих тенденций его изменения и оптимизации управления финансовыми ресурсами без детализации оценок влияния на них процессов осуществления долгосрочных маркетинговых планов.

При относительной ограниченности инвестиционных ресурсов большую актуальность имеет проблема оптимизации использования заемных средств и формирования эффективной структуры капитала. Однако традиционная теория финансового рычага, развитая в работах Р. Брейли, Ю. Бриггема, В.В. Ковалева, С. Майерса, Е.С. Стояновой, Р.Н. Холта и других ученых недостаточно формализована, не поддержана математическим инструментарием и потому не позволяет определить какова должна быть оптимальная структура капитала и указывает лишь на допустимый диапазон соотношения собственных и заемных средств. С другой стороны, хорошо формализованная теория Нобелевских лауреатов М. Миллера и Ф. Модильяни основана на слишком сильных допущениях, которые не соблюдаются в условиях российской экономики.

В работах Л.К. Акопян предложены экономико-математические модели оптимизации использования эффекта финансового рычага. Однако они имеют существенные ограничения, носят статический характер, не предлагают способов оптимизации управления финансированием долгосрочных маркетинговых планов за счет комплексного управления собственными и заемными средствами.

Наличие указанных пробелов в теории и практике оптимизации управления финансированием долгосрочных маркетинговых планов коммерческой организации определило выбор основных направлений исследования.

Цель и задачи исследования. Целью диссертационного исследования является систематизация научных представлений о методах оптимизации управления финансированием долгосрочных маркетинговых планов.

Для достижения указанной цели были поставлены и решены следующие основные задачи:

- исследовать особенности управления финансированием различных маркетинговых стратегий и выявить проблемы их оптимизации;
- выявить основные подходы к оценке эффективности долгосрочных маркетинговых проектов;
- провести анализ и уточнить специфику применения различных методов финансирования долгосрочных маркетинговых планов в российской экономике;

- исследовать методы оптимизации структуры капитала в процессе выбора источников финансирования долгосрочных маркетинговых планов;

- выявить роль и показать возможности бюджетирования как инструмента оптимизации управления финансированием долгосрочных маркетинговых планов применительно к различным маркетинговым стратегиям и способам организации бизнеса;

- выработать рекомендации по оптимизации управления собственным и заемным капиталом в процессе реализации долгосрочных маркетинговых планов.

Объект исследования. Долгосрочные маркетинговые планы.

Предмет исследования. Методы оптимизации управления финансированием долгосрочных маркетинговых планов.

Методологической основой исследования явился диалектический подход к изучению конкретных явлений, событий, фактов на базе применения основных теоретических положений рыночной экономики, современных теорий менеджмента и маркетинга. Информационной базой диссертационного исследования были работы отечественных и зарубежных ученых и специалистов в области маркетинга, управления, экономического анализа и экономико-математического моделирования. В качестве конкретных инструментов исследования использовались методы и принципы теории систем, математического анализа и математического программирования.

Научная новизна исследования состоит в систематизации научных представлений о методах оптимизации управления финансированием долгосрочных маркетинговых планов.

В работе получены и выносятся на защиту следующие научные результаты.

1) Уточнение научных представлений об особенностях оптимизации финансирования долгосрочных маркетинговых планов в зависимости от поставленных в них целей и предлагаемых стратегий их достижения.

2) Системное представление особенностей и проблем оптимизации финансирования долгосрочных маркетинговых планов в условиях российской экономики.

3) Уточненная экономико-математическая модель оптимизации управления эффектом финансового рычага и полученная на ее основе оценка соотношения собственных и заемных средств, обеспечивающего максимизацию чистой прибыли коммерческой организации.

4) Определение роли бюджетирования как инструмента оптимизации управления финансированием долгосрочных маркетинговых планов.

5) Динамическая модель комплексной оптимизации управления собственными и заемными средствами в процессе реализации долгосрочных маркетинговых планов, ориентированных на максимизацию совокупного дисконтированного дохода собственников коммерческой организации.

Практическая значимость исследования заключается в том, что его положения ориентированы на широкое использование при решении задач

оптимизации управления финансированием долгосрочных маркетинговых планов.

Практически значимыми являются:

- уточненная экономико-математическая модель оптимизации управления эффектом финансового рычага и полученная на ее основе оценка соотношения собственных и заемных средств, обеспечивающего максимизацию чистой прибыли фирмы;

- рекомендации по использованию инструментов бюджетирования для решения задач оптимизации управления финансированием долгосрочных маркетинговых планов;

- динамическая модель комплексной оптимизации управления собственными и заемными средствами в процессе реализации долгосрочных маркетинговых планов, ориентированных на максимизацию совокупного дисконтированного дохода собственников фирмы.

Апробация результатов исследования. Материалы и результаты исследования докладывались и обсуждались на IV традиционной международной научно-практической конференции РАО "Состояние и перспективы высшего образования" (Сочи, 2006); на научно-практических конференциях Научно-образовательного центра РАО (2006-2008 годы), Института образовательных технологий Российской академии образования, межинститутских конференциях профессорско-преподавательского состава Черноморской гуманитарной академии.

Экономико-математическая модель оптимизации управления эффектом финансового рычага и динамическая модель комплексной оптимизации управления собственными и заемными средствами приняты к использованию в компании "ИВК-системз", что подтверждено соответствующими справками.

Материалы диссертационного исследования используются в учебно-педагогическом процессе Черноморской гуманитарной академии, а также при подготовке аспирантов в Институте образовательных технологий Российской академии образования.

Основные результаты исследования опубликованы в 4 работах общим объемом 5,3 п.л.

Основные положения диссертационной работы

Ключевым элементом маркетинговой политики фирмы является долгосрочный маркетинговый план. Процесс его составления включает в себя: формулировку миссии организации и ее текущих целей; сбор и анализ информации для определения сильных и слабых сторон, возможностей и угроз для организации; выбор оптимальной стратегии, обеспечивающей достижение поставленных целей; составление детализированных планов действий по реализации выбранной стратегии.

На основе уточненных целей организации формулируются стратегии их достижения. В общем случае, выделяют три уровня стратегий. К стратегиям первого уровня относятся: стратегия совершенствования производства;

стратегия совершенствования товара; стратегия интенсификации коммерческих усилий; стратегия оптимизации маркетинга; стратегия социально-этического маркетинга (гармоничное сочетание интересов фирмы с достижением удовлетворенности потребителей в целях благополучия общества в целом). Стратегии второго уровня включают: стратегии управления товарами; стратегии управления ценой; стратегии управления каналами распределения товаров; стратегии управления продвижением товаров. Стратегиями третьего уровня являются: стратегии сегментации; стратегии модернизации товаров.

Формирование маркетингового плана требует выбора источников его финансирования. При этом необходимо учитывать стоимость привлечения финансовых ресурсов из разных источников и ее сопоставления с доходами, полученными в результате их использования. В зависимости от содержания маркетингового плана его финансирование может существенно различаться по источникам, срокам и объемам. Если маркетинговый план направлен на преодоление проблем, возникших у организации в отношениях с клиентами, то оно может быть относительно небольшим и осуществляться из собственных средств или требовать привлечения краткосрочных займов. Однако, если это долгосрочные мероприятия, то могут потребоваться и более значительные займы, привлекаемые на долгосрочной основе. Еще сложнее задача финансирования маркетингового плана, сформированного исходя из целей естественного роста или реструктуризации организации. В этом случае требуется долгосрочное финансирование, осуществляемое либо за счет увеличения акционерного капитала, либо за счет займов, привлекаемых на долгосрочной основе, либо путем слияния с другими компаниями, либо как-то еще. В любом случае встает проблема выбора и оптимизации источников финансирования.

Выбор стратегии достижения определенных маркетинговым планом целей также существенно влияет на организацию финансирования. Так, например, стратегии интенсификации коммерческих усилий и маркетинга обычно требуют относительно небольшого дополнительного финансирования, в то время как стратегия совершенствования производства может потребовать крупных долгосрочных займов.

Стратегии управления товарами и ценой в ряде случаев могут осуществляться исключительно за счет организационных мероприятий без дополнительного финансирования. Однако, если стратегия ценообразования направлена на завоевание лидерства на рынке по доле продаж, то это может повлечь за собой большие затраты на начальном этапе, что, естественным образом, вызовет потребность в их финансировании. В данном случае финансирование должно планироваться на длительный период.

Стратегии третьего уровня в большинстве случаев требуют значительного финансирования, привлекаемого на долгосрочной основе. Поэтому здесь вопросам оптимизации финансирования следует уделить особенно большое внимание.

Как правило, долгосрочный маркетинговый план фирмы может быть

декомпозирован на несколько долгосрочных маркетинговых проектов, каждый из которых предполагает выполнение серии мероприятий, в конечном итоге направленных на увеличение прибыли и/или повышение рентабельности компании, но при этом может быть сопряжен с весьма значительными затратами в течение продолжительного периода. Поэтому важно заранее оценить насколько эффективны окажутся затраты на осуществление проекта, в какие сроки они могут окупиться, какую прибыль принесут в перспективе. Получение такого рода оценок является неременным условием оптимизации управления финансированием маркетингового плана.

Оценка эффективности маркетингового проекта требует формирования одного или нескольких показателей его эффективности, а также сравнения значений выбранных показателей до и после реализации проекта. При этом реализация маркетингового проекта может вызвать непропорциональные изменения в объеме выручки от реализации и затратах. Может измениться также структура затрат, что изменит положение точки безубыточности. Поэтому при решении задач оптимизации финансирования долгосрочных маркетинговых проектов необходимо учитывать возможные изменения в генерируемом организацией предпринимательском риске.

Финансовые средства для осуществления маркетинговых планов могут быть образованы путем: мобилизации внутренних резервов организации; реинвестирования прибыли; размещения акций; размещения облигаций; за счет банковских кредитов; путем реализации проектов слияний с другими компаниями.

Оценивая возможные источники финансовых ресурсов, необходимых для осуществления долгосрочных маркетинговых планов, финансовый менеджер должен стремиться принять такое финансовое решение, которое позволило бы минимизировать стоимость капитала. Это означает, что из доступных источников финансовых ресурсов необходимо составить такую комбинацию, чтобы выплачиваемый в качестве платы за капитал доход на единицу вложенных средств был минимален, и, таким образом, финансовые ресурсы обошлись бы как можно дешевле.

Выбор способов финансирования масштабных маркетинговых планов в России существенно более узок, чем в развитых странах. Прежде всего, это связано с относительной неразвитостью фондового рынка, на котором, фактически, котируются только акции достаточно крупных компаний, а малым предприятиям вход на него практически закрыт.

Рынок корпоративных облигаций в РФ также находится в относительно неразвитом состоянии. Это объясняется рядом причин, среди которых важнейшими являются:

- Недостатки российского налогообложения. Согласно законодательству РФ, процентные (купонные) платежи по облигациям выплачиваются из чистой прибыли предприятия, то есть после платежей в бюджет налога на прибыль. Это делает облигационные займы слишком "дорогими" для эмитента, в то время как обычной мировой практикой является отнесение процентных платежей на

затраты предприятия.

- Доминантой современного фондового рынка России является раздел собственности, получение контрольного пакета долевых ценных бумаг, т.е. голосующих акций.

- Высокий уровень риска при реальном инвестировании, а также возможность того, что в будущем процентная ставка банков снизится, а это приведет к высокой плате за долгосрочные заемные средства по сравнению со среднерыночным уровнем;

- Недоверие к долгосрочным вложениям в негосударственные структуры в сочетании с традиционным, оставшимся еще со времени СССР, неверием в облигации как предмет долгосрочного инвестирования.

Отсюда следует, что использование внутреннего российского рынка облигаций как источника средств для финансирования маркетинговых планов пока представляется возможным лишь в отдельных случаях.

В условиях мирового финансового кризиса проблематичным представляется и привлечение ресурсов с международных рынков облигационных займов. К тому же его возможности доступны только достаточно крупным компаниям, но никак не малому и среднему бизнесу.

Реализация маркетинговых планов путем организации слияний и поглощений в России также сталкивается с существенными проблемами. Так, приобретение крупного пакета акций какого-либо эмитента должно согласовываться с Государственным комитетом по антимонопольной политике. Кроме того, покупатель обязан сделать сообщение в печатном органе о своих намерениях и выполнить еще ряд действий по отношению к компании и ее акционерам. Действующим законодательством запрещены некоторые виды слияний и присоединений, имеются существенные ограничения на образование холдингов.

Еще одной важной проблемой осуществления финансирования долгосрочных маркетинговых планов в России является невозможность использования в полной мере преимуществ "налогового щита", возникающего при привлечении займов. В мировой практике проценты по долгу выплачиваются до налога на прибыль, а акционеры распоряжаются прибылью после вычета налогов. Это приводит к тому, что при использовании заемного капитала стоимость капитала корпорации снижается не только из-за того, что долг менее рискован, но и в связи с налоговым выигрышем ("налоговым щитом"), который возникает при финансировании за счет долга, поскольку для предприятия лучше сначала выплатить доход кредитору, а затем от оставшейся части по ставке определить налог на прибыль, чем заплатить по той же ставке налог со всей прибыли, а потом выплачивать процентный доход.

Таким образом, в настоящих условиях в России основным источником финансирования долгосрочных маркетинговых проектов большинства компаний становятся нераспределенная прибыль и кредитные ресурсы, предоставляемые отечественными банками. При этом прогнозируемый на ближайшее время рост процентных ставок и невозможность использования всех

преимуществ “налогового щита” заставляет особенно внимательно относиться к заемным средствам, использовать их как можно более эффективно.

При решении этой задачи важнейшей проблемой является выбор оптимального соотношения заемных и собственных средств. Для этого в теории и практике финансового менеджмента широко используется понятие “эффект финансового рычага” - приращение рентабельности собственных средств, получаемое за счет привлечения заемных средств, при условии, что экономическая рентабельность активов фирмы больше ставки процента по кредиту.

Традиционная теория финансового рычага исходит из того, что когда в структуре капитала предприятия повышается доля долга, средневзвешенная стоимость капитала сначала снижается. Это происходит в связи с тем, что менее рискованный заемный капитал имеет более низкую стоимость, и когда его доля в структуре капитала увеличивается, средневзвешенная стоимость капитала снижается. Однако, начиная с определенного значения финансового рычага, долг становится более дорогим из-за возникшего кредитного риска, вследствие чего средневзвешенная стоимость капитала возрастает. Исходя из этого можно предположить, что существует некоторое оптимальное значение финансового рычага, при котором средневзвешенная стоимость капитала минимальна. Однако традиционная теория не формализована и не позволяет определить этот оптимум для конкретной корпорации.

Альтернативная точка зрения на выбор оптимальной структуры капитала известна как теория Модильяни-Миллера. В соответствии с ней стоимость фирмы и средневзвешенная стоимость ее капитала не зависят от финансового рычага, поскольку в противном случае арбитражеры могли бы получать стабильную долгосрочную прибыль от своих операций, что невозможно. Однако положения и выводы теории Модильяни-Миллера выведены лишь для случая, когда процентные платежи освобождены от налога на прибыль, а заемный капитал компании имеет более низкую стоимость, чем собственный.

Однако в России по объективным причинам оба эти условия выполняются не всегда: долг может быть более дорогим, чем собственный капитал, а проценты по долгосрочному заемному капиталу выплачиваются после налога на прибыль.

В связи с неоднозначностью положений и выводов теории финансового рычага многие финансовые управляющие не уделяют должного внимания оптимизации структуры капитала и в своей практической деятельности ориентируются на ее среднерыночные значения, которые могут быть неоптимальными. Кроме того, проблема оптимизации структуры капитала традиционно рассматривается с позиций минимизации стоимости капитала и максимизации стоимости компании. Однако в связи с относительной неразвитостью фондового рынка в России реальную стоимость многих компаний объективно оценить крайне сложно и их собственники в большей степени заинтересованы в повышении прибыльности, чем в росте курсовой стоимости.

Исходя из этого, в диссертации сделан вывод о целесообразности рассмотрения вопроса о выборе оптимальной структуры капитала с точки зрения максимизации прибыли компании за счет привлечения займов.

Для решения этой задачи в диссертации предложена математическая модель финансового рычага.

Пусть: A - активы предприятия; S - собственные средства (СС); Z - заемные средства (ЗС).

В силу равенства актива и пассива:

$$A = S + Z \quad (1)$$

Пусть: N - прибыль до вычета процентов и налогов (ЕБИТ, Earnings Before Interest and Taxes); G - финансовые издержки по обслуживанию заемных средств; Y - прибыль компании. При условии действия налогового щита в полном объеме имеет место соотношение:

$$Y = N - G \quad (2)$$

Пусть g - средняя расчетная ставка процента (СРСП) по всей совокупности заемных средств, измеряемая в долях единицы. Тогда:

$$G = gZ \quad (3)$$

В соответствии с (3) формулу (2) можно переписать в виде:

$$Y = N - gZ \quad (4)$$

Предположим, что N является функцией активов следующего вида:

$$N = kA^r = k(S + Z)^r \quad (5)$$

Если принять предположение, что чем больше активы, тем больше прибыль до вычета процентов и налогов, то $k > 0$ и $r > 0$. При $r = 1$ ЕБИТ растет строго пропорционально росту активов. В этом случае экономическая рентабельность активов (ЭР) не изменяется с ростом активов и $k = \text{ЭР}$. Если ЭР с ростом активов возрастает, то $r > 1$, а если убывает, то $r < 1$.

В первом приближении будем считать, что СРСП зависит только от соотношения заемных и собственных средств (ЗС/СС). Зависимость СРСП от соотношения ЗС/СС можно представить в виде:

$$g = g_0 + g_1 \left(\frac{Z}{S} \right)^h = g_0 + g_1 S^{-h} Z^h \quad (6)$$

Поскольку СРСП не может быть отрицательной, должны выполняться условия $g_0 > 0$ и $g_1 > 0$. Параметр g_0 можно интерпретировать как минимальный процент, под который предприятие могло бы получить малый по отношению к его собственным средствам заем при полном отсутствии у него заемных средств.

Чем выше соотношение ЗС/СС, тем выше риск кредитора и проценты по займам, как плата за риск. Поэтому можно считать, что плата за риск растет тем быстрее, чем больше соотношение ЗС/СС. Это условие выполняется при $h > 1$.

Содержательный смысл функции (6) состоит в том, что она представляет СРСП как сумму минимальной ставки процента и дополнения, выражающего величину платы за риск. При малом отношении ЗС/СС риск невелик, поэтому и плата за него невелика. Чем больше это соотношение, тем больше плата за риск.

В работах Л.К. Акопян показано, что при указанных предположениях, а также постоянной рентабельности активов оптимальное соотношение заемных и собственных средств, при котором достигается максимум прибыли фирмы, может быть определено по формуле:

$$Z_m = \left(\frac{k - g_0}{(h+1)g_1} \right) \frac{1}{h} S \quad (7)$$

Значение формулы (7) состоит в том, что для любой заданной величины собственных средств она позволяет рассчитать такую величину заемных средств, при которой фирма имеет максимальную прибыль.

Однако модель Л.К. Акопян построена в предположении действия налогового щита в полном объеме. В том случае, когда часть издержек по заемным средствам включается в налогооблагаемую прибыль, более целесообразным является отыскание такого уровня заимствований, при котором максимизируется чистая прибыль фирмы. Для решения этой задачи в диссертации предложена модифицированная модель финансового рычага.

Пусть i – ставка процента заемного капитала, относимого на себестоимость. Если g – средняя расчетная ставка процента (СРСП) по всей совокупности заемных средств больше i , то издержки по обслуживанию займов в сумме iZ относятся на себестоимость, а издержки в сумме $(g-i)Z$ – увеличивают налогооблагаемую базу, которая в данном случае составит величину $B = N - iZ$.

Пусть m – ставка налога на прибыль, выраженная в долях единицы. Тогда чистая прибыль фирмы составит:

$$L = Y - mB = (N - gZ) - m(N - iZ) = (1-m)N - (g-mi)Z \quad (8)$$

Подставив в (8) выражения для N и g (формулы (5) и (6), соответственно) и выполнив необходимые преобразования получим:

$$L = (1-m)k(S+Z)^r - g_1 S^{-h} Z^{h+1} - (g_0 - mi)Z \quad (9)$$

Продифференцировав L по Z получим:

$$L'(Z) = (1-m)kr(S+Z)^{r-1} - g_1 S^{-h} (h+1)Z^h - g_0 + mi \quad (10)$$

Решить уравнение (10) в общем виде нельзя. Поэтому рассмотрим случай постоянной рентабельности активов ($r=1$). В этом случае имеем уравнение:

$$L'(Z) = (1-m)k - g_1 S^{-h} (h+1)Z^h - g_0 + mi = 0 \quad (11)$$

Корнем уравнения (11) является:

$$Z_i = \left(\frac{(1-m)k - g_0 + mi}{g_1 (h+1)} \right) \frac{1}{h} S \quad (12)$$

Вторая производная функции $L(Z)$ при $r=1$ всегда отрицательна. Поэтому в точке, определяемой соотношением (12), достигается максимум функции $L(Z)$.

Значение формулы (12) состоит в том, что она определяет такое

соотношение заемных и собственных средств фирмы, при котором достигается максимум чистой прибыли. Сравним формулы (7) и (12). Если $k \geq i$, то:

$$Z_i = \left(\frac{(1-m)k - g_0 + mi}{g_1(h+1)} \right) \frac{1}{h} S \leq \left(\frac{k - g_0}{g_1(h+1)} \right) \frac{1}{h} S = Z_m \quad (13)$$

Из неравенства (13) следует, что при частичном действии налогового щита оптимальный уровень займов по отношению к собственным средствам ниже, чем в том случае, когда все издержки по обслуживанию займов относятся на себестоимость. Если $k < i$, то $Z_i > Z_m$. Однако эта ситуация невозможна, поскольку модель построена в предположении $g \geq i$, а в этом случае получается, что $g > k$. Поэтому привлечение займов в этом случае вообще нецелесообразно.

Формулы (7) и (12) позволяют дать оценку оптимальному уровню заимствований. Если объем займов фирмы, определяемый этими оценками, существенно отличается от уже имеющегося у нее объема заемных средств, то целесообразно рассмотреть вопрос об изменении объема заимствований в средне- и долгосрочной перспективе, что может быть одним из критериев, учитываемых при решении задач оптимизации управления финансированием маркетинговых планов.

Долгосрочный маркетинговый план должен рассматриваться как составная часть общего плана развития коммерческой организации. Наряду с ним могут существовать планы производства, закупок, человеческих ресурсов, финансовый план и другие. Поэтому маркетинговый план должен быть увязан со всеми остальными планами организации. Увязка маркетинговых и финансовых планов осуществляется в процессе составления операционного и финансового бюджетов. Операционный бюджет включает бюджеты реализации (продаж); производства; запасов; прямых затрат на материалы; прямых затрат труда; общезаводских расходов (производственных накладных расходов); стоимости реализованной продукции; коммерческих расходов; общих и административных расходов; прогнозный отчет о прибылях и убытках. В состав финансового бюджета входят бюджет денежных средств, бюджет капитала и бюджет по балансу (прогнозный баланс).

Основой для формирования системы бюджетов организации являются прогноз реализации и бюджет продаж, формируемые на основе маркетингового плана. Основные этапы составления бюджета являются: составление прогноза реализации; определение расчетного уровня объема производства; расчет производственной себестоимости и операционных расходов; расчет потока денежных средств и других финансовых показателей; составление прогнозных форм отчетности.

В диссертации показано, что постановка системы бюджетного управления во многих случаях позволяет увеличить денежный поток; оптимизировать загрузку оборудования; снизить дебиторскую задолженность; уменьшить потребность в кредитных ресурсах. Вследствие этого сделан вывод о том, что

формирование системы бюджетов является одним из ключевых элементов оптимизации управления финансированием маркетинговых планов. В то же время, в работе отмечается, что внедрение бюджетного управления на российских предприятиях сопряжено с рядом проблем, основными из которых являются: отсутствие понимания преимуществ бюджетирования со стороны высшего менеджмента; недостаточное внимание к взаимоувязке бюджетов с целями предприятия; недостаточная регламентированность процедур планирования, учета и анализа; нехватка квалифицированных специалистов по организации бюджетного управления; фрагментарность бюджетирования.

На каждом этапе осуществления долгосрочного маркетингового плана может применяться смешанное финансирование: часть средств может быть получена за счет нераспределенной прибыли, а часть как займы у кредитных организаций. Финансирование за счет собственных источников увеличивает собственные средства компании. В этом случае необходим пересмотр объема допустимого привлечения займов. Таким образом, в процессе осуществления долгосрочного маркетингового плана оптимизации подлежит не только объем привлекаемых займов, но и доля чистой прибыли, направляемой на увеличение собственных средств. В качестве критерия оптимизации могут выступать различные показатели – стоимость фирмы, совокупная прибыль за ряд периодов и т.д. Однако для большинства российских акционерных обществ в качестве основного критерия оптимизации наиболее приемлемым показателем является совокупный дисконтированный доход акционеров фирмы, полученный ими за выбранный временной интервал ее функционирования.

В диссертации предложена динамическая модель управления структурой капитала. Везде далее индекс t означает, что данная переменная или параметр относится к периоду $t \in [0, T]$, где T – горизонт исследования изучаемых показателей.

Пусть N_t – значение показателя ЕБИТ фирмы в период t ; A_t – активы; S_t – собственные средства; Z_t – заемные средства; G_t – финансовые издержки по обслуживанию заемных средств; Y_t – прибыль; m_t – ставка налога на прибыль (доли единицы); i_t – ставка процента заемного капитала, относимого на себестоимость (доли единицы); B_t – база расчета налога на прибыль; L_t – чистая прибыль.

Как и в модифицированной статической модели финансового рычага имеют место следующие соотношения:

$$A_t = S_t + Z_t, \quad (14)$$

$$Y_t = N_t - G_t, \quad (15)$$

$$B_t = N_t - i_t Z_t, \quad (16)$$

$$L_t = Y_t - m_t B_t = (N_t - G_t) - m_t (N_t - i_t Z_t) = (1 - m_t) N_t - G_t + m_t i_t Z_t, \quad (17)$$

Также как в статических моделях будем предполагать, что ЕБИТ является функцией активов, а расчет финансовых издержек производится на основании средней расчетной ставки процента (СРСП), измеряемой в долях единицы, по

всей совокупности заемных средств. Поэтому:

$$N_t = N(A_t) \quad (18)$$

$$G_t = g(S_t, Z_t)Z_t \quad (19)$$

Чем больше активы, тем больше ЕВИТ. Поэтому $N'(A) > 0$. Как и в статических моделях положим:

$$N_t = kA_t^r = k(S_t + Z_t)^r \quad (20)$$

Чем больше заемных средств имеет фирма по отношению к собственным, тем дороже для нее последующие заимствования, то есть тем выше СРСИ. Это означает, что $\frac{\partial g}{\partial Z} > 0$. В общем случае СРСИ зависит не только от соотношения заемных и собственных средств, но и от их абсолютных значений. Например, чем больше собственных средств у предприятия, тем большее отношение ЗС/СС является допустимым. Это означает, что при $w > 1$ $g(S_t, Z_t) \geq g(wS_t, wZ_t)$. Однако в первом приближении можно использовать функцию, зависящую только от соотношения ЗС/СС, аналогичную (6). В этом случае:

$$G_t = g_0 Z_t + g_1 S_t^{-1} Z_t^{1+\alpha} \quad (21)$$

Изменения в структуре капитала происходят в результате:

- а) увеличения собственных средств;
- б) привлечения новых займов.

В данной модели предполагается, что собственные средства фирма может увеличить только за счет полученной прибыли. Механизмы увеличения собственных средств за счет выпуска акций не рассматриваются.

Пусть d_t – доля чистой прибыли, выплачиваемая акционерам в период t ($0 \leq d_t \leq 1$). Тогда собственные средства фирмы в следующем периоде увеличиваются на величину $(1-d_t)L_t$. Это означает, что:

$$S_{t+1} = S_t + (1-d_t)L_t \quad (22)$$

Наряду с увеличением собственных средств за счет нераспределенной прибыли в каждый момент времени фирма может увеличить заемные средства. Пусть u_t – сумма дополнительно привлекаемых в период t заемных средств. Тогда:

$$Z_{t+1} = Z_t + u_{t+1} \quad (23)$$

Приведенные зависимости характеризуют процесс изменения объема и структуры собственных и заемных средств и их влияние на чистую прибыль фирмы. Задавая разные последовательности управляющих параметров d_t и u_t ($t=1,2,\dots$) можно получать разные последовательности значений исследуемых показателей.

Деятельность коммерческой организации может быть направлена на достижение различных целей: максимизацию стоимости фирмы, обеспечение устойчивого развития, выживание на рынке, максимизацию прибыли и т.д. С точки зрения собственников фирмы наиболее четко формализуемым критерием

является их совокупный дисконтированный доход от деятельности фирмы за определенный интервал времени.

Пусть T – число периодов времени в течении которых предполагается исследовать показатели деятельности фирмы. Тогда управляющие воздействия должны выбираться таким образом, чтобы достичь максимума совокупного дисконтированного дохода собственников за T периодов, начиная с текущего. Для этого необходимо решить задачу:

$$F = \sum_{i=0}^T \frac{d_i L_i}{(1+\delta)^i} \rightarrow \max \quad (24)$$

где δ – коэффициент дисконтирования.

Таким образом, задача оптимизации структуры капитала фирмы в долгосрочной перспективе по критерию максимизации совокупного дисконтированного дохода собственников может быть поставлена в следующем виде:

$$F = \sum_{i=0}^T \frac{d_i L_i}{(1+\delta)^i} \rightarrow \max \quad (25)$$

$$L_t = (1 - m_t) N_t - G_t + m_t i_t Z_t, \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (26)$$

$$N_t = k(S_t + Z_t)^r, \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (27)$$

$$G_t = g(S_t, Z_t) Z_t, \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (28)$$

$$g_t = g_0 + g_1 S_t^{h_1} Z_t^{h_2}, \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (29)$$

$$S_t = S_{t-1} + (1 - d_{t-1}) L_{t-1}, \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (30)$$

$$Z_t = Z_{t-1} + u_t, \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (31)$$

В модели предполагается, что известны начальные значения Z_0, S_0, L_0 , параметры k, r, g_1, h, δ , а также последовательности значений нормативов m_t и i_t для $t = 0, 1, 2, \dots, T$.

Модель (25)-(31) является задачей математического программирования и при наличии должной информационной базы может быть решена с помощью существующих пакетов прикладных программ. Из решения данной задачи могут быть получены такие последовательности значений управляющих параметров $\{d_t, u_t\}$ $t = 1, 2, \dots, T$, при которых совокупный дисконтированный доход собственников фирмы за T периодов времени планирования является максимальным.

Выводы

1) Ключевым элементом плана развития фирмы является долгосрочный маркетинговый план, определяющий ее хозяйственную деятельность на ближайшую и отдаленную перспективу. Различия в выбранных маркетинговых стратегиях определяют различия в источниках и методах оптимизации финансирования долгосрочного маркетингового плана.

2) Долгосрочный маркетинговый план фирмы может быть декомпозирован на несколько маркетинговых проектов, каждый из которых предполагает выполнение серии определенных мероприятий, в конечном итоге направленных на увеличение прибыли и/или повышение рентабельности компании.

3) Оценка эффективности маркетингового проекта требует формирования показателей его эффективности, а также сравнения значений выбранных показателей до и после реализации проекта. Для оценки эффективности долгосрочных маркетинговых проектов должны изучаться денежные потоки, вызываемые изменением выручки, постоянных и переменных затрат в течении всего срока реализации проекта, что требует применения методов инвестиционного анализа в совокупности с инструментарием анализа безубыточности.

4) Финансовые средства для осуществления маркетинговых планов могут быть образованы путем: мобилизации внутренних резервов организации; реинвестирования прибыли; размещения акций; размещения облигаций; за счет банковских кредитов; путем реализации проектов слияний с другими компаниями.

5) Оценивая возможные источники финансовых ресурсов, необходимых для осуществления маркетинговых планов, необходимо стремиться к минимизации стоимости капитала.

6) Выбор способов финансирования масштабных маркетинговых планов в России существенно уже, чем в экономически развитых странах в связи с неразвитостью фондового рынка, рынка корпоративных облигаций, а также законодательными ограничениями на слияния, присоединения и образование холдингов.

7) Основными источниками финансирования маркетинговых планов большинства российских компаний являются нераспределенная прибыль и внешние займы. При этом невозможность использования всех преимуществ "налогового щита" требует изыскания путей наиболее эффективного использования заемных средств.

8) Разработана уточненная экономико-математическая модель оптимизации управления эффектом финансового рычага. На основе ее исследования получена теоретическая оценка соотношения собственных и заемных средств, обеспечивающего максимизацию чистой прибыли фирмы.

9) Эффективным инструментом оптимизации управления финансированием долгосрочных маркетинговых планов является бюджетирование. Увязка маркетинговых и финансовых планов осуществляется в процессе составления бюджета организации. Постановка системы бюджетирования на предприятии позволяет увеличить денежный поток, оптимизировать загрузку оборудования, снизить дебиторскую задолженность и потребность в кредитных ресурсах.

10) Основными проблемами внедрения системы бюджетирования на российских предприятиях являются: отсутствие понимания преимуществ

бюджетирования со стороны высшего менеджмента; недостаточное внимание к взаимосвязке бюджетов с целями предприятия; недостаточная регламентированность процедур планирования, учета и анализа; отсутствие квалифицированных специалистов в области бюджетирования; фрагментарность бюджетирования.

11) На каждом этапе осуществления долгосрочного маркетингового плана часть средств может быть получена за счет нераспределенной прибыли, а часть как займы у кредитных организаций. Финансирование за счет собственных источников увеличивает собственные средства компании, что позволяет осуществить пересмотр объема допустимого привлечения займов с целью оптимизации структуры капитала. В качестве основного критерия оптимизации для большинства российских компаний наиболее приемлемым показателем является совокупный дисконтированный доход акционеров, полученный ими за выбранный временной интервал функционирования фирмы.

12) Разработана динамическая модель комплексной оптимизации управления собственными и заемными средствами в процессе реализации долгосрочных маркетинговых планов, ориентированных на максимизацию совокупного дисконтированного дохода собственников фирмы.

Список работ, опубликованных по теме диссертации

1) Газазян А.А. Проблемы управления финансированием долгосрочных маркетинговых планов. [Текст] / Газазян А.А. // Вестник УРАО, 2008, № 5. 0,5 п.л.

2) Газазян А.А. Методы финансирования долгосрочных маркетинговых планов и критерии оценки их эффективности. [Текст] / Газазян А.А. // Вестник УРАО, 2008, №5, 0,8 п.л.

3) Газазян А.А. Методы оптимизации структуры капитала при планировании финансирования долгосрочных маркетинговых планов. [Текст] / Газазян А.А. // Состояние и перспективы высшего образования: Материалы IV традиц. междунар. конф. Рос. Акад. образования. – Сочи, 2006. - 0,4 п.л.

4) Газазян А.А. Методы и инструменты оптимизации управления финансированием долгосрочных маркетинговых планов - Сочи: ИОТ РАО, 2008. - 3,6 п.л. (моно)

Подписано в печать 20.01.2009 г.
Формат 60/84 1x16.
Бумага офсетная. Печать офсетная.
Усл. п. л. 1.5. Тираж 100 экз.
Заказ № П-20

Типография «Телер»
127299, Москва, ул. Космонавта Волкова, 12
Тел.: (495) 937-8664, (499) 156-4084