



В. В. Бочаров

Корпоративные финансы

 **ПИТЕР®**

Москва · Санкт-Петербург · Нижний Новгород · Воронеж
Ростов-на-Дону · Екатеринбург · Самара · Новосибирск
Киев · Харьков · Минск

2008

Бочаров Владимир Владимирович

Корпоративные финансы

Серия «Учебное пособие»

Рецензенты:

заслуженный деятель науки РФ, доктор экономических наук,
профессор *В. Е. Есинов*;
доктор экономических наук, профессор *А. С. Селищев*.

Заведующий редакцией
Руководитель просекта
Ведущий редактор
Выпускающий редактор
Литературный редактор
Художественный редактор
Корректоры
Верстка

С. Жильцов
Е. Базанов
Т. Середова
Е. Егерова
Н. Царенная
К. Радзевич
Л. Ванькаева, Н. Царенная
В. Кучукбаев

ББК 65.290-93я7 УДК 336.64(075)

Бочаров В. В.

Б86 Корпоративные финансы. — СПб.: Питер, 2008. — 272 с.: ил. — (Серия «Учебное пособие»).

ISBN 978-5-91180-946-1

Первое в России учебное пособие по обновленной дисциплине «Корпоративные финансы» (ранее именовавшейся «Финансы предприятий»), написанное с учетом последних изменений стандарта и рассчитанное на двухуровневую систему преподавания.

В пособии на основе обобщения опыта деятельности российских и зарубежных корпораций освещаются базовые концепции корпоративных финансов, рассматриваются практические аспекты формирования и использования капитала, финансирования инвестиций, финансового планирования, бюджетирования и контроля.

Книга будет интересна бакалаврам, магистрам и аспирантам экономических вузов и бизнес-школ, а также может быть использована в практической работе специалистами финансово-бухгалтерских служб предприятий и коммерческих организаций.

© ООО «Питер Пресс», 2008

Все права защищены. Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельцев авторских прав.

ISBN 978-5-91180-946-1

Подписано в печать 20.02.08. Формат 60 × 90/16. Усл. п. л. 43,86. Тираж 3000. Заказ 28

ООО «Питер Пресс», 198206, Санкт-Петербург, Петергофское шоссе, д. 73, лит. А29.

Налоговая льгота — общероссийский классификатор продукции ОК 005-93, том 2;
95 3005 — литература учебная.

Отпечатано с готовых диапозитивов в ОАО «Техническая книга»
190005, Санкт-Петербург, Измайловский пр., 29

Оглавление

Глава 1. Экономическое содержание и назначение корпоративных финансов	9
1.1. Финансы как стоимостная категория	9
1.2. Функции и роль финансов в хозяйственной деятельности предприятий и корпораций	11
1.3. Финансовые ресурсы предприятий и корпораций	14
1.4. Особенности финансов корпоративных групп	16
1.5. Корпоративная финансовая политика	21
1.6. Обязанности финансового директора	24
Глава 2. Доходы, расходы и прибыль корпорации	27
2.1. Систематизация доходов и факторы, влияющие на их величину	27
2.2. Планирование (прогнозирование) выручки от реализации продукции.	30
2.3. Классификация расходов и возможность их снижения	33
2.4. Зарубежная практика систематизации издержек производства	37
2.5. Управление издержками и маржинальным доходом с применением операционного леввериджа (рычага)	41
2.6. Методы планирования (прогнозирования) прибыли.	47
2.7. Формирование конечного финансового результата в бухгалтерской отчетности	49
2.8. Использование чистой прибыли	51
Глава 3. Стоимость капитала и управление его структурой	53
3.1. Экономическая природа и классификация капитала.	53
3.2. Ключевые принципы формирования капитала	55
3.3. Концепция стоимости капитала	57
3.4. Средневзвешенная и предельная стоимость капитала	60

3.5. Понятие финансовой структуры капитала	64
3.6. Модели оценки оптимальной структуры капитала	66
3.7. Роль экономической добавленной стоимости в управлении капиталом	69
Глава 4. Политика привлечения заемных средств	71
4.1. Состав заемного капитала и оценка стоимости его привлечения	71
4.2. Формирование заемного капитала путем эмиссии корпоративных облигаций	75
4.3. Эффект финансового рычага (левериджа) и его роль в управлении заемным капиталом	78
4.4. Взаимодействие эффектов операционного и финансового рычагов в условиях делового риска	83
Глава 5. Финансирование долгосрочных инвестиций в основной капитал	87
5.1. Инвестиции как базовая экономическая категория	87
5.2. Классификация инвестиций в основной капитал	90
5.3. Инвестиционная политика предприятий (корпораций)	92
5.4. Источники финансирования капитальных вложений	95
5.5. Практика финансирования капитальных вложений за счет собственных средств	99
5.6. Инвестиционное кредитование	101
5.7. Лизинг как метод финансирования капитальных вложений	104
5.8. Проектное финансирование	109
Глава 6. Финансирование краткосрочных инвестиций в оборотный капитал	115
6.1. Общая характеристика инвестиций в оборотный капитал	115
6.2. Управление оборотным капиталом в процессе операционного и финансового циклов	119
6.3. Моделирование текущих финансовых потребностей	121
6.4. Управление запасами	127
6.5. Управление дебиторской задолженностью	131
6.6. Выбор стратегии финансирования оборотных активов	135

6.7. Выбор политики комплексного оперативного управления оборотными активами и краткосрочными обязательствами	138
6.8. Процедура составления бюджета оборотных активов	141
Глава 7. Управление денежными потоками	144
7.1. Основные понятия, характеризующие денежные потоки	144
7.2. Классификация денежных потоков	147
7.3. Способы измерения денежных потоков	150
7.4. Анализ денежных потоков	156
7.5. Ликвидный денежный поток	159
7.6. Методы оптимизации денежных потоков	161
7.7. Прогнозирование денежных потоков	164
7.8. Роль платежного баланса в управлении денежным оборотом	168
Глава 8. Корпорация и финансовый рынок	171
8.1. Назначение и функции финансового рынка в мобилизации и распределении корпоративного капитала	171
8.2. Виды профессиональной деятельности на финансовом рынке	175
8.3. Фондовая биржа	178
8.4. Роль корпорации на финансовом рынке	180
8.5. Факторы, определяющие курсовую стоимость корпоративных ценных бумаг	183
8.6. Правовое регулирование финансового рынка	186
Глава 9. Технология управления портфелем корпоративных ценных бумаг	189
9.1. Финансовые инвестиции (вложения) предприятий (корпораций)	189
9.2. Типы портфелей ценных бумаг	193
9.3. Основные принципы и последовательность формирования фондового портфеля	196
9.4. Концептуальный подход к управлению портфелем ценных бумаг акционерного общества	198
9.5. Диверсификация фондового портфеля	204
9.6. Оценка доходности портфеля корпоративных ценных бумаг	205

9.7. Мониторинг фондового портфеля	209
9.8. Риски, характерные для портфельных инвестиций, и способы их минимизации	218
Глава 10. Дивидендная политика корпорации	222
10.1. Базовые дивидендные теории	222
10.2. Формирование дивидендной политики акционерной компании (корпорации)	224
10.3. Факторы, влияющие на выбор дивидендной политики	227
10.4. Правовые ограничения на выплату дивидендов в России	229
10.5. Формы выплаты дивидендов	231
10.6. Политика выкупа собственных акций	232
Глава 11. Корпоративное финансовое планирование и контроль	236
11.1. Содержание и задачи финансового планирования	236
11.2. Принципы финансового планирования	240
11.3. Методы финансового планирования	242
11.4. Практика финансового планирования в России и за рубежом	247
11.5. Виды и содержание финансовых планов	251
11.6. Систематизация и содержание оперативных бюджетов.	257
11.7. Корпоративный финансовый контроль	264
Рекомендуемая литература	267

Глава 1

ЭКОНОМИЧЕСКОЕ СОДЕРЖАНИЕ И НАЗНАЧЕНИЕ КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСОВ

1.1. Финансы как стоимостная категория

Использование товарно-денежных отношений в народном хозяйстве России обуславливает применение таких экономических (стоимостных) категорий, как деньги, цена, капитал, прибыль, финансы и кредит. Они представляют собой теоретическое выражение определенных общественных отношений между людьми в процессе производства, распределения, обмена и потребления материальных благ.

Финансы выступают объектом изучения финансовой науки, которая исследует закономерности развития общественных отношений, представленных данной стоимостной категорией. Объектом изучения финансовой науки являются как государственные (публичные) финансы, так и финансы отдельных экономических субъектов (предприятий и корпораций). С помощью публичных финансов исследуют процесс формирования и использования государственных доходов и расходов. Объектом изучения финансов хозяйствующих субъектов выступает образование и использование их капитала, доходов и денежных фондов (потребления, накопления и резервных).

История становления и развития финансовых отношений свидетельствует о том, что им свойственны следующие признаки:

- 1) денежный (стоимостной) характер;
- 2) распределительный (перераспределительный) характер;
- 3) фондовый характер денежных отношений, выражающих категорию «финансы»;
- 4) финансовые отношения всегда связаны с формированием доходов, принимающих форму финансовых ресурсов;
- 5) финансовые отношения, будучи объективными, тем не менее регулируются государством посредством:
 - налогов и налоговых льгот;
 - финансовых санкций за несоблюдение налогового законодательства;
 - процентов по государственным ценным бумагам;

- учетной ставки Центрального банка России;
- тарифов взносов в государственные внебюджетные фонды и др.

Денежные отношения, выражаемые финансами, сводятся государством в единую систему формирования и использования фондов финансовых ресурсов.

Выделение существенных признаков финансов позволяет дать им следующее определение: «Финансы выражают систему денежных отношений, регулируемых государством для формирования и использования фондов финансовых ресурсов для удовлетворения различных общественных потребностей». Данное определение является наиболее общим, характеризующим финансы как стоимостную категорию. Наряду с государственными важным звеном финансовой системы России являются финансы предприятий различных форм собственности (хозяйственных товариществ и обществ, государственных унитарных предприятий, производственных кооперативов, финансово-промышленных групп и других коммерческих организаций). Финансы предприятий и корпораций выражают систему денежных отношений, возникающих в процессе хозяйственной деятельности и необходимых для формирования и использования капитала, доходов и денежных фондов. К последним относят фонды потребления, накопления и резервные.

Капитал (пассивы баланса) служит источником образования активов (имущества). Доходы выступают в форме выручки (нетто) от продажи товаров (работ, услуг) и прочих поступлений. Денежный фонд — обособившаяся часть денежных средств хозяйствующего субъекта, получившая целевое назначение и относительно самостоятельное функционирование.

Денежные фонды составляют только часть денежных средств, находящихся в обороте предприятия.

Денежные средства представляют собой деньги (в наличной и безналичной формах), находящиеся в полном распоряжении коммерческой организации и используемые ею без всяких ограничений.

Денежные потоки — целенаправленное движение денежных средств в текущей, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия (корпорации). У любого предприятия возникают разнообразные денежные отношения:

- 1) с контрагентами (поставщиками, подрядчиками, покупателями продукции и т. д.);
- 2) с негосударственными финансовыми посредниками на рынке капитала и денежном рынке (банками, инвесторами, страховщиками и др.);
- 3) внутри коммерческой организации (с персоналом);
- 4) с бюджетной системой и государственными внебюджетными фондами и пр.

Перечисленные виды денежных отношений правомерно рассматривать как финансовые отношения, составляющие экономическую сущность финансов предприятий (корпораций).

Финансы (часть производственных отношений) коммерческих организаций относят к экономическому базису общества, а государственные финансы — к его надстройке.

В отличие от финансов кредит — форма движения ссудного капитала. Он предоставляется банками заемщикам на платной и возвратной основе. Ссудный капитал образуется из различных источников: за счет временно высвобождающихся из оборота средств хозяйствующих субъектов, населения, банков и бюджета. Формирование ссудного капитала из указанных источников свидетельствует о тесной связи финансов и кредита, поскольку они являются денежными отношениями. Однако существуют различные способы предоставления финансовых и кредитных ресурсов экономическим субъектам.

1.2. Функции и роль финансов в хозяйственной деятельности предприятий и корпораций

Экономическая сущность финансов проявляется в их функциях. Следует помнить, что функция должна быть специфичной, свойственной только данной стоимостной категории. Поэтому в условиях рыночного (товарного) хозяйства правомерно признать у корпоративных финансов наличие трех функций:

- 1) формирование капитала, доходов и денежных фондов;
- 2) использование капитала, доходов и денежных фондов;
- 3) контрольная функция.

Первая из них служит необходимым условием обеспечения непрерывности процесса воспроизводства. За счет первичного распределения доходов предприятий и корпораций образуются специальные денежные фонды, которые находят отражение в их финансовых планах. Следовательно, с помощью первой функции финансов осуществляют следующие хозяйственные операции:

- ♦ образование уставного и резервного капитала хозяйственных товариществ и обществ;
- ♦ привлечение источников финансирования с фондового рынка на цели развития;
- ♦ мобилизацию кредитов с рынка ссудного капитала;
- ♦ аккумуляцию средств денежных фондов, образуемых в составе выручки от реализации продукции (работ, услуг);
- ♦ формирование нераспределенной прибыли;

- ♦ привлечение специальных целевых средств;
- ♦ учет и анализ формирования капитала, доходов и денежных фондов.

В результате достигают сбалансированности между движением материальных и денежных ресурсов и формируют финансовые ресурсы, необходимые для обеспечения непрерывности производственного процесса на предприятии и выполнения всех его обязательств перед партнерами и государством.

Вторая функция (использование капитала, доходов и денежных фондов) обуславливает следующие экономические процессы:

- ♦ оптимизацию вложения капитала (собственного и заемного) во внеоборотные и оборотные активы;
- ♦ обеспечение налоговых платежей в бюджетный фонд государства;
- ♦ вложение денежных средств в наиболее ликвидные активы;
- ♦ использование доходов на цели потребления, развития и создания резервов;
- ♦ учет и анализ использования капитала, доходов и денежных фондов.

В результате происходит максимизация стоимости капитала предприятия (корпорации).

В третьей — контрольной — функции финансы используют для контроля за соблюдением стоимостных и материально-вещественных пропорций при формировании и распределении доходов предприятий и государства. Данная функция базируется на движении финансовых ресурсов, например при уплате налогов и сборов в бюджетную систему. Она предоставляет возможность государству воздействовать на конечные финансовые результаты деятельности хозяйствующих субъектов. Инструментом реализации контрольной функции финансов выступает финансовая информация, содержащаяся в бухгалтерской отчетности. Эта информация служит исходной базой для расчета аналитических финансовых коэффициентов, характеризующих финансовую устойчивость, доходность, деловую и рыночную активность предприятий (корпораций).

Финансовые показатели позволяют оценить результаты хозяйственной деятельности и наметить меры, направленные на устранение выявленных негативных моментов. Поскольку сигналы, посылаемые контрольной функцией финансов, получают свое выражение через количественные финансовые показатели (выручку от продажи товаров, инвестиции, активы, собственный капитал, прибыль и др.), то остро стоит вопрос о достоверности финансовой информации. Только при таком условии можно принимать обоснованные управленческие решения. Контрольная функция, объективно присущая финансам, может быть реализована на практике с большей или меньшей полнотой. Степень и полнота реализации кон-

трольной функции финансов во многом определяются состоянием финансовой дисциплины в народном хозяйстве.

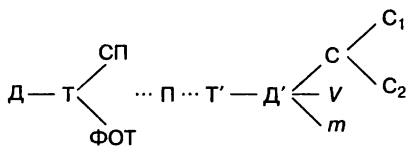
Финансовая дисциплина — это обязательный для всех хозяйствующих субъектов и должностных лиц порядок ведения финансового хозяйства (включая учет и отчетность), соблюдение установленных правил выполнения финансовых обязательств.

Финансовый контроль в народном хозяйстве России осуществляют:

- ◆ финансовая и бухгалтерская службы предприятий (корпораций) — при оплате счетов поставщиков за материальные ценности и услуги, за издержками производства и обращения и отгрузкой продукции, за взысканием дебиторской задолженности и т. д.;
- ◆ банки — в процессе кредитования своих клиентов, а также за соблюдение ими кассовой дисциплины;
- ◆ налоговые органы — при уплате юридическими и физическими лицами налогов и сборов в бюджетную систему и др.

Контрольная функция обусловлена наличием у финансов других функций, с которыми она тесно взаимосвязана. Практическая реализация функций финансов определяет их роль в хозяйственном обороте. Она заключается в том, что с их помощью осуществляют следующие функции.

1. Обслуживание индивидуального кругооборота фондов, т. е. смену форм стоимости:



где D — первоначально авансированные денежные средства; T — товарная форма стоимости; $СП$ — средства производства (орудия и предметы труда); $ФОТ$ — фонд оплаты труда работников предприятия; P — производительная форма стоимости (процесс производства товаров); T' — товарная форма стоимости, полученная в результате процесса производства (товары на складе и в отгрузке); D' — денежная форма стоимости в виде выручки от продажи товаров, включая прибыль; C — фонд возмещения; C_1 — фонд возмещения материальных затрат; C_2 — амортизационные отчисления по основным средствам и нематериальным активам; V — фонд оплаты труда, включая взносы в государственные внебюджетные фонды; m — чистый доход в форме прибыли.

В процессе индивидуального кругооборота денежная форма стоимости превращается в товарную и после завершения процесса производства (P) и реализации готового продукта товарная форма стоимости (T') вновь выступает в первоначальной денежной форме (D').

2. Распределение выручки (нетто) от реализации товаров (работ, услуг) в фонд возмещения материальных затрат, включая амортизационные отчисления (C), фонд оплаты труда (V) и чистый доход, выступающий в форме прибыли (m).
3. Перераспределение чистого дохода на платежи в бюджет (налог на прибыль и иные налоги, относимые на финансовый результат) и прибыль, оставляемую в распоряжении предприятия на его нужды (чистая прибыль).
4. Использование чистой прибыли на цели потребления, накопления, образования резервов и на другие расходы, предусмотренные в финансовом плане.
5. Контроль за соблюдением соответствия между движением материальных и денежных ресурсов в процессе индивидуального кругооборота фондов, т. е. за состоянием платежеспособности, ликвидности и финансовой независимости предприятия от внешних источников финансирования.

1.3. Финансовые ресурсы предприятий и корпораций

Распределение и перераспределение стоимости готового продукта (дохода) с помощью финансов обязательно сопровождается движением денежных средств, припеимающих форму финансовых ресурсов. Они составляют материальную основу финансов. Финансовые ресурсы образуют финансовый потенциал хозяйствующего субъекта и создают благоприятные условия для его производственного и научно-технического развития. На микроуровне они являются объектом учета, анализа, планирования и контроля.

Финансовые ресурсы выражают реальный денежный оборот предприятий (поток денежных средств). Источником их образования служат все денежные доходы и поступления средств — как внутренние, так и внешние. Потенциально финансовые ресурсы формируют на стадии производства, когда создается новая стоимость и осуществляется перенос старой стоимости на готовый продукт, но именно потенциально, поскольку работники предприятий производят не финансовые ресурсы, а продукты труда в натуральной форме. Последние продают на рынке, где они и получают денежную оценку.

Реальное формирование финансовых ресурсов происходит только на стадии распределения, когда выручку от реализации разделяют на отдельные элементы (фонды возмещения, оплаты труда и прибыль). Не случайно прибыль, создаваемую на стадии производства, количественно формируют на стадии распределения в виде разницы между выручкой (нетто) от продаж и полной себестоимостью проданных товаров.

Классификация финансовых ресурсов предприятия (корпорации) представлена на рис. 1.1.



Рис. 1.1. Классификация финансовых ресурсов предприятий и корпораций

Ускорение темпов экономического роста, оздоровление бюджетной системы государства и финансов предприятий во многом зависят от рационального использования финансовых ресурсов. Важное значение для

предприятий имеет структура источников образования финансов, и прежде всего доля собственных средств, характеризуемая коэффициентом самофинансирования ($K_{сф}$):

$$K_{сф} = \frac{И_{сс}}{\Phi P} \times 100,$$

где $И_{сс}$ — источники собственных средств в форме чистой прибыли и амортизационных отчислений; ΦP — общий объем финансовых ресурсов, которыми располагает предприятие (собственные, заемные и привлеченные).

Рекомендуемое значение данного коэффициента — более 0,5, или 50%. Высокий удельный вес заемных средств (более 50%) усложняет финансовую деятельность предприятия за счет дополнительных выплат кредиторам и инвесторам в форме процентов и дивидендов, комиссионного вознаграждения посредникам и часто делает его баланс неликвидным.

1.4. Особенности финансов корпоративных групп

Экономические преобразования в России ориентированы на формирование эффективной системы функционирования капитала хозяйствующих субъектов. Одной из важных тенденций реформирования предприятий становится создание и развитие корпоративных форм собственности, в частности финансово-промышленных групп (ФПГ).

ФПГ позволяют создать благоприятные условия для централизованного управления финансовыми ресурсами всех участников. Корпоративные группы (в форме ФПГ) представляют собой такие добровольные объединения предприятий, которые позволяют строить партнерские отношения между государством и фирмами; крупным и малым (средним) бизнесом; предприятиями и регионами в лице исполнительных органов власти с использованием финансовых методов концентрации капитала.

В России формирование ФПГ — объективный процесс, отвечающий интересам государства и частного сектора экономики. Данный процесс позволяет организационно оформить:

- 1) взаимодействие промышленного, торгового и банковского капитала;
- 2) проведение структурной перестройки экономики для преодоления спада производства и перехода к стратегии экономического роста;
- 3) механизмы использования финансового капитала на реализацию перспективных инвестиционных и инновационных программ (проектов);
- 4) успешную конкуренцию с крупными зарубежными компаниями на внутреннем и внешнем рынках за счет рационального управления капиталом, доходами, издержками и денежными потоками.

В настоящее время формирование и деятельность ФПГ в России регламентируются двумя основными правовыми актами: Федеральным законом «О финансово-промышленных группах» от 30.11.1995 г. 190-ФЗ и Указом Президента РФ «О мерах по стимулированию создания и деятельности финансово-промышленных групп» от 01.04.1996 г. 443. Исходя из указанного Федерального закона, участниками группы признают юридических лиц, подписавших договор о ее создании, включая учрежденную ими центральную компанию (ЦК). Среди участников ФПГ обязательно наличие организаций, действующих в сфере производства товаров и услуг, а также банков. В состав участников могут входить инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, страховые компании, участие которых обусловлено их ролью в обеспечении инвестиционного процесса в ФПГ.

Центральная компания — юридическое лицо, учрежденное всеми участниками договора о создании ФПГ и являющееся по отношению к ним основным обществом и уполномоченным в силу договора на ведение дел группы. Центральная компания — инвестиционный институт, устав которого должен определять предмет и цели его деятельности и соответствовать условиям договора о создании группы.

Центральная компания выступает от имени участников в отношениях, связанных с созданием и деятельностью ФПГ, ведет сводные (консолидированные) учет, отчетность и баланс группы. По обязательствам центральной компании, возникшим в результате участия в деятельности ФПГ, предприятия и организации несут солидарную ответственность, особенности исполнения которой определяют в договоре о создании группы.

Органы государственной власти России вправе предоставлять льготы и гарантии финансово-промышленным группам. Центральным банком РФ могут быть также предоставлены льготы банкам — участникам ФПГ в форме снижения норм обязательного резервирования, уменьшения других обязательных нормативов в целях повышения их инвестиционной активности.

На практике центральная компания, имеющая, как правило, статус открытого акционерного общества, лишена функций реального контроля и управления группой, так как участник, имеющий в ней больше акций и долю в уставном капитале, фактически блокирует невыгодные ему, но отвечающие интересам других участников группы решения. Роль центральной компании часто сводится к представительским функциям, направленным на защиту интересов группы в органах исполнительной власти и получение различных льгот. Кроме того, в уставный капитал центральной компании учредители стараются не вносить высоколиквидные активы. Поэтому целесообразно законодательно усилить роль центральной компании, предоставив ей полномочия не только сводного учета

и отчетности, но и оперативного управления и контроля, четко обозначив ее статус, и ввести обязательное перекрестное владение акциями между всеми участниками в размере не менее 10% от всего объема эмитированных акций.

Несмотря на отсутствие реальной финансовой поддержки ФПГ со стороны государства, за последние 10 лет работы они показали свою жизнеспособность. Процесс создания новых ФПГ в России продолжается, и они способны обеспечить экономический рост, и прежде всего в промышленности, конечно, при активной поддержке государства.

Ключевые принципы формирования ФПГ следующие:

- ◆ наличие лидера группы (базового промышленного предприятия или финансово-кредитной организации), определяющего основные материальные и финансовые потоки;
- ◆ обеспечение управляемости юридических лиц — участников группы со стороны центральной компании за счет налаживания договорных отношений, акционерного контроля и др.;
- ◆ подбор финансово-кредитных организаций, располагающих достаточным собственным капиталом для инвестирования в проекты группы; наличие у банков-участников реальной заинтересованности в долгосрочных вложениях в деятельность промышленных предприятий;
- ◆ наличие ярко выраженной вертикальной или горизонтальной кооперации предприятий, способных производить конкурентоспособную продукцию на внутреннем и внешнем рынках;
- ◆ детальность проектирования будущего состава участников и направлений совместной деятельности корпорации, комплексность и обоснованность оценок ее потенциальной эффективности.

Под организационным проектом ФПГ понимают пакет документов, предоставляемый центральной компанией группы в полномочный государственный орган и содержащий необходимые сведения о целях и задачах инвестиционных и других проектов (программ), предполагаемых экономических, социальных и иных результатах деятельности группы, а также другие сведения, нужные для ее регистрации. Подготовку организационного проекта рассматривают как необходимую стадию для разработки долгосрочной стратегии развития группы. Данную работу выполняют параллельно с подготовкой учредительных документов центральной компании и подписанием всеми участниками договора о создании ФПГ.

В любом случае финансово-экономический механизм функционирования ФПГ базируется на разработке и реализации годовых и среднесрочных корпоративных планов текущей и инвестиционной деятельности участников. Функцию корпоративного планирования обычно возлагают

на центральную компанию, которая должна тщательно проанализировать будущие денежные (финансовые) потоки ФПГ.

Приведем примерный перечень денежных потоков по региональной ФПГ, относящейся к агропромышленному комплексу (рис. 1.2):

1. Центральная компания — основное производство: целевое финансирование, кредиты, займы, дивиденды и проценты по финансовым вложениям, денежные средства на оплату машин и оборудования, прочие платежи.
2. Основное производство (товаропроизводители) — центральная компания: выручка от продаж; дивиденды и проценты по займам и кредитам; оплата приобретенных товаров (работ, услуг); прочие платежи (расчеты с бюджетом и государственными внебюджетными фондами).
3. Основное производство — покупатели: дивиденды и проценты по финансовым вложениям, прочие платежи.
4. Покупатели — основное производство: выручка от продаж; инвестиции в эмиссионные ценные бумаги и др.
5. Центральная компания — инвестиционные институты: средства на финансовые вложения, доходы (проценты, дивиденды) по финансовым вложениям.
6. Инвестиционные институты — центральная компания: доходы по финансовым вложениям, прочие платежи.
7. Центральная компания — торговые фирмы: доходы по финансовым вложениям, прочие платежи и др.
8. Торговые фирмы — центральная компания: торговая выручка, прочие платежи.
9. Центральная компания — покупатели: ценные бумаги (акции и корпоративные облигации), доходы по ценным бумагам.
10. Покупатели — центральная компания: денежные средства за эмиссионные ценные бумаги и прочие платежи.
11. Центральная компания — сервисные фирмы: целевое финансирование, займы, прочие платежи.
12. Сервисные фирмы — центральная компания: выручка от оказания услуг, проценты по займам, прочие перечисления.
13. Центральная компания — коммерческий банк: финансовые вложения, дивиденды и проценты по кредитам и займам, возврат основной суммы долга, оплата услуг банка и др.
14. Коммерческий банк — центральная компания: финансовые вложения, кредиты, дивиденды и проценты по финансовым вложениям, другие перечисления.

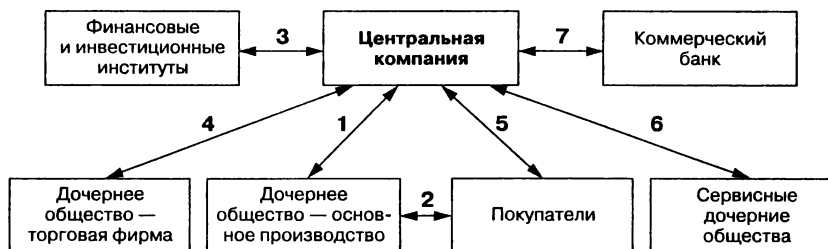


Рис. 1.2. Основные направления денежных потоков в региональной ФПГ агропромышленного комплекса

Коммерческие банки наиболее заинтересованы вкладывать средства не в отдельные предприятия, а в их группы, имеющие определенные технологические, организационно-экономические и финансовые взаимосвязи. Роль банков в создании и функционировании ФПГ следующая:

- 1) закрепление за банком функции финансово-расчетного комплекса, осуществляющего кредитное и расчетно-кассовое обслуживание всех участников группы, формирование клиринговой системы для предприятий и организаций, входящих в ФПГ;
- 2) создание на базе банка центрального депозитария, обслуживающего выпуск и размещение акций компаний — участников ФПГ, договорное обеспечение и регистрацию сделок с ценными бумагами;
- 3) повышение надежности кредитования путем образования общего залогового фонда и других форм солидарной ответственности всех участников ФПГ перед банком; передача в доверительное управление банку пакета акций предприятий-участников; выбор наиболее эффективных инвестиционных проектов (по уровню риска и доходности, сроку окупаемости капиталовложений и др.); организация смешанного (спонсорского) финансирования реальных проектов.

В качестве еще одной специфической черты финансовых отношений в ФПГ можно отметить возможности увеличения объема инвестиций за счет:

- ♦ централизации части средств для повышения инвестиционной активности на ключевых направлениях деятельности ФПГ. В этих целях целесообразно создание в рамках группы единого централизованного фонда инвестиций (например, в размере 5–10% чистой прибыли участников группы);
- ♦ расширения масштабов коммерческого (небанковского) кредитования участников группы, что позволит более рационально использо-

вать их оборотные активы (за счет различных схем вексельных расчетов);

- ♦ экономии финансовых ресурсов путем минимизации внешнего по отношению к ФПГ оборота денежных средств (частичной трансформации внешнего оборота во внутренний);
- ♦ привлечения внешних финансовых источников (бюджетных кредитов, облигационных займов, кредитов иностранных юридических лиц);
- ♦ оптимизации налоговых платежей в бюджетную систему государства за счет признания группы консолидированным налогоплательщиком.

В рамках ФПГ, кроме мер по стимулированию инвестиций, важно принимать решения, отвечающие финансовой стратегии группы в целом. В пределах выбранной финансовой стратегии приоритетное значение имеют:

- ♦ перераспределение денежных ресурсов между участниками группы через механизм внутригруппового финансирования и кредитования;
- ♦ приобретение пакетов акций в перспективных отраслях и продажа — в неперспективных;
- ♦ проведение налогового планирования в рамках всей группы;
- ♦ снижение общих затрат группы, связанное с объединением вспомогательных служб и др.;
- ♦ разработка концепции внешнеэкономической деятельности, если она осуществляется.

По каждому из этих направлений центральная компания разрабатывает отдельную финансовую стратегию, которая действует до момента достижения поставленной цели. Таким образом, в пределах ФПГ возможно оптимизировать движение товарных и денежных потоков между предприятиями-участниками и формировать достаточный объем финансовых ресурсов, необходимых для осуществления производственно-коммерческой деятельности.

1.5. Корпоративная финансовая политика

Финансовая политика корпорации выражает целенаправленное использование финансов для достижения стратегических и тактических задач, определенных ее учредительными документами (уставом). Например, усиление позиций на рынке товаров (услуг), достижение приемлемого объема продаж, прибыли и рентабельности активов и собственного капи-

тала, сохранение платежеспособности и ликвидности баланса, увеличение благосостояния собственников (акционеров).

В условиях нестабильной экономической среды, высокой инфляции, больших неплатежей, непредсказуемой налоговой и денежно-кредитной политики государства многие предприятия вынуждены проводить линию на выживание. Она выражается в решении текущих финансовых проблем как реакции на неопределенные макроэкономические установки государственных властных структур.

Такая политика в управлении финансами порождает ряд противоречий между интересами корпоративных групп и фискальными интересами государства; ценой внешних заимствований и рентабельностью производства; доходностью собственного капитала и фондового рынка; интересами собственников (акционеров) и финансовой дирекции акционерной компании и др.

Содержание финансовой политики многогранно и включает следующие звенья:

- 1) разработку оптимальной концепции управления финансовыми (денежными) потоками корпорации, обеспечивающей сочетание высокой доходности бизнеса и защиты от коммерческих рисков;
- 2) выявление основных источников формирования и направлений использования финансовых ресурсов на текущий период (декаду, месяц, квартал) и на ближайшую перспективу (год и более длительный период). При этом учитывают возможности развития производственно-торговой деятельности. Кроме того, принимают во внимание состояние макроэкономической конъюнктуры (ставки налогообложения, учетная ставка банковского процента, нормы обязательного резервирования для банков, тарифы взносов в государственные внебюджетные фонды и пр.);
- 3) осуществление практических действий, направленных на достижение поставленных целей (финансовый анализ и контроль, выбор способа финансирования корпорации, оценка эффективности реальных инвестиционных проектов и финансовых активов и т. д.).

Единство трех ключевых звеньев определяет содержание финансовой политики, стратегическими задачами которой являются:

- ◆ максимизация прибыли как источника экономического роста;
- ◆ оптимизация стоимости и структуры капитала, обеспечение финансовой устойчивости, деловой и рыночной активности корпорации;
- ◆ достижение финансовой открытости корпорации для собственников (акционеров), инвесторов и кредиторов;
- ◆ использование рыночных механизмов привлечения капитала с помощью эмиссии корпоративных ценных бумаг, финансового лизинга, проектного финансирования и др.;

- ♦ разработка эффективного механизма управления корпоративными финансами (финансового менеджмента) на основе диагностики финансового состояния с учетом постановки стратегических целей деятельности корпорации, адекватных рыночным условиям, и поиск путей их достижения.

При разработке эффективной системы управления финансами постоянно возникают проблемы гармонизации интересов собственников и менеджеров по вопросам осуществления инвестиционной, дивидендной и маркетинговой политики.

Исходя из продолжительности периода и характера решаемых задач, финансовую политику разделяют на финансовую стратегию и тактику. Финансовая стратегия — долговременный курс финансовой политики, рассчитанный на перспективу (3–5 лет) и предполагающий решение крупномасштабных задач развития корпорации. В процессе ее разработки прогнозируют основные тенденции развития производственного и финансового потенциала, намечают принципы финансовых отношений с государством (налоговая политика) и партнерами по бизнесу (поставщиками, покупателями, инвесторами, кредиторами, страховщиками и др.).

Стратегия предполагает выбор альтернативных путей развития корпорации. При этом используют прогнозы, опыт и интуицию специалистов (менеджеров) для мобилизации финансовых ресурсов на достижение поставленных целей.

К важнейшим направлениям разработки финансовой стратегии корпорации относят:

- ♦ анализ и оценку финансово-экономического состояния;
- ♦ разработку учетной и налоговой политики;
- ♦ выработку кредитной политики;
- ♦ управление основным капиталом и амортизационную политику;
- ♦ управление оборотными активами и кредиторской задолженностью;
- ♦ управление текущими издержками, сбытом продукции и прибылью;
- ♦ ценовую политику;
- ♦ выбор дивидендной и инвестиционной политики;
- ♦ оценку достижений корпорации и ее рыночной стоимости.

Однако выбор той или иной стратегии не гарантирует получения прогнозируемого эффекта (дохода) из-за влияния внешних факторов, в частности состояния финансового рынка, налоговой, таможенной, бюджетной и денежно-кредитной политики государства.

Составной частью финансовой стратегии является перспективное финансовое планирование, ориентированное на достижение основных пара-

метров деятельности корпорации: объем и себестоимость продаж, прибыль и рентабельность производства, финансовая устойчивость и платежеспособность.

Финансовая тактика направлена на решение более частных задач конкретного этапа развития корпорации путем своевременного изменения способов организации финансовых связей, перераспределения денежных ресурсов между видами расходов и структурными подразделениями (филиалами). При относительно стабильной финансовой стратегии финансовая тактика должна отличаться гибкостью, что вызывается изменением рыночной конъюнктуры (спроса и предложения на ресурсы, товары, услуги и капитал). Стратегия и тактика финансовой политики тесно взаимосвязаны. Правильно выбранная стратегия создает благоприятные возможности для решения тактических задач. Финансовую политику в корпоративных структурах (холдингах и ФПГ) должны осуществлять профессионалы — главные финансовые менеджеры (директора), владеющие всей информацией о стратегии и тактике акционерной компании (корпорации).

1.6. Обязанности финансового директора

В современной организационной структуре крупной акционерной компании (корпорации) управление финансами осуществляет финансовый директор. Он несет полную ответственность за результаты ее финансовой деятельности.

Примерная схема управления финансами в акционерных обществах России приведена на рис. 1.3.

На небольших предприятиях роль финансового директора выполняет руководитель или, по его поручению, главный бухгалтер.

Работа финансового директора включена как составная часть в функциональную систему высшего звена управления корпорации либо связана с предоставлением руководству аналитической и иной информации, необходимой для принятия управленческих решений. Уровень финансового управления на предприятии во многом зависит от профессиональных качеств финансового директора.

Приведем минимальный перечень задач, которые приходится решать финансовому директору:

- ♦ организация финансового анализа, планирования и прогнозирования;
- ♦ анализ и оценка эффективности привлечения заемного капитала;
- ♦ оценка использования финансовых ресурсов (внутренних и внешних);

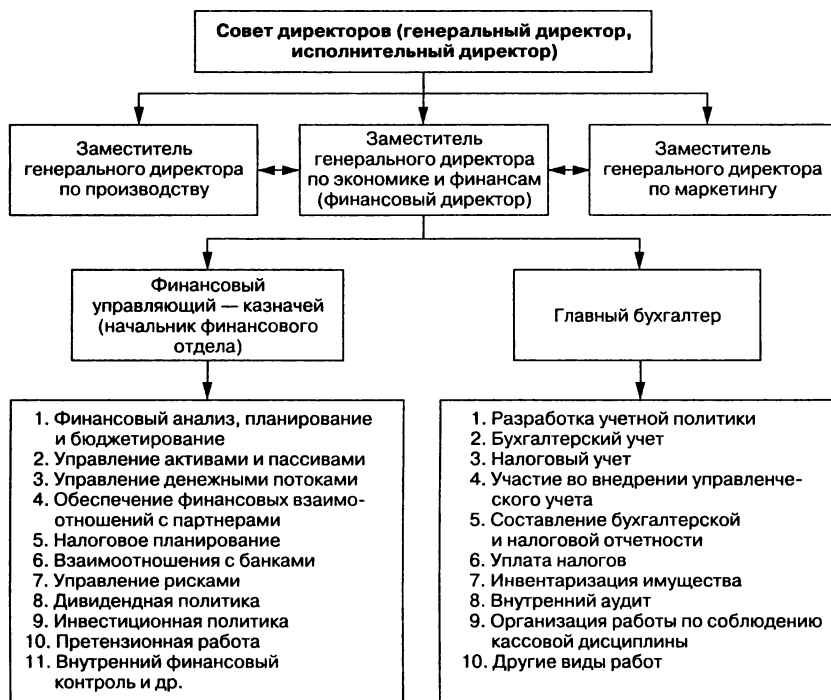


Рис. 1.3. Формат финансового управления для ОАО России

- ◆ выбор наиболее рациональных источников финансирования инвестиционных проектов;
- ◆ управление портфелем финансовых активов;
- ◆ контроль, с помощью которого отслеживают финансовую целесообразность приоритетных хозяйственных операций, и др.

Финансовый директор использует следующие методы управления финансово-хозяйственной деятельностью корпорации: планирование, финансирование, кредитование, инвестирование, страхование, самострахование, безналичные расчеты, финансовые поощрения и санкции, доверительные, залоговые, лизинговые, факторинговые и другие операции. Перечисленные методы предполагают использование специальных приемов управления финансами: доход (прибыль), кредит, заем, процент, дисконт, дивиденд, инвестиции, активы, обязательства, курс ценных бумаг, валюты и др.

Стратегическая цель финансового директора — обеспечение денежными ресурсами процесса производства и реализации готовой продукции (работ, услуг). Он должен составить прогноз финансового состояния компании на ближайшее будущее (квартал, год) и на более отдаленную перспективу (свыше календарного года). Подобный прогноз может содержать оптимистический, наиболее вероятный и пессимистический сценарии. В соответствии с указанной выше целью разрабатывают стратегию формирования и использования финансовых ресурсов на цели развития, выплату дивидендов, образование резервов и на другие потребности. Стратегические разработки финансового директора предполагают обязательный прогноз возможного изменения государственной политики в финансово-кредитной сфере с позиции соответствия такой политики целям и задачам корпорации.

Взаимоотношения предпринимателя (собственника) и финансового директора регулируют контрактом (договором). Главное требование, предъявляемое предпринимателем к финансовому директору, — эффективное управление денежным оборотом: формирование финансовых ресурсов в объемах, достаточных для покрытия текущих финансово-эксплуатационных потребностей; выплаты дивидендов акционерам и процентов облигационерам; финансирование инвестиций; образование резервного капитала.

Решения финансового директора должны опираться на результаты финансового анализа и достаточный объем представительной информации внутреннего и внешнего характера.

Глава 2

ДОХОДЫ, РАСХОДЫ И ПРИБЫЛЬ КОРПОРАЦИИ

2.1. Систематизация доходов и факторы, влияющие на их величину

В соответствии со стандартами бухгалтерского учета в России доходами предприятия (корпорации) признают повышение экономических выгод в результате как поступления активов (денежных средств, другого имущества), так и погашения обязательств, что приводит к увеличению его собственного капитала (при условии, что величина вкладов его участников в капитал остается неизменной).

Не приводят к росту собственного капитала и, следовательно, не признаются доходами поступления от других юридических и физических лиц сумм:

- ♦ налога на добавленную стоимость (НДС), акцизов, экспортных пошлин и иных аналогичных обязательных платежей в бюджетный фонд государства;
- ♦ по договорам комиссии, агентским и другим аналогичным договорам в пользу комитента и пр.;
- ♦ в порядке предварительной оплаты продукции (работ, услуг);
- ♦ авансов в счет оплаты продукции (работ, услуг);
- ♦ задатка, предоставляющего денежную сумму, выдаваемую одной из договаривающихся сторон в счет причитающихся с нее по договору платежей другой стороне в доказательство заключения договора и в обеспечение его исполнения;
- ♦ в залог, если договором предусмотрена передача заложенного имущества залогодержателю;
- ♦ в погашение кредита, займа, предоставленного заемщику.

Доходы предприятия, исходя из характера, получения условия и направлений деятельности, классифицируют на:

- ♦ доходы от обычных видов деятельности;
- ♦ прочие доходы.

Доходы, отличные от доходов от обычных видов деятельности, считают прочими поступлениями. Исходя из характера своей деятельности,

вида доходов и условий их получения, предприятие самостоятельно признает поступления доходами от обычных видов деятельности или прочими поступлениями.

Доходами от обычных видов деятельности считают выручку от реализации продукции (работ, услуг).

На предприятиях, предметом деятельности которых является предоставление за плату во временное владение и пользование своих активов по договору аренды, выручкой признают арендную плату.

В организациях, предметом деятельности которых считают предоставление за плату прав, возникающих из патентов на изобретения, промышленные образцы и другие виды интеллектуальной собственности, выручкой признают поступления от данной деятельности (лицензионные платежи за пользование объектами интеллектуальной собственности).

На предприятиях, предмет деятельности которых — участие в уставных капиталах других предприятий, выручкой считают поступления от данной деятельности.

В бухгалтерском учете выручку отражают в сумме, определенной в денежном выражении, равной величине поступления денежных средств и иного имущества и (или) величине дебиторской задолженности. Если величина поступления покрывает лишь часть выручки, то выручку, принимаемую к бухгалтерскому учету, определяют как сумму поступлений и дебиторской задолженности (в части, не покрытой поступлениями).

Величину поступления и (или) дебиторской задолженности определяют, исходя из цены, установленной договором между поставщиком и покупателем (заказчиком) или пользователем активами предприятия. При реализации продукции (работ, услуг) на условиях коммерческого кредита, предоставляемого в виде отсрочки (рассрочки) оплаты, выручку отражают в бухгалтерском учете в полной сумме дебиторской задолженности.

В состав прочих доходов включают:

- ♦ поступления, связанные с предоставлением за плату во временное владение и пользование активов предприятия;
- ♦ поступления, относящиеся к предоставлению за плату прав, возникающих из интеллектуальной собственности;
- ♦ поступления (включая процентные доходы по ценным бумагам), связанные с участием в уставных капиталах других предприятий;
- ♦ прибыль, полученную предприятием в результате совместной деятельности (по договору простого товарищества);
- ♦ выручку от продажи основных средств и иного имущества;
- ♦ проценты, полученные за предоставление в пользование денежных средств предприятия, а также проценты за использование банком денежных средств, находящихся на счете предприятия в этой кредитной организации;

- ◆ штрафы, пени, неустойки за нарушение условий договоров;
- ◆ поступления в возмещение причиненных предприятию убытков;
- ◆ прибыль прошлых лет, выявленную в отчетном году;
- ◆ суммы кредиторской и депонентской задолженности, по которым истек срок исковой давности;
- ◆ суммы дооценки активов;
- ◆ прочие доходы.

К прочим доходам относят поступления, возникающие как последствия чрезвычайных обстоятельств хозяйственной деятельности (стихийного бедствия, пожара, аварии, национализации и т. д.); стоимость материальных ценностей, остающихся от списания непригодных к восстановлению и дальнейшему использованию активов, и др. В бухгалтерском учете и отчетности выручку от реализации признают при наличии следующих условий:

- ◆ предприятие имеет право на получение такой выручки, вытекающее из конкретного договора или подтвержденное другим соответствующим образом;
- ◆ сумма выручки от реализации может быть определена;
- ◆ присутствует уверенность в том, что в результате конкретной операции произойдет увеличение экономических выгод предприятия (например, предприятие получило актив в оплату; отсутствует неопределенность в получении актива);
- ◆ право собственности (владения, пользования и распоряжения) на товар перешло от продавца к покупателю или работа принята заказчиком (услуга оплачена);
- ◆ расходы, которые произведены или будут произведены в связи с данной операцией, могут быть достоверно установлены.

Если в отношении денежных средств и иных полученных предприятием активов не исполнено хотя бы одно из перечисленных условий, в бухгалтерском учете признают кредиторскую задолженность, а не выручку от реализации.

Метод определения выручки от реализации предприятие определяет самостоятельно при принятии учетной политики на предстоящий финансовый год, исходя из условий хозяйствования и заключенных договоров.

В налоговом учете выручка от реализации (доход) включает в себя:

- ◆ доходы от реализации товаров (продукции, работ, услуг);
- ◆ внереализационные доходы;
- ◆ доходы, не учитываемые при определении налога на прибыль (ст. 251 НК РФ). Доходы устанавливают на основании первичных документов и данных регистров налогового учета.

Объем выручки от реализации зависит от ряда факторов:

- ◆ ценовой политики;
- ◆ объема реализации произведенной продукции;
- ◆ уровня налогообложения валовой выручки от реализации (ставок косвенных налогов — НДС, акцизов и др.);
- ◆ ассортиментной политики предприятия-изготовителя;
- ◆ емкости товарного рынка;
- ◆ уровня конкуренции между товаропроизводителями;
- ◆ форм расчетов за продукцию и др.

Ценовая политика — один из ключевых методов управления выручкой от реализации. Она обеспечивает наиболее важные приоритеты производственного и научно-технического развития предприятия. Ценовая политика непосредственно влияет на результаты его текущей деятельности, формирование маркетинговой стратегии и финансовое состояние. Кроме того, ценовая политика представляет собой действенный механизм укрепления позиций продавца на товарном рынке.

2.2. Планирование (прогнозирование) выручки от реализации продукции

Планирование выручки от реализации необходимо для определения прибыли и составления оперативных финансовых планов (бюджета доходов и расходов, налогового бюджета, оценки стоимости компании при доходном подходе и др.).

Планирование выручки от реализации подчинено главной цели — управлению прибылью, что обеспечивают системой мероприятий по расчету ее отдельных видов от текущей и финансовой деятельности.

Информационной базой для планирования выручки от реализации служат:

- ◆ разработанная производственная программа, которая определяет объем и состав производимой продукции (работ, услуг) на квартал, полугодие, год;
- ◆ разработанная ценовая политика;
- ◆ принятая ассортиментная политика;
- ◆ оценка и прогноз конъюнктуры товарного рынка;
- ◆ расчет плановой величины выручки от реализации;
- ◆ разработка мероприятий по выполнению запланированного объема выручки от реализации.

Общая модель расчета плановой величины выручки от реализации (ВР) имеет вид:

$$ВР = O_1 + T - O_2,$$

где O_1 и O_2 — остатки готовых изделий на складе и в отгрузке на начало и конец расчетного периода по себестоимости; T — выпуск продукции по плану предприятия в рыночных ценах.

В бухгалтерском учете входные остатки нереализованной продукции показывают по себестоимости. Для ее оценки в ценах реализации используют коэффициент пересчета ($K_{пер.}$):

$$K_{пер.} = \frac{\text{Товарный выпуск в ценах реализации}}{\text{Товарный выпуск по себестоимости}}.$$

Для определения товарного выпуска продукции (T) используют формулу:

$$T = \sum_{i=1}^n K_i \times C_i,$$

где K_i — плановое количество изделий i -го вида; C_i — цена реализации изделия i -го вида; n — число видов (групп) изделий ($i = 1, 2, 3... n$).

Расчет выручки от реализации товаров прямым методом приведен в табл. 2.1.

Таблица 2.1. Расчет выручки от реализации на предстоящий финансовый год по ОАО

Изделия, № п/п	Остатки нереализованной продукции на начало года, шт.	План выпуска товарной продукции в предстоящем году, шт.	Остатки нереализованной продукции на конец предстоящего года, шт.	План реализации продукции в предстоящем году (гр. 2 + гр. 3 – гр. 4), шт.	Цена реализации с НДС, тыс. руб.	Валовая выручка от реализации (гр. 5 × гр. 6), тыс. руб.
1	2	3	4	5	6	7
1	150	3500	100	3550	5,0	17 750
2	200	4000	250	3950	4,6	18 170
3	250	4500	200	4550	8,0	36 400
4	300	4800	350	4750	6,0	28 500
5	220	3800	180	3840	7,5	28 800
Итого	–	–	–	–	–	129 620

В ряде случаев плановую выручку от реализации определяют не по каждому изделию (группе изделий), а по всей продукции в целом — исходя из

прогнозного объема товарного выпуска в рыночных ценах и изменения остатков нерезализованной продукции на конец расчетного периода (табл. 2.2).

Таблица 2.2. Сводный расчет выручки от реализации по ОАО на предстоящий финансовый год

Показатели	Сумма, тыс. руб.
1. Остатки нерезализованной продукции на начало расчетного периода	7120
2. Прогноз выпуска товарной продукции в расчетном периоде	129 620
3. Остатки нерезализованной продукции на конец расчетного периода	6700
4. Валовая выручка от реализации на предстоящий год (стр. 1 + стр. 2 – стр. 3)	130 040
5. Налог на добавленную стоимость	23 407
6. Чистая выручка от реализации(стр. 4 – стр. 5)	106 633
7. Полная себестоимость реализованной продукции	93 837
8. Валовая прибыль (стр. 6 – стр. 7)	12 796
9. Рентабельность реализованной продукции (стр. 8 : стр. 7 × 100) = 13,6%	–

Система мер по обеспечению выполнения плана по выручке от реализации включает следующие мероприятия:

- ◆ проведение разумной ценовой политики, обеспечивающей своевременное поступление выручки от покупателей в достаточном объеме;
- ◆ использование благоприятной конъюнктуры товарного рынка для продажи больших партий изделий платежеспособным покупателям;
- ◆ предоставление коммерческого кредита и ценовых скидок покупателям для стимулирования сбыта товаров;
- ◆ повышение уровня сервисного (после продажного) обслуживания клиентов;
- ◆ развитие рекламной и информационной деятельности на товарном рынке;
- ◆ доведение разработанных планов (бюджетов) до центров финансовой ответственности (ЦФО) за доходы и прибыль, а также контроль за их исполнением.

Специалисты службы финансового директора обязаны содействовать выполнению плана по выручке от реализации продукции. В этих целях они обязаны осуществлять оперативный контроль за:

- ◆ производством товаров (путем установления структурным подразделениям плановых бюджетов и плановой потребности в оборотных средствах);
- ◆ отгрузкой продукции;
- ◆ предупреждением выпуска изделий, пользующихся ограниченным спросом у потребителей;
- ◆ своевременным осуществлением денежных расчетов за отгруженную продукцию, т. е. состоянием дебиторской задолженности.

Данные направления контрольной работы позволяют увеличить объем поступившей выручки от реализации (в денежной форме) и обеспечить тем самым стабильность финансового положения предприятия.

В контрольной работе финансовая служба тесно взаимодействует с другими отделами и службами предприятия (ПЭО, отделом сбыта, бухгалтерией и др.), что повышает результативность ее работы.

2.3. Классификация расходов и возможность их снижения

Текущая (операционная) деятельность предприятия (корпорации) с момента его создания связана с осуществлением разнообразных расходов материальных, трудовых и денежных ресурсов.

Под расходами предприятия понимают снижение его экономических выгод в результате выбытия активов (денежных средств и другого имущества) и (или) возникновения обязательств, капитала (за исключением понижения вкладов по решению учредителей предприятия).

В российских стандартах бухгалтерского учета не относят к расходам предприятия выбытие активов:

- ◆ в связи с приобретением (созданием) внеоборотных активов (основных средств, нематериальных активов, незавершенного строительства и др.);
- ◆ вклады в уставные (складочные) капиталы других организаций, приобретение акций сторонних эмитентов и других ценных бумаг не с целью их продажи;
- ◆ по договорам комиссии, агентским и другим идентичным договорам в пользу комитента, принципала и пр.;
- ◆ в результате предварительной оплаты материально-производственных запасов и иных ценностей, работ и услуг;
- ◆ в виде авансов, задатка в счет оплаты материально-производственных запасов и иных ценностей, работ, услуг;
- ◆ в погашение кредита, займа, полученных предприятием.

В бухгалтерском учете выбытие активов именуют оплатой. Например, выбытие денежных средств в связи с приобретением основных средств, погашением полученных кредитов и займов не относят к расходам предприятия, так как в результате данных операций собственный капитал организации не изменится. В первом случае — общая сумма активов не уменьшилась, стала другой их структура (понижение денежных средств компенсируют аналогичным повышением стоимости основных средств). Во втором случае — снижение активов балансируют уменьшением обязательств в пассиве баланса.

Расходы, исходя из характера, условий осуществления и направлений деятельности предприятия классифицируют на:

- ◆ расходы по обычным видам деятельности;
- ◆ прочие расходы.

Расходы по обычным видам деятельности связаны с производством и реализацией продукции (товаров, работ, услуг). К ним относят также возмещение стоимости основных средств и нематериальных активов, осуществляемое в форме амортизационных отчислений. Расходы по обычным видам деятельности отражают в бухгалтерском учете в сумме, выраженной в стоимостной форме, равной величине оплаты в денежном выражении и иной форме или величине кредиторской задолженности. Если оплата покрывает только часть признаваемых расходов, то расходы, принимаемые к бухгалтерскому учету, определяют как сумму оплаты и кредиторской задолженности (в части, не покрытой оплатой).

Величину оплаты и (или) кредиторской задолженности определяют, исходя из цены и условий, предусмотренных договором между покупателем и поставщиком (подрядчиком) или другим контрагентом. При оплате приобретаемых материальных ценностей, работ, услуг на условиях коммерческого кредита, предоставляемого в виде отсрочки или рассрочки платежа, расходы принимают к бухгалтерскому учету в полной сумме кредиторской задолженности.

Величину оплаты и (или) кредиторской задолженности определяют с учетом всех предоставленных предприятию согласно договору скидок (накидок).

Расходы по обычным видам деятельности делят на:

- ◆ расходы, связанные с приобретением сырья, материалов, товаров и иных материально-производственных запасов;
- ◆ расходы, возникающие в процессе переработки (доработки) материально-производственных запасов для целей выпуска продукции, выполнения работ и оказания услуг, а также их продажи (например, расходы по содержанию и эксплуатации основных средств и иных внеоборотных активов, по поддержанию их в исправном состоянии, коммерческие и управленческие расходы и др.).

Расходы по обычным видам деятельности классифицируют также по следующим элементам:

- ◆ материальные затраты;
- ◆ затраты на оплату труда;
- ◆ отчисления на социальные нужды;
- ◆ амортизация;
- ◆ прочие затраты.

Для целей управления предприятие вправе организовать учет по статьям затрат. Перечень таких статей оно устанавливает самостоятельно.

Для формирования финансового результата работы предприятия от обычных видов деятельности определяют полную себестоимость проданных товаров, которая образуется на базе расходов, признанных как в отчетном году, так и в истекшие отчетные периоды, и переходящих расходов, имеющих отношение к получению доходов в последующие отчетные периоды.

Коммерческие и управленческие расходы признают в себестоимости продукции в отчетном году полностью в качестве затрат по обычным видам деятельности.

Плановую величину затрат на реализуемую продукцию в смете (бюджете) затрат на производство определяют по формуле:

$$З_p = O_1 + T_c - O_2 + КР + УР,$$

где Z_p — плановые затраты на реализуемую продукцию (полная себестоимость продаж); O_1 и O_2 — остатки нереализованной продукции на начало и конец расчетного периода по плановой производственной себестоимости; T_c — плановая производственная себестоимость товарного выпуска в планируемом периоде; $КР$ и $УР$ — коммерческие и управленческие расходы в расчетном периоде.

Формат сметы (бюджета) затрат на производство и реализацию продукции приведен в табл. 2.3. Данные этой сметы (бюджета) используют в последующем для разработки бюджета доходов и расходов и планирования прибыли на предстоящий финансовый год (квартал).

Постатейный перечень прочих расходов приведен в ПБУ 10/99 «Расходы организации» (раздел III «Прочие расходы»).

Расходы признают в бухгалтерском учете при соблюдении следующих условий:

- ◆ они произведены в соответствии с конкретным договором;
- ◆ сумма расходов может быть определена;
- ◆ присутствует уверенность в том, что в результате хозяйственной операции произойдет снижение экономических выгод предприятия.

Если в отношении любых осуществленных предприятием расходов не исполнено хотя бы одно из названных условий, то в бухгалтерском учете признают дебиторскую задолженность.

Таблица 2.3. Смета (бюджет) затрат на производство и реализацию продукции по ОАО на предстоящий год

№ п/п	Показатели	Сумма, млн руб.
1	Материальные затраты	243,0
2	Затраты на оплату труда	135,0
3	Отчисления на социальные нужды в форме единого социального налога (взноса)	35,1
4	Амортизационные отчисления	41,9
5	Прочие затраты	23,0
6	Итого затрат на производство	478,0
7	Списано на непроизводственные счета (-)	-10,6
8	Изменение остатков незавершенного производства (+ или -)	-28,4
9	Производственная себестоимость продукции	439,0
10	Коммерческие расходы (+)	24,0
11	Управленческие расходы (+)	30,0
12	Полная себестоимость произведенной продукции	493,0
13	Остатки нереализованной продукции на начало года по полной себестоимости (+)	8,7
14	Остатки нереализованной продукции на конец планируемого года по полной себестоимости (-)	9,5
15	Полная себестоимость реализованной продукции (стр. 12 + стр. 13 - стр. 14)	492,2
16	Прочие расходы	19,8
17	Общие расходы на предстоящий год (стр. 15 + стр. 16)	512,0

Согласно НК РФ (глава 25 «Налог на прибыль») расходы систематизируют на:

- ♦ связанные с производством и реализацией продукции;
- ♦ внереализационные.

Налогоплательщик устанавливает их по регистрам налогового учета.

Критерием оптимальности текущих затрат для предприятия является минимизация коэффициента затратоемкости ($K_{зс}$):

$$K_{зс} = \frac{\text{Полная себестоимость продукции}}{\text{Выручка (нетто) от продаж}}$$

Более низкий уровень данного коэффициента позволяет предприятию приобретать определенные конкурентные преимущества перед другими

компаниями на товарном рынке, свободнее проводить свою ценовую политику и тем самым получать весомую прибыль от продаж. Однако снижение уровня затратно-емкости не должно сопровождаться ухудшением качества продукции.

Следует иметь в виду, что падение уровня затратно-емкости производства является важной, но не основной целью управления текущими издержками. Снижение уровня затратно-емкости может сопровождаться:

- 1) снижением качества продукции и сервисного обслуживания покупателей;
- 2) отказом от выпуска пользующихся спросом, но затратно-емких видов товаров;
- 3) сменой приоритетов стратегического развития предприятия на краткосрочные экономические выгоды.

Следовательно, главной целью управления издержками производства является оптимизация их суммы и уровня, которая обеспечивает высокие темпы развития текущей деятельности предприятия в целях получения приемлемой массы прибыли и требуемой нормы доходности на вложенный капитал.

2.4. Зарубежная практика систематизации издержек производства

Ключевое место в зарубежной практике занимает классификация издержек на условно-переменные и условно-постоянные. Подобная классификация позволяет оперативно управлять прибылью корпорации.

Условно-переменные издержки (*Variable costs, VC*) изменяются пропорционально росту объема производства. К ним относят: материальные затраты, оплату труда производственных рабочих, транспортные услуги и др.

Условно-постоянные издержки (*Fixed costs, FC*) остаются неизменными (стабильными) при колебании объема производства в данном временном (релевантном) периоде (квартал, полугодие, год). В состав постоянных издержек обычно включают: амортизационные отчисления, проценты за краткосрочный кредит, арендную плату, оплату труда административно-управленческого персонала и пр. В более длительном временном периоде все виды издержек подвержены изменению под влиянием внутренних и внешних факторов (например, новаций в организации и технологии производства, конъюнктуры товарного рынка и т. д.). Зависимость переменных и постоянных издержек от объема производства может быть представлена графическим способом (рис. 2.1).

Выручка от реализации (нетто) за вычетом переменных издержек составляет маржинальный доход (прибыль) корпорации и является важным параметром в оценке управленческих решений.

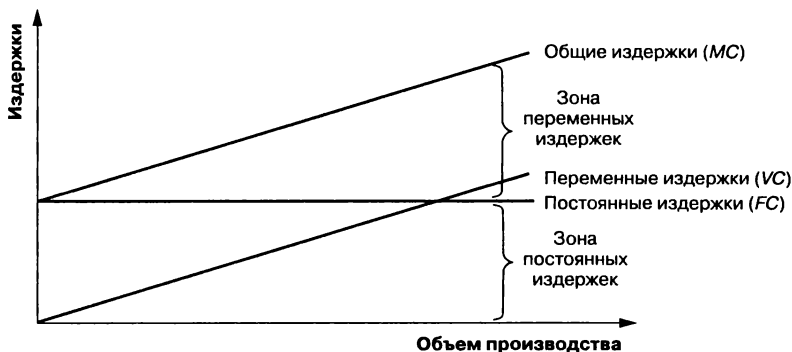


Рис. 2.1. Графическая интерпретация переменных и постоянных издержек

Различие между переменными и постоянными издержками имеет принципиальное значение для дирекции корпорации. Переменными издержками она может управлять путем изменения их величины в данном релевантном периоде. Очевидно, что постоянные издержки находятся вне непосредственного контроля руководства корпорации, так как являются обязательными и должны быть погашены независимо от объема производства (например, арендная плата, страховые платежи, проценты по кредитам и займам и т. д.).

На многих предприятиях России широкое распространение получила система калькулирования себестоимости продукции (в рамках управленческого учета) — «директ-костинг». Ее сущность заключается в том, что калькулируют не полную себестоимость производства и сбыта продукции (изделий), а только переменные издержки (их прямые виды). Главная цель внедрения этой системы калькулирования себестоимости изделий — обеспечить контроль за формированием маржинального дохода (аналоги: маржинальная прибыль, валовая маржа, добавленная стоимость). При системе «директ-костинг» маржинальный доход (МД) по конкретным видам продукции определяют по формуле:

$$\text{МД} = \text{Ц}_p - \text{ПИ}_{\text{ед}}$$

где Ц_p — цена реализации изделия; $\text{ПИ}_{\text{ед}}$ — переменные издержки, отнесенные на это изделие.

Преимуществами данной системы калькулирования себестоимости продукции являются:

- ♦ ее простота и доступность для практического применения;
- ♦ минимум проведения расчетных операций, связанных с распределением не прямых (косвенных) затрат, которые учитывают по предприятию в целом;

- ♦ высокая надежность полученных результатов, так как устраняют погрешности отнесения не прямых затрат на отдельные изделия в процессе их распределения;
- ♦ возможность управления как переменными издержками, так и маржинальным доходом.

Основным недостатком системы «директ-костинг» считают неполное отражение всей совокупности издержек, связанных с производством и реализацией отдельных видов продукции. Для более наглядной характеристики данной системы калькулирования издержек по видам изделий рассмотрим два примера.

Пример

Рассмотрим вариант, когда предприятие выпускает пять изделий. Все издержки, связанные с их выпуском, разделены на переменные и постоянные (табл. 2.4).

Таблица 2.4. Расчет маржинального дохода и прибыли по пяти изделиям; тыс. руб.

Показатели	Изделия					Всего
	№ 1	№ 2	№ 3	№ 4	№ 5	
1. Выручка (нетто) от реализации товаров	3,0	15,0	9,0	3,0	7,5	37,5
2. Переменные издержки	1,2	10,5	4,5	3,45	3,75	23,4
3. Маржинальный доход (стр. 1 – стр. 2)	1,8	4,5	4,5	-0,45	3,75	14,1
4. Доля маржинального дохода в выручке, %	60	30	50	-15	50	37
5. Постоянные издержки на все изделия	-	-	-	-	-	7,5
6. Прибыль на все изделия (стр. 3 – стр. 5)	-	-	-	-	-	6,6

На основе данных табл. 2.4 дирекция предприятия может сделать следующие выводы:

- 1) необходимо максимально развивать выпуск и продажу изделия № 1, поскольку по нему достигнут максимальный маржинальный доход;
- 2) изделие № 2 формирует наибольшую сумму маржинального дохода, но ее норма составляет только 30%, или в два раза ниже, чем по изделию № 1;
- 3) изделия № 3 и № 5 показывают вполне удовлетворительные результаты;

- 4) изделие № 4 имеет отрицательную норму маржинального дохода, поэтому целесообразно существенно снизить издержки на его выпуск или полностью прекратить производство.

Пример

Приведем ситуацию, когда из числа выпускаемых изделий исключено изделие № 4 (табл. 2.5).

Таблица 2.5. Маржинальный доход и прибыль по четырем изделиям; тыс. руб.

Показатели	Изделия				Всего
	№ 1	№ 2	№ 3	№ 5	
1. Выручка (нетто) от реализации товаров	3,0	15,0	9,0	7,5	34,5
2. Переменные издержки	1,2	10,5	4,5	3,75	19,95
3. Маржинальный доход (стр. 1 – стр. 2)	1,8	4,5	4,5	3,75	14,55
4. Норма маржинального дохода, %	60	30	50	50	42,2
5. Постоянные издержки на все изделия	–	–	–	–	7,5
6. Прибыль на все изделия (стр. 3 – стр. 5)	–	–	–	–	7,05

Разрешение подобной ситуации служит одним из определяющих моментов в деятельности руководства предприятия. В данном случае приоритетное значение имеет не абсолютная выручка от продажи того или иного изделия, а норма маржинального дохода (рентабельность изделия). Так, в результате прекращения выпуска изделия № 4 суммарный маржинальный доход вырос, как и прибыль, на 0,45 тыс. руб. (14,55 – 14,1), несмотря на то что выручка от реализации оставшихся изделий снизилась на 3,0 тыс. руб. (34,5 – 37,5). Следовательно, достигнута более рациональная ассортиментная структура производства, обеспечивающая получение оптимальной прибыли.

Экономическая сущность другой системы калькулирования себестоимости продукции — «стандарт-костинг» — заключается в ее осуществлении на базе разработанных предприятием норм и нормативов материальных и трудовых затрат. При этом фактические операционные издержки по каждому изделию сравнивают с нормативными для отражения в учете величины отклонений. Данную систему часто называют «управление затратами по отклонениям», что позволяет получить более объективную картину результатов калькулирования продукции. Внедрение системы «стандарт-костинг» можно осуществить только в условиях стабильной экономической среды, преодоления высокой инфляции и внедрения современного менеджмента на предприятиях и в корпоративных группах (ФПГ, холдингах и др.).

Понятие «средние издержки» характеризует усредненные затраты на единицу продукции и используется для их сравнения с ценой товара.

Наконец, предельные издержки — это дополнительные затраты, связанные с выпуском еще одной единицы продукции. Разница между общей суммой затрат и величиной переменных издержек выражает фиксированную сумму постоянных затрат. Поэтому изменение суммы общих издержек равно изменению величины переменных затрат для каждой дополнительной единицы продукции в данном релевантном периоде. Таким образом, концепция переменных издержек имеет важное практическое значение, так как позволяет определить те затраты, величину которых дирекция предприятия (корпорации) может контролировать наиболее успешно.

2.5. Управление издержками и маржинальным доходом с применением операционного левериджа (рычага)

При управлении финансами предприятий и корпораций применяют понятие левериджа (*leverage*), или рычага, которое означает использование издержек, величина которых остается постоянной в данном релевантном периоде с целью получения дополнительной прибыли. Операционный леверидж (*operating leverage*) проявляется в случаях, когда у предприятия имеются постоянные издержки (*Fixed Costs, FC*) независимо от объема производства (продаж). В краткосрочном периоде, в отличие от постоянных переменные издержки (*Variable Costs, VC*) могут изменяться под влиянием корректировок объема производства (продажи товаров). Эффект операционного рычага выражается в том, что любое изменение объема производства приводит к пропорционально большему изменению операционной прибыли, т. е. прибыли до вычета процентов и налогов (*Earnings before Interest and Taxes, EBIT*), или убытка в данном релевантном периоде. В российской практике понятию «*EBIT*» соответствует термин «прибыль (убыток) от продаж».

Рассмотрим данную ситуацию на конкретном примере. В периоде (году) T : объем производства продукции — 45,0 млн руб.; переменные издержки (*VC*) — 27,0 млн; постоянные издержки (*FC*) — 13,5 млн; прибыль — 4,5 млн руб. Предположим, что в периоде $T + 1$: объем производства возрастет на 5% и составит 47,25 млн руб., тогда на те же 5% увеличатся переменные издержки. Теперь они составят 28,35 млн руб. ($27,0 + 1,35$). Постоянные издержки останутся стабильными — 13,5 млн, а операционная прибыль (*EBIT*) будет равна 5,4 млн руб. ($47,25 - 28,35 - 13,5$). Итак, объем производства вырос на 5%, а прибыль — на 0,9 млн руб. ($5,4 - 4,5$), или на 20%.

В практических расчетах для выявления силы воздействия операционного рычага на данное предприятие применяют результат от реализа-

ции продукции после возмещения переменных издержек (VC), который часто называют маржинальным доходом (прибылью):

$$MD = Q - VC,$$

где MD — маржинальный доход; Q — объем производства продукции в стоимостном выражении; VC — переменные издержки.

$$MD = FC + EBIT,$$

где FC — постоянные издержки; $EBIT$ — операционная прибыль.

$$K_{мд} = MD/Q,$$

где $K_{мд}$ — коэффициент маржинального дохода, доли единицы.

Желательно, чтобы маржинальный доход не только покрывал постоянные издержки, но и служил источником формирования операционной прибыли ($EBIT$).

После определения маржинального дохода можно вычислить силу воздействия операционного рычага ($СВОР$):

$$СВОР = MD/EBIT.$$

Данный коэффициент показывает, во сколько раз маржинальный доход превышает операционную прибыль.

В приведенном выше примере

$$СВОР = 4 \left(\frac{45,0 - 27 = 18,0}{4,5} \right).$$

Это означает, что при возможном увеличении объема производства на 5% прибыль возрастет на 20% ($5\% \times 4$), и наоборот. Поэтому нельзя чрезмерно увеличивать постоянные издержки, так как при снижении объема производства потеря прибыли может оказаться многократно выше. Напротив, если предприятие уверено в перспективе спроса на свою продукцию, то можно отказаться от режима жесткой экономии на постоянных издержках. Предприятие с высокой их долей будет получать весомый прирост прибыли. Сила воздействия операционного рычага указывает на степень предпринимательского риска, связанного с данным предприятием. Чем больше значение $СВОР$, тем выше уровень данного риска, и наоборот. Отметим, что $СВОР$ всегда определяют для заданного объема производства в фиксированном интервале времени. Изменяется объем производства (продаж) — колеблется и $СВОР$. Этот показатель ($СВОР$) часто зависит от уровня капиталоемкости: чем больше стоимость основного капитала, тем выше постоянные издержки (за счет амортизационных отчислений). Данный объективный фактор необходимо учитывать при определении порогового объема производства, обеспечивающего безубыточную работу предприятия.

Далее введем понятие «порог рентабельности» — это такой объем производства (продаж), при котором предприятие не имеет убытков, но еще не

получило прибыль. В такой ситуации объем производства после возмещения переменных издержек достаточен для покрытия постоянных затрат:

$$Q = FC; \text{ Операционная прибыль (EBIT)} = 0,$$

где Q — объем производства (продажи товаров) после погашения переменных издержек (VC).

Цифровой пример представлен в табл. 2.6.

Таблица 2.6. Исходные данные для расчета порога рентабельности

Показатели	Сумма, млн руб.	В процентах к объему производства
1. Объем производства продукции	45,0	100 = 1
2. Переменные издержки (VC)	27,0	60 = 0,6
3. Маржинальный доход (стр. 1 – стр. 2)	18,0	40 = 0,4
4. Постоянные издержки (FC)	13,5	–
5. Операционная прибыль (стр. 3 – стр. 4)	4,5	–

$$\text{Операционная прибыль} = \text{МД} - FC = 0 \text{ или}$$

$$\text{Операционная прибыль} = \text{Порог рентабельности} \times K_{\text{мд}} - FC = 0,$$

где $K_{\text{мд}}$ — коэффициент маржинального дохода.

Из последней формулы получаем значение порога рентабельности:

$$\text{Порог рентабельности} = FC / K_{\text{мд}}.$$

Из приведенных в табл. 2.6 данных можно получить абсолютное значение порога рентабельности (порогового объема производства):

$$\text{Порог рентабельности} = 13,5 : 0,4 = 33,75 \text{ млн руб.}$$

Построим график этого показателя. Он основан на равенстве маржинального дохода и постоянных издержек при достижении порогового объема производства. После прохождения точки безубыточности предприятие начнет получать прибыль (рис. 2.2).

Второй графический способ вычисления порога рентабельности основан на равенстве объема производства и общих издержек (*Marginal Costs*, *MC*) при достижении порогового объема производства. Результатом будет пороговое значение физического объема выпуска продукции. Исходные данные для расчета:

- 1) объем производства — 10 тыс. изделий;
- 2) цена за единицу — 4,5 тыс. руб.;
- 3) переменные издержки (VC) — 27,0 млн руб.;
- 4) постоянные издержки (FC) — 13,5 млн руб.;

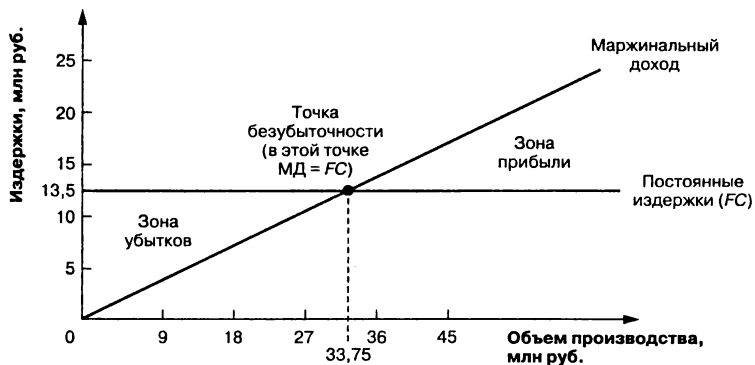


Рис. 2.2. Определение критической точки безубыточности (первый графический способ)

- 5) общие издержки (MC) — 40,5 млн руб.;
- 6) объем производства (продаж) в стоимостном выражении — 45,0 млн руб. (10 тыс. изделий \times 4,5 тыс. руб.);
- 7) пороговый объем производства — 7500 изделий (33,75 млн руб. : 4,5 тыс. руб.).

На базе этих показателей построим линейный график безубыточности (рис. 2.3).

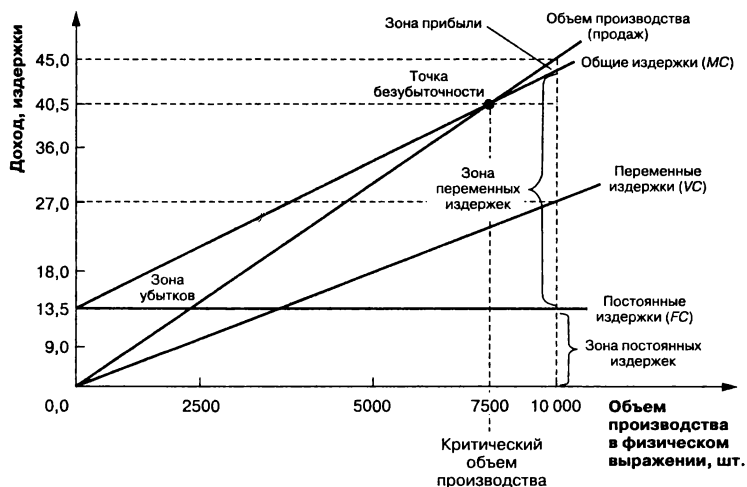


Рис. 2.3. Представление критической точки безубыточности (второй графический способ)

Из графика следует, что площадь нижнего левого треугольника соответствует убыткам предприятия до достижения им порога рентабельности, а площадь верхнего правого треугольника — массе прибыли. Каждая следующая единица товара, проданная начиная с 7501-й, будет приносить прибыль.

Для специалистов предприятия (корпорации) принципиальное значение имеют три момента:

1. Установить, какому количеству товара (при данных ценах реализации) соответствует пороговая выручка от продаж, и получить критическое значение объема производства в физическом выражении. Ниже этого количества производить невыгодно, поскольку предприятие попадает в зону убытков. Расчетные формулы следующие:

$$\text{Пороговое количество товара, штук} = \frac{\text{Пороговая выручка от продаж}}{\text{Цена реализации единицы товара}}$$

или

$$\begin{aligned} \text{Пороговое количество товара, штук} &= \\ &= \frac{\text{Постоянные издержки}}{\text{Цена единицы товара} - \text{Переменные издержки на единицу товара}} \end{aligned}$$

2. Пройдя порог рентабельности, предприятие получает дополнительный маржинальный доход на каждую очередную единицу товара. Тем самым возрастает и масса прибыли. Для определения объема маржинального дохода (прибыли) после прохождения порога рентабельности используют формулу:

Объем маржинального дохода после прохождения порога рентабельности = Количество проданного товара после прохождения порога рентабельности × Маржинальный доход / Общее количество проданного товара.

3. Сила воздействия операционного рычага максимальна вблизи порога рентабельности и снижается по мере роста выручки от продаж и прибыли, так как доля постоянных издержек в себестоимости продукции понижается. Данный процесс происходит до очередного подъема постоянных издержек, но это происходит в другом релевантном периоде.

Зная порог рентабельности, можно установить запас финансовой прочности (ЗФП) предприятия. Он выражает возможность предприятия выдержать снижение выручки от продаж без серьезной угрозы для своего финансового положения и сохранить финансовую устойчивость и платежеспособность на прежнем уровне. Рекомендуемое значение запаса финансовой прочности должно быть не ниже 10%. Для расчета запаса финансовой прочности в абсолютном выражении используют формулу:

$$\text{ЗФП}_{\text{абс}} = \text{ВР}_{\text{план}} - \text{Пороговая выручка от реализации,}$$

где $\text{ВР}_{\text{план}}$ — выручка от реализации продукции по плану.

Запас финансовой прочности в относительном выражении равен:

$$\text{ЗФП}_{\text{отн}} = \frac{\text{ЗФП}_{\text{абс}}}{\text{ВР}_{\text{план}}} \times 100.$$

Для расчета запаса финансовой прочности используем данные табл. 2.2.

$$\text{ЗФП}_{\text{абс}} = 11,25 \text{ млн руб. } (45,0 - 33,75).$$

$\text{ЗФП}_{\text{отн}} = 40\%$ ($11,25/45,0 \times 100$) при рекомендуемом значении в 10%.

Если выручка от продаж опускается ниже пороговой величины, то финансовое положение предприятия ухудшается, т. е. образуется дефицит ликвидных денежных средств. Подобную методику расчета запаса финансовой прочности применяют в странах континентальной Европы (Франции, Германии и др.). Экономисты США, Канады и Великобритании понимают под эффектом операционного рычага (ЭОР) отношение процентного изменения прибыли до выплаты процентов и налогов (*EBIT*) к процентному изменению объема продаж:

$$\text{ЭОР} = \frac{\text{Процентное изменение в } EBIT}{\text{Процентное изменение в объеме продаж}}.$$

Пример

Изменения в *EBIT* = 10%, а в объеме продаж = 5%.

Тогда ЭОР = 10 : 5 = 2.

$\text{ЗФП} = 1/\text{СВОР} = 1/2 = 0,5$ или 50%.

Получился высокий запас финансовой прочности, равный 50%, при рекомендуемом значении в 10%. В случае падения объема продаж на 5% потеря прибыли составит 10% ($5\% \times 2$).

Для аналитика важен также коэффициент операционного рычага ($K_{\text{ор}}$):

$$K_{\text{ор}} = \frac{\text{Постоянные издержки (FC)}}{\text{Общие издержки (MC)}}.$$

Чем выше значение коэффициента операционного рычага на предприятии, тем в большей степени оно способно ускорить темпы прироста операционной прибыли (*EBIT*) по отношению к темпам прироста объема продаж. Другими словами, при одинаковых темпах прироста объема реализации продукции предприятие, имеющее больший коэффициент операционного рычага (при прочих равных условиях), всегда способно в более высокой степени увеличивать сумму своей операционной прибыли по сравнению с компанией, имеющей меньшее значение данного коэффициента (за счет влияния эффекта операционного рычага). Этот эффект непосредственно воздействует и на запас финансовой прочности предприятия, повышая или понижая его величину. Таким образом, любое предприятие (корпорация) привлекательно для инвесторов, кредиторов и иных контрагентов, если оно имеет:

- 1) весомый (свыше 10%) запас финансовой прочности;
- 2) благоприятное значение силы воздействия операционного рычага при разумном удельном весе постоянных издержек в общих затратах на производство и сбыт продукции;
- 3) высокий уровень рентабельности активов (имущества), превышающий размер средней процентной ставки по заемным средствам ($P_a > \text{СП}$).

Следует иметь в виду, что многие компании стремятся добиться более высокой рентабельности активов (P_a), но их возможности ограничены рядом факторов: конкурентной позицией на рынке состоянием запасов и дебиторской задолженности, материально-технической базы (степенью износа основного капитала) и др. Эти факторы следует учитывать при управлении корпоративными финансами.

2.6. Методы планирования (прогнозирования) прибыли

Планирование прибыли – сложный и многогранный процесс, включающий изучение хозяйственных связей предприятия за период, предшествующий планируемому.

От правильности и обоснованности прогноза прибыли зависит обеспечение финансовыми ресурсами производственного и научно-технического развития предприятия, а также уровень дивидендных выплат акционерам (собственникам). Оптимальный план по прибыли необходим также для разработки налогового и других бюджетов.

Предприятие (корпорация) самостоятельно разрабатывает план по прибыли, исходя из договоров, заключаемых с поставщиками и потребителями его продукции; экономических нормативов, устанавливаемых государством; материалов анализа финансово-хозяйственной деятельности за предшествующий период; данных бухгалтерского учета и отчетности и др. Планирование прибыли включает два взаимосвязанных процесса:

- 1) определение бухгалтерской прибыли и выявление факторов, влияющих на ее величину;
- 2) планирование распределения прибыли.

Объем прибыли во многом зависит от экономически обоснованных методов ее планирования с соблюдением принципов учетной политики, принятой предприятием на предстоящий финансовый год.

В народном хозяйстве России традиционными для планирования прибыли являются методы:

- 1) прямого счета;
- 2) аналитический;

- 3) нормативный;
- 4) совмещенного счета;
- 5) факторный;
- 6) экономико-статистический.

Рассмотрим наиболее распространенный метод — прямого счета. Общая сумма бухгалтерской прибыли от текущей (операционной) деятельности складывается из прибыли от реализации продукции (прибыли от продаж) и прочих доходов (за вычетом произведенных расходов).

Прибыль от реализации продукции включает в себя прибыль от товарного выпуска и прибыль в остатках нереализованной продукции на начало и конец расчетного периода (квартала, года). Прибыль от товарного выпуска ($\Pi_{ТВ}$) рассчитывают по формуле:

$$\Pi_{ТВ} = \sum_{i=1}^n (\Pi_i - C_i) \times K_i,$$

где Π_i — цена реализации изделия i -го вида; C_i — полная себестоимость изделия i -го вида; K_i — количество изделий i -го вида, подлежащих выпуску в планируемом периоде (исходя из заключенных договоров с покупателями); n — число видов (групп) изделий ($i = 1, 2, 3... n$).

Кроме того, устанавливают прибыль по товарным остаткам на складе и в отгрузке на начало и конец планируемого периода по всей их совокупности. Складские товарные остатки учитывают по себестоимости. Поэтому прибыль по переходящим товарным остаткам определяют как разницу между их величиной в ценах реализации и по себестоимости. Тогда прибыль от реализации (Π_p) равна:

$$\Pi_p = \Pi_1 + \Pi_{ТВ} - \Pi_2,$$

где Π_1 и Π_2 — прибыль в остатках нереализованной продукции на начало и конец планируемого периода; $\Pi_{ТВ}$ — прибыль от товарного выпуска в расчетном периоде. Тогда бухгалтерская прибыль (прибыль до налогообложения) представляет собой:

$$\text{БП} = \Pi_p \pm \text{ПД},$$

где БП — бухгалтерская прибыль; Π_p — прибыль от реализации продукции; ПД — прочие доходы (за вычетом понесенных прочих расходов).

Метод прямого счета сравнительно прост в использовании и не требует больших затрат труда, если применяют электронно-вычислительную технику. Использование данного метода возможно только в условиях стабильной экономической обстановки, наличия у предприятий заранее сформированного портфеля заказов, цен на продукцию и плановых калькуляций на каждое изделие (группу однородных изделий).

Расчет плановой суммы прибыли от товарного выпуска продукции аналитическим методом посредством использования коэффициента затратоемкости ($K_{зе}$) осуществляют по формулам:

$$K_{зе} = ПС_{рп} / ОР; K_{ипп} = 1 - K_{зе}; П_{тв} = T_{в} \times K_{ипп},$$

где $ПС_{рп}$ – полная себестоимость реализуемой продукции; $ОР$ – плановый объем реализации продукции; $K_{ипп}$ – коэффициент прибыльности продукции, доли единицы; $П_{тв}$ – прибыль от товарного выпуска продукции; $T_{в}$ – плановый товарный выпуск продукции.

Для определения общего размера прибыли от реализации к плановой величине прибыли от товарного выпуска необходимо прибавить прибыль в остатках нереализованной продукции на начало расчетного периода и вычесть прибыль в этих остатках на конец планируемого периода.

Данный метод не трудоемок и используется при разработке планов-прогнозов развития предприятия, так как базой для расчетов служит общий объем товарного выпуска.

При нормативном методе величину прибыли в планируемом периоде рассчитывают на основе установленного руководством предприятия процента рентабельности на всю реализуемую продукцию без учета входных и выходных остатков на начало и конец планируемого периода (например, хлебопекарная и молочная промышленность). Его применяют также строительные компании, которые предусматривают величину прибыли в договорной цене на продукцию строительства. Норму прибыли (в процентах от сметной стоимости прямых затрат и накладных расходов) согласовывают с заказчиком (застройщиком).

Совмещенный (комплексный) метод используют в тех случаях, когда на предприятии выпускают сравнимую (применяют аналитический способ расчета прибыли) и несравнимую (новую) продукции (прибыль по которой вычисляют прямым методом). Остальные методы планирования прибыли обычно рассматривают в специальной финансовой литературе¹.

2.7. Формирование конечного финансового результата в бухгалтерской отчетности

Конечный финансовый результат деятельности предприятия (корпорации) находит отражение в Отчете о прибылях и убытках (форме № 2). В данном отчете показывают несколько видов прибыли.

1. Валовая прибыль (ВП):

$$\begin{aligned} ВП = & \text{Выручка (нетто) от продажи товаров (продукции, работ, услуг) -} \\ & \text{- Себестоимость проданных товаров.} \end{aligned}$$

¹ См.: Бочаров В. В. Финансовый инжиниринг. – СПб.: Питер, 2004. С. 61–67.

По статье «Выручка (нетто) от продажи товаров» отражают выручку от реализации продукции, выполнения работ и оказания услуг, которые признают в бухгалтерском учете как доходы от обычных видов деятельности (согласно ПБУ 9/99 «Доходы организации»).

По статье «Себестоимость проданных товаров» показывают учетные затраты на производство продукции (товаров, работ, услуг), которые признают в учете как расходы организации от обычных видов деятельности (согласно ПБУ 10/99 «Расходы организации»).

2. Прибыль (убыток) от продаж:

$$\text{Прибыль (убыток) от продаж} = \text{ВП} - \text{КР} - \text{УР},$$

где ВП — валовая прибыль; КР — коммерческие расходы; УР — управленческие расходы.

Или:

$$\begin{aligned} \text{Прибыль (убыток) от продаж} &= \\ &= \text{Выручка (нетто) от продажи товаров} - \\ &- (\text{Себестоимость проданных товаров} + \text{Коммерческие расходы} + \\ &+ \text{Управленческие расходы}). \end{aligned}$$

3. Прибыль (убыток) до налогообложения (бухгалтерская прибыль):

$$\begin{aligned} \text{Бухгалтерская прибыль} &= \text{Прибыль (убыток) от продаж} \pm \\ &\pm \text{Сальдо прочих доходов и расходов}. \end{aligned}$$

Состав прочих доходов приведен в ПБУ 9/99, а прочих расходов — в ПБУ 10/99.

Бухгалтерская прибыль представляет собой конечный финансовый результат, выявленный за отчетный период на основе учета всех хозяйственных операций и оценки статей баланса. На ее объем (по плану и по отчету) оказывают влияние следующие факторы:

- ◆ величина прибыли от продажи товаров;
- ◆ положительное (отрицательное) сальдо прочих доходов и расходов.

4. Чистая прибыль, оставшаяся в распоряжении предприятия после налогообложения:

$$\begin{aligned} \text{Чистая прибыль (убыток)} &= \\ &= \text{Бухгалтерская прибыль (убыток)} + \\ &+ \text{Отложенные налоговые активы} - \\ &- \text{Отложенные налоговые обязательства} - \\ &- \text{Текущий налог на прибыль}. \end{aligned}$$

Корректирующие величины определяют в порядке, установленном ПБУ 18/02 «Учет расчетов по налогу на прибыль».

На величину чистой прибыли оказывают влияние следующие факторы:

- ♦ сумма отложенного налогового актива;
- ♦ объем отложенного налогового обязательства;
- ♦ изменение ставки налога на прибыль в отчетном периоде.

В процессе оценки выполнения плана прибыли следует иметь в виду, что прибыль или убыток, выявленные в отчетном году, но относящиеся к операциям прошлых лет, включаются в финансовые результаты отчетного года. Доходы, полученные в отчетном периоде, но относящиеся к следующим отчетным периодам, показывают в балансе отдельной статьей «Доходы будущих периодов» (на счете 98). Они подлежат отнесению на финансовые результаты предприятия при наступлении отчетного периода, к которому они относятся.

В случае продажи и прочего выбытия имущества (основных средств, материальных запасов) доход или убыток по этим операциям относят на финансовые результаты (на счет 99 «Прибыли и убытки»). В бухгалтерском балансе финансовый результат на конец отчетного периода показывают как нераспределенную прибыль (непокрытый убыток). Наличие нераспределенной прибыли на конец отчетного периода служит источником пополнения собственных оборотных средств предприятия, что благоприятно сказывается на его финансовом положении. Наоборот, наличие непокрытого убытка на эту дату негативно влияет на его финансовую устойчивость, снижая величину собственных оборотных средств.

2.8. Использование чистой прибыли

Действующие нормативные правовые акты предоставляют предприятиям (корпорациям) право оперативно маневрировать поступающей в их распоряжение прибылью. Чистая прибыль отчетного года может быть направлена организацией на:

- 1) выплату дивидендов учредителям (участникам) коммерческой организации по итогам утверждения годовой бухгалтерской отчетности;
- 2) выплату причитающихся персоналу сумм премий, материальной помощи, дивидендов;
- 3) пополнение резервного капитала;
- 4) финансирование капитальных вложений с расчетного счета (например, приобретение оборудования, транспортных средств, вычислительной техники и др.);
- 5) увеличение уставного капитала при доведении его размера до величины чистых активов;
- 6) другие цели, предусмотренные учредительными документами (например, передача ее структурным подразделениям, выделенным на отдельный баланс).

На погашение убытков отчетного года могут быть направлены средства:

- ◆ резервного капитала;
- ◆ добавочного капитала;
- ◆ целевые взносы участников простого товарищества.

Движение сумм нераспределенной прибыли или непокрытого убытка предприятие отражает на счете 84 «Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)». Сумму чистой прибыли отчетного года списывают заключительными оборотами декабря в кредит счета 84 в корреспонденции с дебетом счета 99 «Прибыли и убытки». Сумму чистого убытка отчетного года списывают заключительными оборотами декабря в дебет счета 84 в корреспонденции с кредитом счета 99 «Прибыли и убытки». Аналитический учет по счету 84 «Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)» организуют таким образом, чтобы обеспечить обобщение информации по направлениям использования средств. План счетов бухгалтерского учета 2001 года не предусматривает субсчетов к данному счету (84), но в инструкции к нему рекомендуют вести отдельный учет средств нераспределенной прибыли, направленных на создание и приобретение нового имущества и еще не использованных.

Отметим, что увеличение доли собственного капитала за счет нераспределенной прибыли способствует укреплению финансовой независимости предприятия от внешних источников финансирования.

Финансистам необходимо знать эти особенности в учетной политике предприятия, чтобы принимать обоснованные управленческие решения, касающиеся использования средств, образуемых из чистой прибыли.

Эффективность разработанной политики формирования собственных финансовых ресурсов за счет чистой прибыли можно оценить с помощью коэффициента устойчивого экономического роста ($K_{ур}$):

$$K_{ур} = (ЧП - Д) / \overline{СК},$$

где ЧП — чистая прибыль предприятия за расчетный период; Д — сумма дивидендов, выплаченных акционерам за расчетный период; СК — средняя за рассматриваемый период стоимость собственного капитала (итог раздела III баланса); (ЧП — Д) — реинвестируемая чистая прибыль, направленная на финансирование внеоборотных активов.

Показатель выражает устойчивость и перспективы развития предприятия, т. е. какими темпами в среднем увеличивается его экономический потенциал (при условии сравнения данного коэффициента в динамике за ряд периодов).

Глава 3

СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА И УПРАВЛЕНИЕ ЕГО СТРУКТУРОЙ

3.1. Экономическая природа и классификация капитала

Капитал — одно из основных понятий финансового менеджмента. С позиции финансового менеджмента он выражает общую величину средств в денежной, материальной и нематериальной формах, вложенных в активы (имущество) предприятия (корпорации). В рамках корпоративных финансов он характеризует денежные (финансовые) отношения, возникающие между корпорацией и другими субъектами хозяйствования по поводу его формирования и использования. Такие денежные отношения возникают между корпорацией как юридическим лицом и ее акционерами (инвесторами), кредиторами, поставщиками, покупателями продукции (услуг) и государством (уплата налогов и сборов в бюджетную систему).

В результате вложения капитала (пассивов баланса) формируют основной и оборотный капитал. В процессе функционирования основной капитал принимает форму внеоборотных активов, а оборотный капитал — форму оборотных активов.

Отметим следующие характерные признаки капитала.

Капитал — это богатство, используемое для его увеличения (самовозрастания). Только инвестирование капитала в производственно-торговый процесс формирует прибыль предпринимателя. В экономической теории выделяют четыре фактора производства: капитал, землю, рабочую силу и менеджмент (управление производством).

По форме вложения различают предпринимательский и ссудный капиталы. Предпринимательский капитал авансируют в реальные, нематериальные и финансовые активы корпорации с целью извлечения прибыли и получения прав управления ею.

Ссудный капитал — это денежный капитал, предоставленный в кредит возвратности, платности, срочности и обеспеченности залогом. В отличие от предпринимательского ссудный капитал не вкладывается в предприятие, а передается займодавцем (банком) заемщику во временное пользование с целью получения процента. Ссудный капитал выступает на кредитном рынке как товар, а его ценой является процент. Цена капитала

выражает, сколько следует заплатить (отдать денежных средств) за привлечение определенной суммы капитала.

Цена собственного капитала — сумма дивидендов по акциям для акционерного капитала или сумма прибыли, выплаченная по паевым вкладам, и связанных с ними расходов. Цена заемного капитала — сумма процентов, уплаченных за банковский кредит или облигационный заем.

Итак, капитал характеризует источники средств корпорации (ее пассивы), приносящие доход. Капитал выступает основным источником формирования доходов его собственников (акционеров) в текущем и будущем периодах. Он отражает также рыночную стоимость компании. В этом качестве выступает прежде всего собственный капитал, определяющий объем ее чистых активов. Вместе с тем размер используемого собственного капитала характеризует и параметры привлечения заемного капитала, способного приносить дополнительную прибыль.

Динамика капитала — важный измеритель масштаба производственно-коммерческой деятельности корпорации во времени. Способность собственного капитала к самовозрастанию определяет приемлемый объем чистой (нераспределенной) прибыли как приоритетного источника для самофинансирования корпорации. Снижение удельного веса собственного капитала в его общем объеме свидетельствует об усилении финансовой зависимости корпорации от внешних источников поступления средств.

Капитал классифицируют по различным признакам, имеющим практическое значение.

1. По принадлежности корпорации выделяют собственный и заемный капитал. Собственный капитал принадлежит ей на праве собственности и используется для формирования значительной части активов. Заемный капитал отражает привлекаемые для финансирования активов дополнительные денежные средства на возвратной и платной основе. Все формы заемного капитала представляют собой обязательства компании, подлежащие погашению в установленные сроки. Краткосрочный заемный капитал (включая кредиторскую задолженность) направляют на покрытие оборотных активов.
2. По целям инвестирования выделяют производственный, ссудный и спекулятивный капитал. Спекулятивный капитал появляется на вторичном фондовом рынке вследствие существенного завышения цены обращающихся акций. Основная цель спекулятивных операций — извлечение максимального дохода (прибыли).
3. По формам инвестирования различают капитал в денежной, материальной и нематериальной формах, используемый для формирования уставного (складочного) капитала хозяйственных товариществ и обществ. Однако для целей бухгалтерского учета он получает конкретную стоимостную оценку.

4. По объектам инвестирования различают основной и оборотный капитал.
5. По формам собственности выделяют государственный, частный и смешанный капитал.
6. По организационно-правовым формам деятельности различают акционерный, паевой (складочный) и индивидуальный капитал, принадлежащий семейным хозяйствам.
7. По характеру участия в производственном процессе капитал подразделяют на функционирующий и бездействующий (основные средства, находящиеся в ремонте, резерве, на консервации, в незавершенном строительстве).
8. По характеру использования собственниками (владельцами) выделяют потребляемый и накапливаемый (реинвестируемый) капитал. К потребляемому капиталу относят суммы, направляемые на выплату дивидендов и другие выплаты социального характера. К реинвестируемому капиталу относят нераспределенную прибыль отчетного года.
9. По источникам привлечения в экономику страны — отечественный и иностранный капитал.

На практике существуют и иные классификации капитала (например, легальный и теневой и т. д.). Среднюю продолжительность оборота капитала выражают коэффициентом оборачиваемости и длительностью одного оборота в днях за расчетный период:

$$K_{\text{ок}} = \text{ВР} / \bar{K}; \text{П}_{\text{од}} = \text{Д} / K_{\text{ок}}; K_{\text{ке}} = \bar{K} / \text{ВР},$$

где $K_{\text{ок}}$ — коэффициент оборачиваемости капитала, число оборотов; ВР — выручка (нетто) от реализации товаров; \bar{K} — средняя стоимость капитала за расчетный период; $\text{П}_{\text{од}}$ — продолжительность одного оборота, дни; Д — количество дней в расчетном периоде (365 дней — за год; 90 дней — за квартал); $K_{\text{ке}}$ — коэффициент капиталоемкости объема производства (продаж) товаров в расчетном периоде, доли единицы.

Таким образом, капитал — это богатство, предназначенное для собственного увеличения, и основной фактор производства. Только инвестирование капитала в производственно-торговый процесс приносит его собственнику дополнительный доход в форме прибыли.

3.2. Ключевые принципы формирования капитала

Целенаправленное формирование и использование капитала корпорации определяет эффективность ее финансово-хозяйственной деятельности. Основная цель формирования капитала — удовлетворение потребностей компании в источниках финансирования ее активов. На основа-

нии этой главной цели процесс формирования базируется на следующих принципах:

Во-первых, учет перспектив развития корпорации. Обеспечение данной стратегии формирования капитала достигается путем включения в бизнес-план проекта по созданию нового производства (филиала) расчетов, связанных с его финансированием, и прежде всего за счет собственных источников (амортизационных отчислений и чистой прибыли).

Модель стратегического планирования капитала по реализации инвестиционного проекта представлена на рис. 3.1.

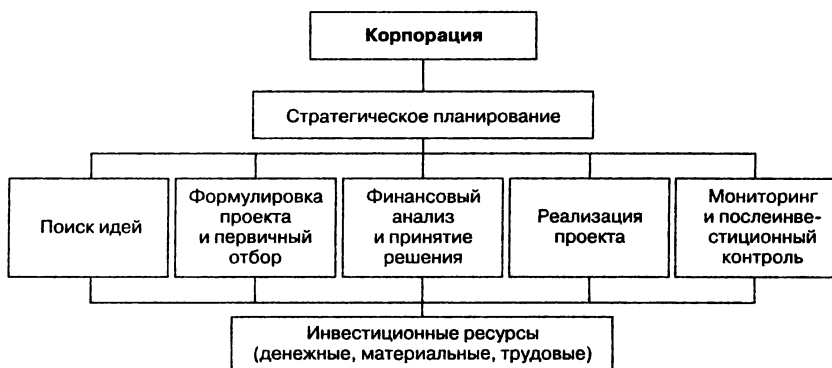


Рис. 3.1. Модель инвестиционного проекта

Во-вторых, достижение соответствия между объемами привлекаемого капитала и формируемых активов корпорации. Общую потребность в капитале для создания нового производства (филиала) подразделяют на две группы:

- 1) предпроектные расходы, не предусмотренные в сводном сметном расчете стоимости строительства;
- 2) проектные расходы, включенные в сводный сметный расчет стоимости строительства.

Предпроектные расходы необходимы для разработки бизнес-плана и связанных с этим исследований. Данные расходы носят разовый характер и невелики по объему. Проектные расходы необходимы для формирования основного и оборотного капитала нового предприятия или филиала (например, на приобретение оборудования, транспортных средств, вычислительной техники и т. д.).

В-третьих, обеспечение оптимальной структуры капитала с позиции эффективности его использования. Она представляет собой соотношение между собственными и заемными средствами, используемыми в произ-

водственно-коммерческой деятельности. Структура капитала оказывает существенное влияние на результаты текущей, инвестиционной и финансовой деятельности корпорации, а также на рентабельность активов и собственного капитала.

В пассиве баланса в аналитических целях капитал группируют по времени погашения обязательств следующим образом:

- 1) краткосрочные пассивы;
- 2) долгосрочные пассивы;
- 3) собственный капитал.

Краткосрочные пассивы — это обязательства, которые покрываются оборотными активами или погашаются в результате образования новых краткосрочных обязательств. Они погашаются обычно в течение непродолжительного периода (не более одного года). Выделение краткосрочных обязательств в отдельную группу важно для мониторинга ликвидности баланса.

Долгосрочные пассивы — это обязательства, которые должны быть погашены в течение срока, превышающего один год. Основные виды этих обязательств — долгосрочные займы и кредиты.

Собственный капитал характеризует источники собственных средств корпорации. В их состав входят: уставный, резервный и добавочный капитал, а также нераспределенная прибыль отчетного года. Данные статьи характеризуют сумму чистых активов акционерного общества.

В-четвертых, обеспечение минимизации затрат на формирование капитала из различных источников, что достигается в процессе управления его стоимостью и структурой.

В-пятых, обеспечение рационального использования капитала в процессе хозяйственной деятельности. Данный принцип реализуют с помощью максимизации рентабельности собственного капитала при минимизации финансового риска.

Среди методов управления формированием капитала наиболее сложными являются проблемы минимизации стоимости (цены) капитала и оптимизации его структуры, которые требуют более детального рассмотрения.

3.3. Концепция стоимости капитала

Управление капиталом (пассивами баланса) осуществляют с помощью оценки его стоимости.

Стоимость капитала выражает его цену, которую корпорация уплачивает за его привлечение из различных источников. Концепция подобной оценки исходит из того, что капитал как один из ключевых факторов

производства имеет определенную стоимость, которая существенно влияет на уровень текущих и инвестиционных расходов корпоративной группы. Данная концепция — одна из базовых в системе управления корпоративными финансами. С. Росс полагал, что «стоимость капитала в первую очередь зависит от метода использования займов, а не от их источника»¹. Следует также учитывать, что инвестирование капитала зависит также от уровня риска, связанного с его размещением. При использовании корпорацией собственных средств и займов общая стоимость капитала будет равна суммарной прибыли, необходимой для выплаты компенсации владельцам акций и кредиторам. Иными словами, стоимость капитала будет отражать цену акционерного капитала и цену долговых обязательств компании.

По Ван Хорну «Стоимость капитала (Cost of Capital) — требуемая поставщиками капитала ставка доходности для различных типов финансирования бизнеса. Стоимость капитала фирмы в целом представляет собой средневзвешенное отдельных значений требуемых ставок доходности (затрат на привлечение капитала)»².

Стоимость акционерного капитала — требуемая владельцами акций компании-эмитента ставка доходности по их финансовым инвестициям.

Стоимость заемного капитала — требуемая ставка доходности по инвестициям кредиторов компании (банков и облигационеров). Стоимость нераспределенной прибыли обычно приравнивают к цене акционерного капитала.

Стоимость капитала компании в целом выражает пропорциональное значение стоимостей различных источников финансирования ее коммерческой деятельности.

На практике не только отдельные виды капитала имеют различную стоимость, но и цена отдельного компонента (акции или корпоративной облигации) колеблется в данном релевантном периоде. Это связано с изменением требуемой владельцу капитала ставки доходности. Например, если в момент размещения стоимость облигационного займа соответствовала номиналу, то необходимая кредиторам (облигационерам) доходность была аналогична купонной годовой доходности. Однако купонная ставка остается стабильной. Если необходимая доходность превышает купонную ставку, то облигация будет продана на рынке с дисконтом, т. е. ниже номинала. Для акционерной компании-эмитента подобная процедура выгодна, так как плата за обслуживание облигационного займа меньше, чем требуемая доходность на фондовом рынке.

¹ Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б. Основы корпоративных финансов / Пер. с англ. — М.: Лаборатория базовых знаний, 2000. С. 431.

² Ван Хорн Л. К., Вахоиш Д. М. (мл.). Основы финансового менеджмента / Пер. с англ. — М.: Вильямс, 2004. С. 528.

Иная ситуация складывается с обыкновенными акциями, колебания курсовой стоимости которых непосредственно не отразятся на величине уставного капитала эмитента. Объем последнего изменится только в результате принятых руководством акционерной компании решений по его регулированию (увеличению или снижению).

Стоимость капитала корпорации выступает критерием эффективности капиталовложений в процессе реального инвестирования. Уровень стоимости капитала принимают в размере ставки дисконтирования, по которой сумму инвестиционных затрат и будущих денежных поступлений по проекту приводят к настоящей стоимости. Если приведенная стоимость будущих денежных поступлений будет выше дисконтированных капиталовложений, то корпорация получит прибыль от проекта, а при обратном соотношении — убыток. Кроме того, параметр стоимости капитала служит базой для сравнения с внутренней нормой доходности (ВНД) по данному проекту. Если ВНД ниже, чем показатель стоимости (цены) капитала, подобный инвестиционный проект не принимают к реализации.

Стоимость капитала акционерной компании выступает базовым критерием для измерения эффективности финансовых инвестиций. При оценке доходности отдельных финансовых инструментов (акций и облигаций) базой сравнения является стоимость (цена) капитала. Индикатор стоимости капитала позволяет оценить не только реальную рыночную стоимость и доходность отдельных видов эмиссионных ценных бумаг, но и определить наиболее перспективные направления финансового инвестирования. Кроме того, данный показатель служит мерой оценки прибыльности образованного корпорацией портфеля фондового портфеля.

Стоимость капитала в разрезе отдельных его элементов (собственного и заемного) используют в процессе управления его структурой с помощью коэффициентов задолженности и финансирования:

$$K_{\text{зал.}} = ЗК / СК; K_{\text{фин.}} = СК / ЗК.$$

При коэффициенте задолженности более 1,0 и коэффициенте финансирования менее 1,0 корпорация утрачивает финансовую независимость и имеет значительные расходы по обслуживанию долга перед кредиторами в форме процентных платежей.

Стоимость (цена) капитала корпорации выступает критерием эффективности лизинговых операций, т. е. выбора между единовременной оплатой приобретаемого оборудования или взятием его в долгосрочную аренду с правом последующего выкупа (финансовый лизинг). Если стоимость обслуживания лизинга превышает цену капитала корпорации, то применение финансового лизинга становится невыгодным. Лучше произвести в этом случае единовременную оплату приобретаемого оборудования. Показатель стоимости капитала служит инструментом обоснования управленческих решений по вопросам слияния и поглощения компаний. Дан-

ную эффективность обеспечивают при условии, что уровень стоимости капитала поглощающей компании будет ниже цены капитала поглощаемой фирмы. Такого снижения стоимости капитала вновь создаваемой компании достигают посредством оптимизации его структуры, использования эффектов синергизма и налоговой экономии.

Наконец, стоимость капитала является измерителем рыночной цены фирмы. Снижение цены капитала приводит к росту ее рыночной стоимости, и наоборот. Особенно наглядно эта зависимость отражается на деятельности акционерного общества, цена акций которого поднимается или снижается на организованном фондовом рынке, что влияет на стоимость его капитала. В первом случае оно привлекательно для инвесторов и кредиторов, а во втором — нет.

Таким образом, управление стоимостью капитала — необходимое условие повышения рыночной цены компании и роста благосостояния ее собственников (акционеров) и персонала.

3.4. Средневзвешенная и предельная стоимость капитала

Исходя из продолжительности функционирования в данной конкретной форме, активы и пассивы корпорации классифицируют на краткосрочные и долгосрочные. Мобилизация того или иного элемента пассивов (источников средств) для финансирования активов связана с определенными расходами:

- 1) акционерам необходимо выплачивать дивиденды;
- 2) владельцам корпоративных облигаций — проценты;
- 3) банкам — проценты за предоставленные ими кредиты и т. д.

Структура источников финансирования активов существенно различается по видам предприятий и сферам предпринимательской деятельности. Неодинакова также цена привлечения каждого источника средств. Поэтому интегральным (обобщающим) измерителем стоимости капитала служит его средневзвешенная стоимость (*Weighted Average Cost of Capital, WACC*).

Средневзвешенная стоимость капитала (*WACC*) выражает минимальную норму прибыли, которую ожидают инвесторы от своих вложений. Выбранные для реализации проекты должны иметь хотя бы не меньшую доходность, чем *WACC*. Устанавливают *WACC* как средневзвешенную величину индивидуальных стоимостей (цен), в которые обходится корпорации привлечение различных источников средств: акционерного капитала, облигационных займов, банковских кредитов, нераспределенной прибыли и др.

В отличие от внешних источников долевого и долгового финансирования нераспределенная прибыль служит внутренним источником. На первый взгляд кажется, что это бесплатный источник, не связанный с финансовым рынком. Чистая (нераспределенная) прибыль (после налогообложения) принадлежит владельцам компании (ее акционерам). Именно они решают, вложить ли денежные средства в производство или направить их на выплату дивидендов. В результате нераспределенную прибыль рассматривают как собственный капитал, вкладывая в который, акционеры желают получить дополнительный доход (прибыль). Поэтому стоимость нераспределенной прибыли обычно приравнивают к стоимости капитала, полученного от размещения обыкновенных акций. Компания-эмитент вынуждена нести дополнительные расходы, связанные с размещением нового выпуска акций. При мобилизации внутренних источников финансирования (нераспределенной прибыли) эти расходы отсутствуют.

Стандартная формула для вычисления $WACC$ следующая:

$$WACC = \sum_{i=1}^n \Pi_i \times Y_i,$$

где Π_i — цена i -го источника средств, %; Y_i — удельный вес i -го источника средств в их общем объеме, доли единицы; n — количество источников средств ($i = 1, 2, 3... n$).

С позиции риска $WACC$ устанавливают как безрисковую часть нормы прибыли на вложенный капитал (обычно равна средней норме доходности по государственным ценным бумагам).

Концепция $WACC$ многогранна и связана со многими финансовыми вычислениями. В повседневной практике возможен экспресс-метод, в котором за $WACC$ принимают среднюю ставку банковского процента (K_e) по рублевым, валютным кредитам и депозитам. Подобный подход вполне логичен, так как при выборе варианта инвестирования ожидаемая рентабельность инвестиций (P_i) должна быть выше средней процентной ставки за кредит ($P_i > K_e$).

$WACC$ используют для принятия управленческих решений (инвестиционных и финансовых) при:

- 1) дисконтировании денежных потоков по реальному проекту в процессе приведения их будущей стоимости к настоящей и определения чистого приведенного эффекта (Net Present Value, NPV). Если NPV больше нуля, то проект допускают к дальнейшему рассмотрению;
- 2) сравнении $WACC$ с внутренней нормой доходности (Internal Rate of Return, IRR) проекта. Если $IRR > WACC$, то проект может быть одобрен как обеспечивающий интересы инвесторов и кредиторов. При $IRR = WACC$ инвестор безразличен к данному проекту.

При условии $IRR < WACC$ проект отвергают как убыточный для инвестора;

- 3) решении вопроса о слиянии или поглощении компании;
- 4) текущей оценке капитала предприятия (принимая ставку дисконтирования денежных потоков, получаемых всеми владельцами капитала);
- 5) принятии финансовых решений (например, об обмене прежних облигаций на облигации нового выпуска, обосновании величины чистого оборотного капитала и т. д.).

Пример

Исходные данные для расчета $WACC$ представлены в табл. 3.1.

Таблица 3.1. Расчет $WACC$ по ОАО

Источники средств	Средняя стоимость источника для ОАО, %	Удельный вес источника в пассиве баланса, доли единицы
1. Обыкновенные акции	16	0,5
2. Привилегированные акции	13	0,1
3. Корпоративные облигации	8	0,05
4. Долгосрочные кредиты банков	12	0,15
5. Кредиторская задолженность	3	0,2
Итого	–	1,0

$$WACC = 16\% \times 0,5 + 13\% \times 0,1 + 8\% \times 0,05 + 12\% \times 0,15 + 3\% \times 0,2 = 12,1\%.$$

Учетная ставка Центрального банка России на 2007 г. установлена в 10,5%. Если кредит выдают по учетной ставке, то привлечение капитала по $WACC = 12,1\%$ для ОАО невыгодно. Однако следует принимать во внимание и среднюю процентную ставку, сложившуюся на региональном кредитном рынке. Если она ниже, чем $WACC$, то подобное соотношение неблагоприятно для акционерного общества, и наоборот.

Взаимосвязь оценки текущей и будущей стоимости капитала корпорации обеспечивают с помощью показателя предельной стоимости капитала (*Marginal Cost of Capital, MCC*). Он характеризует прирост к сумме каждой новой его единицы, дополнительно привлекаемой в хозяйственный оборот. Предельная стоимость капитала выражает те затраты, которые компания вынуждена будет понести для воспроизводства требуемой структуры капитала при сложившихся условиях финансового рынка. Например, корпорация предполагает реализовать новый инвестиционный проект по освоению нефтегазового месторождения. Для этого необходи-

мо привлечь дополнительные источники финансирования, которые можно получить только на финансовом рынке. В данном случае прогнозная стоимость капитала, которая и будет считаться предельной, может существенно отличаться от текущей рыночной оценки. Расчет предельной стоимости капитала (MCC) осуществляют по формуле:

$$MCC = \Delta WACC / \Delta C,$$

где $\Delta WACC$ — прирост средневзвешенной стоимости капитала в прогнозном периоде, %; ΔC — прирост объема всего капитала, дополнительно привлекаемого корпорацией в прогнозном периоде, %.

Пример

В будущем году ожидают, что прирост $WACC$ составит 4%, а всего капитала — 2,0%. Тогда MCC будет равен 2,0% (4,0 / 2,0).

Привлечение дополнительного капитала за счет собственных и заемных средств на каждом этапе развития компании имеет свои пределы. Так, рост собственного капитала за счет чистой прибыли ограничен ее объемом. Увеличение выпуска эмиссионных ценных бумаг сверх емкости фондового рынка возможно только компанией-эмитентом при высоком уровне дивидендных и процентных выплат акционерам и облигационерам. Привлечение дополнительного банковского кредита сопровождается повышением кредитного и процентного рисков для заимодавцев. Кроме того, кредитные ресурсы коммерческих банков не безграничны. Подобную ситуацию на кредитном рынке руководство корпорации должно учитывать в процессе принятия управленческих решений.

Предельную стоимость капитала рекомендуют сравнивать с ожидаемой нормой прибыли по отдельным финансовым операциям и проектам, для осуществления которых требуется дополнительное привлечение капитала. Для определения границы эффективности использования дополнительно привлеченного капитала применяют показатель предельной эффективности капитала (ПЭК):

$$ПЭК = \Delta P_k / \Delta WACC,$$

где ΔP_k — прирост уровня рентабельности всего капитала, %; $\Delta WACC$ — прирост средневзвешенной стоимости капитала, %.

Пример

По прогнозу корпорации на следующий год ΔP_k составит 6%, а прирост $WACC$ — 4%. Тогда $ПЭК = 1,5\%$ (6 / 4).

Рассмотренные критерии оценки позволяют осуществлять сравнительный анализ капитала, дополнительно привлекаемого из различных источников (внутренних и внешних), для финансирования деятельности корпорации.

3.5. Понятие финансовой структуры капитала

Концепцию структуры капитала считают одной из ключевых и самых сложных при управлении финансами корпорации. При формировании структуры капитала финансовый директор должен установить, какие источники финансирования активов в наибольшей степени максимизируют стоимость (ценность) компании.

Структура капитала оказывает непосредственное влияние на принятие инвестиционных решений собственниками и финансовыми менеджерами корпорации. С уставным капиталом связано принятие решений по дополнительной эмиссии акций с целью его увеличения. Для резервного капитала характерны решения по его использованию на покрытие возникших убытков. С нераспределенной прибылью связаны решения по ее инвестированию на расширение основного капитала. Для долгосрочных обязательств характерны решения по финансированию внеоборотных активов, а для краткосрочных обязательств — по формированию оборотных активов.

На практике под структурой капитала понимают соотношение между всеми собственными и заемными источниками средств (включая кредиторскую задолженность), т. е. его финансовую структуру. Поясним более подробно.

Финансовая структура подразумевает способ финансирования производственно-коммерческой деятельности корпорации. Любая компания может финансировать свои активы четыремья основными методами:

- ♦ за счет собственных доходов — за счет выручки (нетто) от продаж и прочих доходов;
- ♦ через эмиссию акций;
- ♦ посредством привлечения займов и кредитов с финансового рынка;
- ♦ комбинированным (смешанным) способом.

Если исходить из стандартов бухгалтерского учета, принятых в России, под финансовой структурой капитала следует понимать удельный вес собственного капитала, долгосрочных и краткосрочных обязательств в общем объеме пассива баланса.

Для определения общего размера мобилизованного капитала используют частный показатель — объем капитализации, который численно равен сумме акционерного капитала и долгосрочных обязательств. В состав акционерного капитала включают уставный и резервный капитал, а долгосрочных обязательств — долгосрочные кредиты банков и облигационные займы со сроком погашения свыше одного года.

Соотношение между отдельными элементами объема капитализации называют капитализированной структурой капитала. Отношение одного из элементов показателя капитализации (стоимости эмитированных обыкновенных и привилегированных акций и корпоративных облига-

ций) к общей его величине позволяет вычислить коэффициенты капитализации, характеризующие степень привлечения тех или иных собственных и заемных источников финансирования.

Основные финансовые коэффициенты, определяющие структуру капитала, следующие:

$$K_1 = AK / ДЗК; K_2 = AK / (ДЗК + КЗК); K_3 = СК / ЗК,$$

где K_1 — показывает соотношение между акционерным капиталом (АК) и долгосрочным заемным капиталом (ДЗК); K_2 — коэффициент, отражающий соотношение между акционерным капиталом, долгосрочным заемным капиталом и краткосрочным заемным капиталом (КЗК); K_3 — коэффициент, показывающий соотношение между собственным капиталом (СК) и заемным капиталом (ЗК).

Компания, привлекающая капитал только через эмиссию обыкновенных акций, имеет упрощенную структуру капитала. Те же фирмы, которые значительную часть своих пассивов образуют за счет заемных средств (банковских кредитов и облигационных займов), как правило, имеют более сложную структуру капитала. В процессе оценки инвестиционной привлекательности они получают более низкий кредитный рейтинг, чем компании, использующие только собственные средства. Уровень долгосрочной задолженности, превышающий 30–35%, обычно рассматривают как рискованный¹.

Собственные и заемные источники различают по целому ряду признаков. Собственный капитал предоставляет владельцу право на прямое участие в управлении делами акционерной компании, получение части чистой прибыли в форме дивидендов. Однако не определены сроки возврата вложенного капитала и отсутствуют льготы по налогу на прибыль.

Заемный капитал дает право кредиторам на первоочередное получение процентных платежей по кредитам и займам. Срок возврата кредита зафиксирован в кредитном договоре с банком или в проспекте эмиссии облигаций. Владелец заемного капитала получает также право на налоговую экономию, поскольку проценты по кредитам и займам выплачивают из прибыли от продаж до налогообложения (в бухгалтерском учете их включают в состав прочих расходов).

Следовательно, структура капитала оказывает непосредственное влияние на финансовые результаты хозяйственной деятельности предприятия (корпорации). Соотношение между собственным и заемным капиталом служит одним из важных аналитических показателей, показывает степень риска инвестирования в данную компанию.

¹ Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг. — М.: Финансы и статистика, 1992. С. 205.

3.6. Модели оценки оптимальной структуры капитала

Оптимальная структура капитала выражает такое соотношение использования собственного и заемного капитала, при котором обеспечивают наиболее эффективную взаимосвязь коэффициентов рентабельности собственного капитала и задолженности и тем самым максимизируют рыночную стоимость предприятия (корпорации). Процесс оптимизации структуры осуществляют в следующей последовательности.

1. Анализ состава капитала в динамике за ряд периодов (кварталов, лет), а также тенденций изменения его структуры. В процессе аналитической работы рассматривают такие параметры, как коэффициенты финансовой независимости, задолженности, финансирования, соотношения между долгосрочными и краткосрочными обязательствами и др. Далее изучают показатели оборачиваемости и доходности собственного и заемного капитала.

2. Оценка основных факторов, определяющих структуру капитала. К ним относятся:

- ◆ отраслевые особенности хозяйственной и финансовой деятельности;
- ◆ стадии жизненного цикла компании;
- ◆ конъюнктура товарного и финансового рынков;
- ◆ уровень прибыльности текущей (операционной) деятельности;
- ◆ налоговая нагрузка на предприятие;
- ◆ степень концентрации акционерного капитала (стремление первоначальных собственников сохранить контрольный пакет акций) и др.

С учетом перечисленных факторов управление структурой капитала предполагает решение двух основных задач:

- ◆ установление приемлемых пропорций использования собственного и заемного капитала;
- ◆ обеспечение в случае необходимости притока дополнительного внутреннего или внешнего капитала.

3. Оптимизация структуры капитала по критерию доходности собственного капитала. Расчет оптимальной структуры капитала рекомендуют проводить на базе многовариантного расчета.

Пример

Корпорация располагает собственным капиталом в 108 млн руб. и предполагает увеличить объем продаж за счет привлечения заемных средств. Рентабельность активов равна 20%. Минимальная процентная ставка за банковский кредит — 12%. Требуется установить, при какой структуре капитала будет достигнут наибольший прирост рентабельности собственного капитала. Вариантные расчеты этого показателя приведены в табл. 3.2.

Таблица 3.2. Вариантные расчеты чистой рентабельности собственного капитала при различных значениях коэффициента задолженности

№ п/п	Показатели	Варианты						
		I	II	III	IV	V	VI	VII
1	Собственный капитал, млн руб.	108,0	108,0	108,0	108,0	108,0	108,0	108,0
2	Объем заемного капитала, млн руб.	–	27,0	54,0	108,0	135,0	162,0	216,0
3	Общий объем капитала (стр. 1 + стр. 2), млн руб.	108,0	135,0	162,0	216,0	243,0	270,0	324,0
4	Коэффициент активов (ЗК / СК)	–	0,25	0,5	1,0	1,25	1,5	2,0
5	Рентабельность активов (Активы = Пассивам), %	20	20	20	20	20	20	20
6	Минимальная ставка процента за кредит, %	–	12	12	12	12	12	12
7	Процентная ставка за кредит с учетом премии за риск, %	–	12,0	12,5	13,0	13,5	14,0	14,5
8	Бухгалтерская прибыль с учетом процентов за кредит, (стр. 3 × стр. 5 : 100), млн руб.	21,6	27,0	32,4	43,2	48,6	54,0	64,8
9	Сумма процентов за кредит (стр. 2 × стр. 7 : 100), млн руб.	–	3,24	6,75	14,04	18,23	22,68	31,32
10	Бухгалтерская прибыль без суммы процентов за кредит (стр. 8 – стр. 9), млн руб.	21,6	23,76	25,65	29,16	30,37	31,32	33,48
11	Ставка налога на прибыль, доли единицы	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24
12	Сумма налога на прибыль (стр. 10 × стр. 11), млн руб.	5,18	5,7	6,16	7,0	7,29	7,52	8,04
13	Чистая прибыль (стр. 10 – стр. 12), млн руб.	16,42	18,06	19,49	22,16	23,08	23,8	25,44
14	Чистая рентабельность собственного капитала (стр. 13: стр. 1 × 100)	15,2	16,72	18,05	20,52	21,37	22,04	23,56
15	Прирост чистой рентабельности собственного капитала, %	–	1,52	2,33	2,47	0,85	0,67	1,52

Как следует из приведенных данных, наибольший прирост чистой рентабельности собственного капитала (2,47%) был получен в варианте IV. В дальнейшем он отсутствует, так как коэффициент задолженности достиг своего оптимального значения 1,0 (108 / 108) и новые заимствования нецелесообразны. Необходимое условие прироста данного показателя –

превышение рентабельности активов над средним значением процентной ставки за кредит. Именно такой максимальный результат получен в варианте IV ($20\% > 13\%$).

Таким образом, проведение многовариантных расчетов с использованием приведенных в табл. 3.2 параметров позволяет установить оптимальную структуру источников средств компании, которая приводит к максимизации прироста чистой рентабельности собственного капитала.

4. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации его стоимости (цены) базируется на предварительной оценке собственных и заемных средств при разных условиях их привлечения и вариантных расчетах средневзвешенной стоимости капитала (*WACC*). При расчете оптимальной структуры капитала необходимо установить, при какой его величине будет достигнута минимальная цена средневзвешенной стоимости корпоративного капитала. Обычно данная структура равна единице, т. е. 50% пассива баланса приходится на собственные источники, а 50% — на заемные источники финансирования активов корпорации.

5. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации финансового риска связана с выбором наиболее дешевых и менее рискованных источников покрытия активов.

Для достижения поставленной цели все активы систематизируют на три группы:

- 1) внеоборотные (капитальные) активы;
- 2) стабильная часть оборотных активов;
- 3) варьирующая часть оборотных активов.

На практике применяют три различных подхода к финансированию неоднородных по экономической природе групп активов за счет источников средств предприятия: консервативный, умеренный и агрессивный. При консервативном подходе примерно 50% варьирующей части оборотных активов формируют за счет краткосрочных обязательств. Остальные 50% переменной части, а также 100% стабильной суммы оборотных активов и внеоборотных активов покрывают собственным капиталом и долгосрочными обязательствами.

При умеренном подходе 100% варьирующей (переменной) части оборотных активов образуют за счет краткосрочных обязательств, а 100% стабильной (постоянной) части — за счет собственных средств корпорации. Внеоборотные активы возмещают за счет части собственного капитала и долгосрочных обязательств.

При агрессивном подходе 100% варьирующей части и 50% стабильной части оборотных активов покрывают за счет краткосрочных обязательств. Остальные 50% постоянной части оборотных активов и внеоборотные активы формируют за счет собственного капитала и долгосрочных обязательств.

Пример

Необходимо оптимизировать структуру капитала акционерной компании по критерию минимизации уровня финансового риска.

Исходные данные:

- 1) прогноз среднегодовой стоимости внеоборотных активов — 64,8 млн руб.;
- 2) постоянная часть оборотных активов — 43,2 млн руб.;
- 3) максимальная дополнительная потребность в оборотных активах в период сезонного производства (6 мес.) — 54,0 млн руб.;
- 4) общий объем активов — 162,0 млн руб. ($64,8 + 43,2 + 54,0$).

Решение

1. При консервативном подходе к финансированию активов собственный капитал должен составлять 135,0 млн руб. ($64,8 + 43,2 + 54,0 \times 0,5$).
2. Заемный капитал должен быть равен 27,0 млн руб. ($54,0 : 2$).
3. Среднегодовая структура капитала, минимизирующая уровень финансового риска:

Собственный капитал — 83,3% ($135,0 / 162 \times 100$).

Заемный капитал — 16,7% ($27,0 / 162,0 \times 100$).

Исходя из своего отношения к риску собственники и финансовые менеджеры корпорации вправе выбрать один из рассматриваемых вариантов финансирования активов. В современных условиях коммерческие банки сравнительно редко предоставляют предприятиям долгосрочные кредиты (на срок свыше одного года) на строительство объектов производственного назначения. Поэтому выбранная модель должна учитывать наиболее оптимальное соотношение между собственным и заемным капиталом с учетом особенностей деятельности каждого экономического субъекта.

3.7. Роль экономической добавленной стоимости в управлении капиталом

В последние годы многие зарубежные ученые-экономисты уделяют много внимания концепции экономической добавленной стоимости (Economic Value Added, *EVA*). Она позволяет ориентировать корпоративные цели в процессе принятия управленческих решений на интересы инвесторов (акционеров).

Согласно концепции *EVA*, стоимость компании выражает ее балансовую оценку, увеличенную на текущую стоимость будущих доходов. Таким образом *EVA* определяет рыночную стоимость акций компании, которая обусловлена ее инвестиционной активностью на финансовом рынке за счет собственных и заемных средств.

Акционеры должны получить приемлемую компенсацию за принятый ими финансовый риск. Другими словами, собственный (акционерный) капитал должен обеспечить, по крайней мере, ту же самую норму возврата, как и при аналогичных условиях инвестирования на рынке капитала. Если данное условие не соблюдается, то отсутствует реальная прибыль, и акционеры не видят конкретных выгод от текущей и инвестиционной деятельности акционерной компании. Если EVA равна нулю, то это является определенным достижением, так как акционеры получили норму возврата, которая компенсировала им финансовый риск. Положительное значение показателя ($EVA > 0$) характеризует эффективное использование капитала.

Стандартные формулы для расчета EVA следующие:

$$EVA = EBIT \times (1 - T) - WACC \times IC$$

или:

$$EVA = (ROI - WACC) \times IC,$$

где $EBIT$ — операционная прибыль (прибыль до выплаты процентов и налога на прибыль); T — ставка налога на прибыль, доли единицы; ROI — рентабельность инвестированного капитала, %; $WACC$ — средневзвешенная стоимость капитала, %; IC — объем инвестированных средств в денежном выражении.

Пример

ОАО располагает следующими данными: посленалоговая прибыль от хозяйственных операций (чистая прибыль) — 21,6 млн руб.; $WACC$ — 10,5%; ROI — 12,6%; объем инвестиций (IC) — 171,0 млн руб.

$$EVA = 21,6 - 10,5\% \times 171,0 \text{ млн руб.} = 3,6 \text{ млн руб.}$$

или

$$EVA = (12,6\% - 10,5\%) \times 171,0 \text{ млн руб.} = 3,6 \text{ млн руб.}$$

Данную величину (3,6 млн руб.) можно считать реальной прибылью акционерной компании после вычета стоимости капитала, который должен быть выплачен владельцам акций и корпоративных облигаций. Из расчета можно сделать вывод о том, что компания должна иметь положительную величину посленалоговой прибыли, что тем не менее может стать отрицательным значением экономической добавленной стоимости (если $WACC > ROI$).

Параметр EVA (и его модификации MVA и CVA) используют многие зарубежные корпорации в практической деятельности на рынке капитала.

Глава 4

ПОЛИТИКА ПРИВЛЕЧЕНИЯ ЗАЕМНЫХ СРЕДСТВ

4.1. Состав заемного капитала и оценка стоимости его привлечения

В состав корпоративного заемного капитала включают:

- ♦ краткосрочные кредиты и займы;
- ♦ долгосрочные кредиты и займы;
- ♦ кредиторскую задолженность как форму привлеченных средств.

Краткосрочные кредиты и займы служат источником формирования оборотных активов. Предоплату рассматривают как беспроцентный кредит поставщикам, который часто становится причиной неплатежей в хозяйстве. Западные корпорации редко используют данную форму оплаты товаров и услуг.

Задолженность предприятия-заемщика заимодавцам по полученным кредитам и займам в бухгалтерском учете разделяют на краткосрочную и долгосрочную. Задолженность может быть срочной и просроченной. *Краткосрочной* считают задолженность по полученным кредитам и займам, срок погашения которой, согласно условиям договора, не превышает 12 месяцев. *К долгосрочной* относят задолженность по полученным кредитам и займам, срок погашения которой по условиям договора превышает 12 месяцев. *Срочной* считают задолженность по полученным кредитам и займам, срок погашения которой по условиям договора не наступил или продлен (пролонгирован) в установленном порядке.

Просроченной считают задолженность по полученным кредитам и займам, договорной срок погашения долга по которым истек.

Исходя из учетной политики, заемщик вправе осуществлять перевод долгосрочной задолженности в краткосрочную или учитывать находящиеся в его распоряжении заемные средства, срок погашения которых по договору займа или кредита превышает 12 месяцев, до истечения указанного срока в составе долгосрочной задолженности. При выборе первого варианта перевод долгосрочной задолженности по полученным кредитам и займам в краткосрочную заемщик производит в момент, когда по условиям кредитного договора до возврата основной суммы долга остается один год. Заемщик обязан по истечении срока платежа перевести срочную

задолженность в просроченную. Такой перевод осуществляют в день, следующий за днем, когда по условиям договора кредита или займа необходимо возвратить основную сумму долга.

Акционерным обществам предоставлено право осуществлять привлечение заемных средств путем выдачи векселей, выпуска и продажи корпоративных облигаций, которые называют выданными заемными обязательствами.

Краткосрочные кредиты и займы отражают в бухгалтерском балансе как краткосрочные обязательства, которые формируют оборотный капитал заемщика. Сумму задолженности по полученным кредитам и займам отражают с учетом причитающихся на конец отчетного периода к уплате процентов. Суммы полученных предприятием-заемщиком краткосрочных кредитов и займов показывают по кредиту счета 66 «Расчеты по краткосрочным кредитам и займам» и дебету счетов по учету денежных средств. Причитающиеся по полученным кредитам и займам проценты к уплате отражают по кредиту счета 66 «Расчеты по краткосрочным кредитам и займам» в корреспонденции с дебетом счета 91 «Прочие доходы и расходы». Начисленные суммы процентов учитывают обособленно. На суммы погашенных кредитов и займов дебетуют счет 66 «Расчеты по краткосрочным кредитам и займам» и кредитуют счета по учету денежных средств. Кредиты и займы, не оплаченные в срок, учитывают обособленно. Аналитический учет краткосрочных кредитов и займов ведут по их видам, кредитным организациям и другим заимодавцам, предоставившим заемные средства. Долгосрочный привлеченный капитал (в форме кредитов и займов) направляют главным образом на финансирование внеоборотных активов. К внеоборотным (инвестиционным) активам относят объекты основных средств, имущественные комплексы и другие аналогичные активы, требующие больших затрат на приобретение и/или строительство. Указанные объекты, приобретаемые непосредственно для перепродажи, учитывают как товары и к инвестиционным активам не относят. Затраты по полученным кредитам и займам, непосредственно относящиеся к приобретению и/или строительству капитального объекта, включают в его стоимость и погашают посредством начисления амортизации, кроме случаев, когда правилами бухгалтерского учета начисление амортизации актива не предусмотрено.

Долгосрочные кредиты и займы показывают в бухгалтерском балансе как долгосрочные обязательства со сроком погашения более чем через 12 месяцев после отчетной даты. В случае, если числящиеся в бухгалтерском учете суммы кредитов и займов подлежат погашению в соответствии с договором в течение 12 месяцев после отчетной даты, непогашенные на конец отчетного периода их суммы отражают по соответствующим статьям краткосрочных обязательств. Исчисление указанного срока начинают с первого числа календарного месяца, следующего за месяцем, в котором

эти обязательства были приняты к бухгалтерскому учету, исходя из условий договоров о сроках погашения этих обязательств.

Обязательства признают в бухгалтерском учете при наличии следующих условий:

- ♦ они могут быть достоверно определены;
- ♦ ожидают отток денежных средств в связи с выполнением обязательств;
- ♦ являются результатом прошлых или текущих событий;
- ♦ присутствует уверенность в будущих потерях, связанных с наличием обязательств.

Обязательства, показанные в балансе как долгосрочные и намеченные к погашению в отчетном году, могут быть представлены на начало данного отчетного года как краткосрочные. Факт представления обязательств, учтенных ранее как долгосрочные, необходимо раскрыть в пояснениях к бухгалтерскому балансу.

Суммы полученных заемщиком долгосрочных кредитов и займов отражают по кредиту счета 67 «Расчеты по долгосрочным кредитам и займам» и дебету счетов по учету денежных средств. Причитающиеся по полученным кредитам и займам проценты к уплате показывают по кредиту счета 67 «Расчеты по долгосрочным кредитам и займам» в корреспонденции с дебетом счета 91 «Прочие доходы и расходы». Начисленные суммы процентов учитывают обособленно. На сумму погашенных кредитов и займов дебетуют счет 67 «Расчеты по долгосрочным кредитам и займам» в корреспонденции со счетами учета денежных средств.

Долгосрочные кредиты и займы, не оплаченные в срок, учитывают обособленно. Аналитический учет кредитов и займов долгосрочного характера осуществляют по их видам, кредитным организациям и другим заимодавцам, предоставившим их. Стоимость привлечения заемного капитала взаимосвязана с оценкой кредитоспособности заемщика банка. Чем выше уровень его кредитоспособности по оценке кредитора (банка), тем ниже стоимость привлекаемого предприятием заемного капитала. Следует иметь в виду, что минимальную ставку процента за кредит устанавливают для первоклассного заемщика.

Стоимость банковского кредита определяют на основе процентной ставки (цены кредита), которая формирует расходы заемщика по обслуживанию долга. Данная ставка в процессе оценки требует ряда уточнений. Она должна быть:

- ♦ скорректирована на размер других затрат заемщика, обусловленных кредитным договором (например, страхование кредита за счет заемщика);
- ♦ понижена на ставку налога на прибыль с целью отражения реальных расходов ссудополучателя по привлечению кредита.

С учетом этих положений стоимость заемного капитала в форме банковского кредита ($ЗК_{\text{бк}}$) устанавливают по формуле:

$$ЗК_{\text{бк}} = \frac{СП \times (1 - Н_c)}{1 - УР_{\text{бк}}},$$

где СП — ставка процента за банковский кредит, %; $Н_c$ — ставка налога на прибыль, доли единицы; $УР_{\text{бк}}$ — уровень расходов заемщика по привлечению банковского кредита в его сумме, доли единицы.

Пример

$$СП = 16\%; Н_c = 0,24; УР_{\text{бк}} = 0,02.$$

$$ЗК_{\text{бк}} = \frac{16,0 \times (1 - 0,24)}{1 - 0,02} = 12,41\%.$$

Если заемщик не имеет дополнительных затрат по привлечению банковского кредита или они минимальны по отношению к объему заемных средств, то приведенную формулу используют без знаменателя. Тогда цена заемного капитала будет составлять только 12,16% ($16,0\% \times 0,76$).

Политика привлечения банковского кредита включает следующие основные этапы:

- 1) определение цели использования привлекаемого банковского кредита;
- 2) оценка соотношения между долгосрочным и краткосрочным кредитом (с учетом привлечения альтернативных форм заемного капитала: коммерческого кредита, небанковских займов и др.);
- 3) изучение и оценка коммерческих банков — потенциальных кредиторов заемщика. Такую оценку проводят по привлекательности кредитной политики банка для заемщика;
- 4) сравнение условий возможного привлечения отдельных видов кредита у разных банков.

Для решения вопроса о выборе банка-кредитора необходимо учитывать следующие факторы:

- ♦ общая характеристика банка: состав учредителей; организационно-правовая форма; цели и политика банка на рынке ссудного капитала; контингент его клиентов и др.;
- ♦ результаты деятельности банка за последний год: размер собственного капитала; позиции на финансовом рынке; финансовая устойчивость и пр.;
- ♦ качество и разнообразие оказываемых банком услуг.

Для заемщика большое значение имеют также и такие параметры:

- ◆ быстрота совершения расчетных операций;
- ◆ возможность получения недорогих кредитов;
- ◆ минимизация затрат на открытие расчетных, валютных и специальных счетов и качество их обслуживания;
- ◆ возможность выгодного вложения своего капитала и т. д.

Даже небольшой перечень ситуаций показывает многообразие возможных акцентов выбора банка для обслуживания. Получить представление о надежности и финансовой устойчивости банка можно из публикуемой им отчетности за ряд периодов (лет) и сравнения приведенных в ней показателей с показателями других кредитных организаций.

4.2. Формирование заемного капитала путем эмиссии корпоративных облигаций

Одной из форм привлечения долгосрочного заемного капитала является выпуск облигационных займов. Акционерное общество вправе размещать облигации по решению совета директоров (наблюдательного совета), если иной порядок не определен его уставом. Размещение обществом облигаций, конвертируемых в акции, осуществляют по решению общего собрания акционеров или совета директоров (наблюдательного совета).

Облигация удостоверяет право владельца требовать ее погашения (выплату номинальной стоимости и процентов или номинальной стоимости по дисконтной облигации) в установленный срок. В решении об эмиссии облигаций должны быть определены формы, сроки и иные условия их размещения. Номинальная стоимость всех выпущенных облигаций не должна превышать размер уставного капитала общества и (или) величину обеспечения, предоставленного обществу третьими лицами для цели их выпуска. При отсутствии обеспечения, предоставленного третьими лицами, выпуск облигаций возможен не ранее третьего года существования общества и при условии надлежащего утверждения годовой бухгалтерской отчетности за два завершаемых финансовых года. Эти ограничения не применяют для выпуска облигаций с ипотечным покрытием и в других случаях, определенных федеральным законодательством о ценных бумагах.

Общество вправе выпускать облигации с единовременным сроком погашения или облигации со сроком погашения по сериям в определенные сроки. Погашение облигаций можно осуществлять в денежной форме или иным имуществом, исходя из решения об их выпуске.

Облигации могут быть именными или на предъявителя. При выпуске именных облигаций общество обязано вести реестр их владельцев. Общество вправе предусмотреть возможность досрочного погашения облига-

ций по желанию облигационеров. В таком случае в решении о выпуске облигаций следует определить стоимость погашения и срок, не ранее которого они могут быть предъявлены к досрочному погашению. Общество не вправе размещать облигации, конвертируемые в его акции, если количество объявленных акций определенных категорий и типов ниже количества акций этих категорий и типов, право на приобретение которых предоставляют подобные ценные бумаги.

Долгосрочные займы, привлеченные путем выпуска и размещения облигаций, учитывают на счете 67 «Расчеты по долгосрочным кредитам и займам» обособленно. Если облигации размещают по цене, превышающей их номинальную стоимость, то делают запись по дебету счета 51 «Расчетные счета» и кредиту счетов 67 «Расчеты по долгосрочным кредитам и займам» (по номинальной стоимости) и 98 «Доходы будущих периодов» (на сумму превышения цены размещения облигаций над их номинальной стоимостью).

Сумму, отнесенную на счет 98 «Доходы будущих периодов», списывают равномерно в течение срока обращения облигаций на счет 91 «Прочие доходы и расходы». Если облигации размещают по цене ниже их номинальной стоимости, то разницу между ценой размещения и номинальной их стоимостью доначисляют равномерно в течение срока обращения с кредита счета 67 «Расчеты по долгосрочным кредитам и займам» в дебет счета 91 «Прочие доходы и расходы».

Стоимость заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии корпоративных облигаций, оценивают на основе ставки купонного процента, формирующей сумму периодических купонных выплат. Если облигацию реализуют на иных условиях, то базой оценки выступает общая сумма дисконта по ней, выплачиваемая при погашении. В первом случае оценку осуществляют по формуле:

$$ЗК_0 = \frac{C_{\text{кп}} \times (1 - H_c)}{1 - Y_{\text{эз}}},$$

где $ЗК_0$ — стоимость заемного капитала, мобилизуемого за счет эмиссии облигаций; $C_{\text{кп}}$ — стоимость купонного процента по облигации, %; H_c — ставка налога на прибыль, доли единицы; $Y_{\text{эз}}$ — уровень эмиссионных затрат по отношению к объему эмиссии, доли единицы.

Пример

$$C_{\text{кп}} = 10\%; H_c = 0,24; Y_{\text{эз}} = 0,03.$$

$$ЗК_0 = \frac{10 \times (1 - 0,24)}{1 - 0,03} = 7,84\%.$$

Во втором случае расчет стоимости облигационного займа производят по формуле:

$$ЗК'_o = \frac{\bar{D} \times 100}{(H_o - \bar{D}) \times (1 - Y_{эз})},$$

где $ЗК'_o$ — стоимость облигационного займа в форме дисконтных облигаций, %; \bar{D} — средняя ставка дисконта (процента) по облигации, руб.; H_o — номинал облигации, руб.; $Y_{эз}$ — уровень эмиссионных затрат по отношению к сумме привлеченных за счет эмиссии дисконтных облигаций денежных средств, доли единицы.

Пример

$$\bar{D} = 32 \text{ руб.}; H_o = 350 \text{ руб.}; Y_{эз} = 0,03.$$

$$ЗК'_o = \frac{32 \times 100}{(350 - 32) \times (1 - 0,03)} = 10,4\%.$$

Привлечение заемного капитала в форме выпуска облигаций обеспечивает акционерной компании (корпорации) следующие преимущества:

- 1) эмиссия облигаций не приводит к утрате контроля над управлением компанией (как в случае с дополнительным выпуском акций);
- 2) облигации могут быть эмитированы при относительно невысоких финансовых обязательствах по процентам (в сравнении со ставками процента за банковский кредит или нормами дивидендных выплат по акциям), так как они имеют приоритет в выплате процентов (за счет прибыли до налогообложения);
- 3) корпоративные облигации более устойчивы на финансовом рынке по сравнению с другими видами эмиссионных ценных бумаг. Курс облигаций, как правило, существенно не снижается при ухудшении деловой ситуации на данном рынке, что характерно для акций. Последние очень чувствительны к изменению конъюнктуры на рынке ценных бумаг;
- 4) корпоративные облигации обеспечивают привлечение дополнительного капитала на длительный срок (5–10 лет) без посредников, что позволяет мобилизовать значительные финансовые ресурсы для реализации крупномасштабных инвестиционных проектов (в рамках проектного финансирования);
- 5) доступ к денежным ресурсам широкого круга инвесторов (вкладчиков) и независимость от отдельно взятого кредитора (банка) и др.

В то же время эмиссия облигаций может иметь следующие негативные последствия для акционерного общества:

- 1) облигации не могут быть эмитированы для формирования и последующего увеличения уставного капитала, а также покрытия вре-

- менного недостатка денежных средств. Его удобнее покрыть за счет краткосрочного банковского или коммерческого кредита;
- 2) эмиссия облигаций часто связана со значительными дополнительными затратами эмитента и требует длительного срока привлечения денежных средств (6–12 месяцев и более);
 - 3) размещение облигаций на большую сумму могут позволить себе только известные акционерные компании (корпорации), имеющие высокий уровень кредитного рейтинга;
 - 4) степень финансовой ответственности акционерного общества-эмитента за своевременную выплату процентов и основной суммы долга при погашении облигаций очень высока, так как взыскание этих сумм при длительной просрочке платежей осуществляют через процедуру банкротства;
 - 5) после выпуска облигаций вследствие изменения конъюнктуры на финансовом рынке средняя ставка ссудного процента может стать значительно ниже, чем установленный процент выплат по облигационному займу. Это ставит эмитента в невыгодные финансовые условия (по сравнению с условиями получения банковского кредита).

Следовательно, в условиях современного отечественного финансового рынка эмиссия облигаций более предпочтительна для высокорентабельных акционерных компаний нефтегазового комплекса, энергетики, связи и некоторых других отраслей хозяйства в случае реализации ими крупномасштабных инвестиционных проектов.

Для финансирования таких проектов целесообразно использовать смешанный метод, т. е. наряду с долгосрочным заемным капиталом использовать собственные средства корпораций в размере не менее 40–50% от общего объема реальных инвестиций.

4.3. Эффект финансового рычага (левериджа) и его роль в управлении заемным капиталом

Для любой акционерной компании (корпорации) принципиальное значение имеет правило, при котором как собственные, так и заемные средства обеспечивают отдачу в форме прибыли (дохода).

Если корпорация использует в хозяйственной деятельности как собственный, так и заемный капитал, то доходность собственного капитала может быть повышена. В теории финансового менеджмента подобное увеличение рентабельности собственного капитала называют эффектом финансового рычага (левериджа).

Прежде чем перейти к характеристике данного параметра, уточним понятие термина «рентабельность активов» (P_a):

$$P_a = \text{БП} / \bar{A} \times 100,$$

где БП — бухгалтерская прибыль (прибыль до налогообложения); \bar{A} — средняя стоимость всех активов за расчетный период.

В качестве примера рассмотрим два предприятия с одинаковым уровнем рентабельности активов. Единственное различие между ними — неодинаковая структура пассива баланса (табл. 4.1).

Таблица 4.1. Исходные данные для расчета рентабельности собственного капитала по двум акционерным предприятиям (ОАО)

Показатели	Предприятия	
	№ 1	№ 2
1. Рентабельность активов, %	18,0	18,0
2. Пассив баланса (без кредиторской задолженности), млн руб.	84,0	84,0
В том числе: собственный капитал	84,0	42,0
	заемный капитал	–
3. Актив баланса (без кредиторской задолженности)	84,0	84,0
4. Бухгалтерская прибыль (стр. 1 × стр. 3 × 100), млн руб.	15,12	15,12

Предположим, что они не платят налог на прибыль. Тогда предприятие № 1 получит 15,12 млн руб. прибыли исключительно благодаря использованию собственного капитала, который покрывает активы баланса. Рентабельность собственного капитала ($P_{СК}$) по предприятию № 1 равна 18% ($15,12 : 84,0 \times 100$), т. е. совпадает с доходностью его активов. Предприятие № 2 из этой же суммы прибыли (15,12 млн руб.) должно выплатить проценты по задолженности банку. При условии, что средняя процентная ставка за кредит (СП) равна 12%, эти финансовые издержки по задолженности составляют 5,04 млн руб. ($42 \text{ млн руб.} \times 12\%$). На возмещение других расходов остается 10,08 млн руб. ($15,12 - 5,04$). Тогда рентабельность собственного капитала будет равна 24% ($10,08 : 42,0 \times 100$).

Следовательно, при одинаковой рентабельности активов в 18% имеются различия в доходности собственного капитала, полученные в результате иной структуры пассива баланса. Эту разницу в 6% ($24 - 18$) называют эффектом финансового рычага (ЭФР).

ЭФР — приращение к рентабельности собственного капитала, полученное благодаря использованию кредита, несмотря на его платность.

Итак, у предприятия одну часть актива баланса, приносящего 18% доходности, покрывают источниками средств, которые обходятся ему в 12%.

Доходность собственного капитала при этом повышается. Речь идет именно о собственном капитале, использование которого связано не с финансовыми издержками по задолженности, а с предпринимательским риском. Акционеры всегда стремятся получить максимальную норму дивиденда на принадлежащие им акции. Руководству акционерного общества часто приходится рисковать, чтобы обеспечить владельцам обыкновенных акций максимум доходности.

Далее приведем расчет ЭФР с учетом выплаты налога на прибыль по ставке 0,24, или 24% (табл. 4.2).

Таблица 4.2. Расчет рентабельности собственного капитала по двум предприятиям (ОАО) с учетом выплаты налога на прибыль

Показатели	Предприятия	
	№ 1	№ 2
1. Бухгалтерская прибыль, млн руб.	15,12	15,12
2. Фактические издержки по задолженности, млн руб.	–	5,04
3. Текущий финансовый результат (стр. 1 – стр. 2), млн руб.	–	10,08
4. Сумма налога на прибыль по ставке 0,24, млн руб.	3,63	2,42
5. Чистая прибыль (стр. 3 – стр. 4), млн руб.	11,49	7,66
6. Рентабельность собственного капитала, %	13,68 (11,49 : 84,0 × 100), или 18% × 0,76	18,24 (7,66 : 42,0 × 100), или 24% × 0,76

Из ее данных следует, что у предприятия № 2 рентабельность собственного капитала на 4,56% (18,24 – 13,68) выше, чем у предприятия № 1 за счет иной структуры пассива баланса.

Из проведенного анализа можно сделать следующие выводы:

1. Предприятие № 1, привлекающее только собственный капитал, ограничивает его рентабельность 76% от доходности активов.

Тогда:

$$P_{ск_1} = 0,76 \times P_a.$$

2. Предприятие, использующее кредит, повышает (понижает) рентабельность собственного капитала исходя из соотношения между собственным и заемным капиталом в пассиве баланса и величины средней процентной ставки за кредит (СП). Тогда и возникает ЭФР:

$$P_{ск_2} = 0,76 \times P_a + \text{ЭФР}.$$

Среднюю расчетную процентную ставку за кредит (СП) определяют по формуле:

$$(\overline{СП}) = [\text{ФИ}_k / ЗС \times 100],$$

где ФИ_k — фактические финансовые издержки по всем полученным кредитам за расчетный период (сумма уплаченных процентов); $ЗС$ — общая сумма заемных средств, привлеченных в расчетном периоде.

Данная формула получила наибольшее распространение на практике, так как позволяет установить среднюю цену, в которую обходятся предприятию заемные средства.

Общая формула для расчета эффекта финансового рычага может быть выражена следующим образом:

$$\text{ЭФР} = (1 - Н_c) \times (P_a - \overline{СП}) \times ЗК / СК,$$

где ЭФР — эффект финансового рычага, %; $Н_c$ — ставка налога на прибыль, доли единицы; P_a — рентабельность активов, %; $\overline{СП}$ — средняя расчетная ставка процента за кредит, %; $ЗК$ — привлеченный заемный капитал; $СК$ — собственный капитал; $(1 - Н_c)$ — налоговый корректор, доли единицы; $(P_a - \overline{СП})$ — дифференциал финансового рычага; $ЗК / СК$ — коэффициент задолженности (финансовой зависимости).

Пример

Воспользуемся данными табл. 4.1–4.2:

$$P_a = 18\%; \overline{СП} = 12\%; Н_c = 0,24; ЗК = 42 \text{ млн руб.}; СК = 42 \text{ млн руб.}$$

$$\text{ЭФР} = (1 - 0,24) \times (18 - 12) \times 42 / 42 = 4,56\%.$$

В этом случае предприятие получит прибавку к рентабельности собственного капитала, равную 4,56%, в результате привлечения кредита. При обратном соотношении вычит из рентабельности собственного капитала составит:

$$\text{ЭФР} = (1 - 0,24) \times (12 - 18) \times 42 / 42 = -4,56\%.$$

Привлечение кредитных ресурсов в такой ситуации невыгодно.

Приведенный способ расчета позволяет предприятию определить безопасный объем заемных средств, т. е. допустимых условий кредитования. Его широко используют в странах континентальной Европы (Франции, Германии и др.). Для реализации этих благоприятных возможностей необходимо установить наличие связи и противоречия между дифференциалом и коэффициентом задолженности. Дело в том, что при увеличении объема заемных средств финансовые издержки по обслуживанию долга возрастают, что, в свою очередь, приводит к снижению положительного значения дифференциала (при неизменной величине доходности собственного капитала).

Из вышесказанного можно сделать следующие выводы:

1. Если новое заимствование приносит предприятию рост уровня эффекта финансового рычага, то оно выгодно для него. При этом целесооб-

разно контролировать состояние дифференциала: при увеличении коэффициента задолженности ($K_{\text{зал}} > 1,0$) коммерческий банк вынужден компенсировать возрастание кредитного риска повышением цены заемных средств.

2. Риск кредитора выражают величиной дифференциала: чем выше дифференциал, тем меньше кредитный риск у банка, и наоборот. Если дифференциал станет меньше нуля, тогда эффект рычага будет действовать во вред предприятию, т. е. произойдет вычит из рентабельности собственного капитала и у инвесторов не будет желания приобретать акции предприятия-эмитента с отрицательным дифференциалом.

Таким образом, задолженность предприятия банку — это не благо и не зло, но это его финансовый риск. Привлекая заемные средства, оно может более успешно выполнить стоящие перед ним задачи, если вложит их в высокодоходные активы или реальные инвестиционные проекты с быстрой окупаемостью капиталовложений.

Основная задача финансового директора состоит не в том, чтобы исключить все риски, а в том, чтобы принять разумные, заранее рассчитанные риски в пределах положительного значения дифференциала. Это правило важно и для коммерческого банка, так как заемщик с отрицательной величиной дифференциала вызывает недоверие. Однако на практике возможны отклонения от этого правила.

В отдельные периоды деятельности предприятия необходимо прибегнуть к активному воздействию финансового рычага, а затем ослабить его влияние. В других случаях целесообразно соблюдать умеренность в привлечении заемных средств. Многие зарубежные финансисты полагают, что золотая середина финансового рычага (30–50% от рентабельности активов) способна компенсировать налоговые платежи и обеспечить требуемую отдачу собственных средств. Следовательно, финансовый левирдж — это механизм, овладеть которым финансовый директор может только в том случае, если располагает достоверной информацией о рентабельности активов предприятия и величине средней процентной ставки за кредит. В ином случае ему необходимо обращаться с коэффициентом задолженности очень осторожно, взвешивая последствия новых заимствований на рынке ссудного капитала.

Второй способ расчета эффекта финансового рычага можно рассматривать как процентное (индексное) изменение чистой прибыли на каждую обыкновенную акцию и вызываемое данным процентным изменением колебание операционной прибыли, т. е. прибыли до уплаты процентов за кредит и налога на прибыль (*EBIT*). Подобная интерпретация эффекта финансового рычага характерна для школы финансового менеджмента США, Великобритании, Канады и других стран.

В этом случае воздействие финансового рычага (СВФР) определяют по формуле:

СВФР = Процентное изменение чистой прибыли на одну обыкновенную акцию / Процентное изменение операционной прибыли на одну обыкновенную акцию.

С помощью следующей формулы можно ответить на вопрос: на сколько процентов изменится чистая прибыль на каждую обыкновенную акцию при изменении операционной прибыли на один процент:

$$\text{СВФР} = \frac{\Delta\text{ОП} \times (1 - H_c) \times K_{\text{оа}}}{K_{\text{оа}} \times (\text{ОП} - \text{П}_k) \times (1 - H_c)} \times \frac{\text{ОП}}{\Delta\text{ОП}} = \frac{\Delta\text{ОП}}{\text{ОП} - \text{П}_k} \times \frac{\text{ОП}}{\Delta\text{ОП}} = \frac{\text{ОП}}{\text{ОП} - \text{П}_k},$$

где $\Delta\text{ОП}$ – прирост операционной прибыли (прибыли до уплаты процентов и налога на прибыль – *EBIT*); H_c – ставка налога на прибыль, доли единицы; $K_{\text{оа}}$ – количество обыкновенных акций, находящихся в обращении; П_k – сумма процентов за кредит; $(1 - H_c)$ – налоговый корректор.

Чем меньше сила воздействия финансового рычага, тем ниже финансовый риск, связанный с данным предприятием. Если заемные средства не привлекают в оборот предприятия, то сила воздействия финансового рычага равна единице.

Чем больше сила воздействия финансового рычага, тем выше у предприятия уровень финансового риска, и в этом случае:

- ♦ для коммерческого банка возрастает риск непогашения кредита и процентов по нему;
- ♦ для инвестора увеличивается риск снижения дивидендов на принадлежащие ему акции компании-эмитента с высоким уровнем финансового риска.

Второй способ измерения эффекта финансового рычага дает возможность выполнить сопряженный расчет силы воздействия операционного и финансового рычагов и установить совокупный (общий) риск, связанный с данным предприятием.

4.4. Взаимодействие эффектов операционного и финансового рычагов в условиях делового риска

Различают два вида риска, связанного с деятельностью предприятия (корпорации), – предпринимательский (деловой) и финансовый. Общая величина предпринимательского и финансового рисков представляет собой совокупный (производственно-финансовый) риск предприятия. Соотношение между ними и управление этим соотношением играет важную роль в теории и практике финансового менеджмента.

Риски непостоянны во времени. На них влияют колебания делового цикла, изменения в денежно-кредитной и финансовой политике государства и другие факторы. В силу этого общеэкономическая информация имеет большое значение при оценке риска любой хозяйственной операции. Соотношение между отдельными видами риска показано на рис. 4.1.

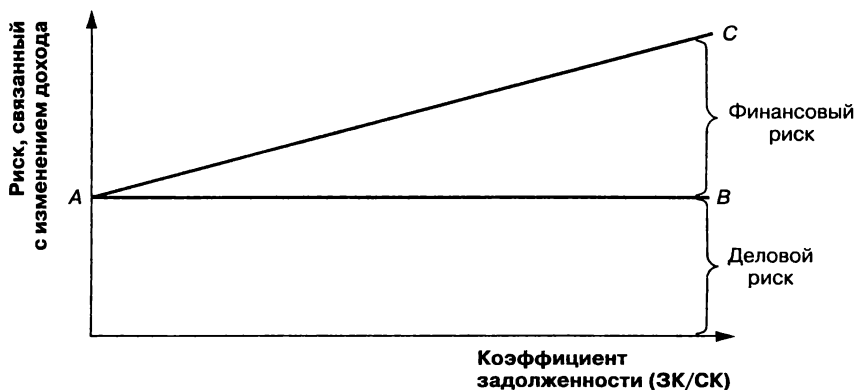


Рис. 4.1. Составные элементы совокупного (общего) риска предприятия

Линия АВ показывает, что деловой риск не связан с финансовым рычагом (левериджем), линия АС свидетельствует о наличии прямой зависимости между финансовым риском и данным рычагом через коэффициент задолженности. Совокупный риск предприятия — это сумма делового и финансового рисков. Предпринимательский (деловой) риск в конкретной сфере деятельности вызывают следующие факторы:

- ♦ неустойчивость спроса и цен на готовую продукцию (услуги) и на материальные и топливно-энергетические ресурсы, а также тарифов на транспортные услуги;
- ♦ не всегда имеющаяся возможность перекрыть ценой издержки производства и обращения и обеспечить предприятию требуемую норму прибыли;
- ♦ различная сила воздействия операционного рычага (СВОР).

Сила воздействия операционного рычага зависит от доли постоянных расходов в суммарных издержках и величины выручки от продаж. Если уровень постоянных издержек у предприятия высок и не снижается в период падения спроса на продукцию, то снижение прибыли многократно выше по сравнению с выручкой от продаж, т. е. возрастает предпринимательский риск. Влияние эффекта финансового рычага (ЭФР) генерирует финансовый риск, который возникает в случае:

- ♦ неустойчивости финансовых условий кредитования заемщиков (особенно при колебании уровня рентабельности активов);
- ♦ неуверенности владельцев обыкновенных акций в получении приемлемого дивидендного дохода при банкротстве предприятия-эмитента с высокой долей заемных средств в пассиве баланса (более 60%).

Таким образом, предпринимательский и финансовый риски тесно связаны на основе взаимодействия эффектов операционного и финансового рычагов. Операционный (производственный) рычаг воздействует на прибыль от продаж (прибыль до уплаты процентов за кредит и налога на прибыль), а финансовый риск — на чистую прибыль, чистую рентабельность собственного капитала и чистую прибыль, приходящуюся на одну обыкновенную акцию.

Рост ставки процента за кредит при наращивании эффекта финансового рычага (за счет увеличения коэффициента задолженности) повышает постоянные издержки и оказывает возрастающее давление на силу воздействия операционного рычага. При этом увеличивается не только финансовый, но и предпринимательский риск, и, несмотря на декларирование высокого дивиденда, может упасть курсовая стоимость акций компаний-эмитентов. Последнее обстоятельство приводит к обесценению акционерного капитала и снижению доверия инвесторов к данной компании.

Основная задача финансового директора в такой ситуации — снизить силу воздействия финансового рычага, чтобы уменьшить финансовый риск. Следовательно, чем больше сила воздействия операционного рычага, тем более чувствительна общая прибыль к изменению прибыли от продаж. С другой стороны, чем выше уровень эффекта финансового рычага, тем более чувствительна чистая прибыль, приходящаяся на одну обыкновенную акцию, к изменению операционной прибыли (*ЕВИТ*).

По мере одновременного увеличения силы воздействия операционного и финансового рычагов все менее значительные изменения физического объема продажи товаров приводят к все более весомым колебаниям чистой прибыли, приходящейся на одну обыкновенную акцию.

Данный тезис находит выражение в формуле совокупного эффекта операционного и финансового рычагов:

Уровень сопряженного эффекта операционного
и финансового рычагов = $СВОР \times СВФР$,

где *СВОР* — сила воздействия операционного рычага; *СВФР* — сила воздействия финансового рычага.

Результаты расчета по этой формуле указывают на степень совокупного риска, связанного с предприятием, и отвечают на вопросы: какой уровень риска характерен для предприятия в процессе его хозяйственной и

финансовой деятельности и как он изменяется в динамике за ряд периодов (лет).

Пример

Для предприятия № 2 СВФР = 1,5.

(15,12 / 15,12 – 5,04). Приведенные данные взяты из табл. 4.2.

$$\text{СВОР} = 2,4 \left(\frac{\text{Маржинальный доход} = 36,3 \text{ млн руб.}}{\text{Прибыль} = 15,12 \text{ млн руб.}} \right).$$

Тогда уровень совокупного риска будет равен 3,6 (1,5 × 2,4), что считается очень высоким показателем.

Важно отметить, что сочетание значительного операционного рычага с высоким финансовым рычагом может иметь самые негативные последствия для финансово-хозяйственной деятельности предприятия, так как предпринимательский и финансовый риски взаимно умножаются, особенно в период падения деловой активности (снижения объема продаж).

Таким образом, задача снижения совокупного риска, связанного с предприятием, сводится к выбору одного из трех возможных вариантов:

- ♦ высокий уровень эффекта финансового рычага в сочетании со слабой силой воздействия операционного рычага;
- ♦ низкий уровень эффекта финансового рычага в сочетании с сильным воздействием операционного рычага;
- ♦ умеренные уровни эффектов операционного и финансового рычагов.

Последней ситуации добиться труднее всего. Критерием выбора того или иного варианта служит максимизация стоимости акций предприятия-эмитента на фондовом рынке при достаточной безопасности вложений инвесторов (акционеров).

Рациональная структура капитала акционерной компании (корпорации) — результат компромисса между доходностью и риском финансовых активов. Если равновесие между этими параметрами достигнуто, то оно должно принести собственнику (акционеру) желаемую максимизацию текущего дохода или курсовой стоимости акций.

Глава 5

ФИНАНСИРОВАНИЕ ДОЛГОСРОЧНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ

5.1. Инвестиции как базовая экономическая категория

Производственная и научно-техническая деятельность предприятий (корпораций) тесно связана с объемами и формами осуществляемых инвестиций. Поэтому динамичное развитие народного хозяйства России невозможно без коренного улучшения ситуации в инвестиционной сфере и создания благоприятных условий для повышения деловой активности всех участников инвестиционного процесса. Решающая роль в этом процессе принадлежит государственному регулированию инвестиций посредством проведения взвешенной финансовой и денежно-кредитной политики с целью активизации инвестиционной активности в реальном секторе экономики, прежде всего в промышленности.

Термин «инвестиции» происходит от английского глагола *to invest*, что означает «вкладывать».

Инвестиции — это вложение капитала в любой вид предпринимательской деятельности с целью его последующего увеличения. Прирост капитала, полученный в результате инвестирования, должен быть достаточным, чтобы возместить инвестору отказ от потребления имеющихся средств в текущем периоде, вознаградить его за риск и компенсировать потери от инфляции в будущем периоде. Поэтому инвестиции выражают имущественные и интеллектуальные ценности, которые вкладывают в бизнес с целью получения дохода (прибыли) или достижения иного полезного эффекта.

Как экономическая категория инвестиции характеризуют:

- 1) вложение капитала в объекты предпринимательской деятельности с целью прироста первоначально авансированной стоимости (в форме прибыли);
- 2) денежные (финансовые) отношения, возникающие между участниками инвестиционной деятельности в процессе реализации различных проектов и программ (застройщиками, подрядчиками, банками, государством и т. д.).

Особые признаки инвестиций:

- ♦ их потенциальная способность приносить доход (прибыль);
- ♦ процесс инвестирования связан с преобразованием в альтернативные виды активов хозяйствующих субъектов;
- ♦ в процессе инвестирования используют разнообразные виды финансовых ресурсов, которые различаются спросом, предложением и ценой их привлечения;
- ♦ целевой характер вложения капитала в различные виды активов;
- ♦ наличие срока вложения капитала (данный срок всегда индивидуален для каждого инвестора);
- ♦ вложения осуществляют юридические лица, граждане и государство, которых называют инвесторами. Они преследуют свои собственные цели, не всегда связанные с извлечением экономической выгоды;
- ♦ наличие риска вложений капитала, поскольку достижение конечных целей инвестирования носит вероятностный характер.

Инвестиции в активы предприятия (корпорации) отражают на левой стороне бухгалтерского баланса, а источники их финансирования (в форме собственных и заемных средств) — на правой (в пассиве баланса).

Основным и обобщающим признаком деления всех форм инвестиций служит их систематизация по направлениям вложений капитала на три системообразующие группы: материальные, нематериальные и финансовые. Материальные (вещественные) инвестиции связаны с приобретением материальных (капитальных) активов и выражают непосредственное вложение капитала в рамках хозяйствующего субъекта или конкретного инвестиционного проекта. При этом может быть использован как собственный, так и заемный капитал.

Нематериальные (неосязаемые) инвестиции осуществляют в объекты интеллектуальной собственности:

- ♦ исключительное право патентообладателя на изобретение, промышленный образец, полезную модель;
- ♦ исключительное авторское право на программы для ЭВМ, базы данных;
- ♦ исключительное право владельца на товарный знак и знак обслуживания, наименование места происхождения товара и т. д.

К финансовым инвестициям относят вложения в государственные и корпоративные ценные бумаги, в уставные (складочные) капиталы других организаций, предоставленные сторонним юридическим лицам займы, депозитные вклады в банках и др. В отличие от материальных инвестиций в реальные активы, финансовые инвестиции в ценные бумаги часто называют портфельными, так как в этом случае основной целью

инвестора становится формирование оптимального фондового портфеля (набора финансовых инструментов) и управление им.

Инвестиционная деятельность характеризует вложение инвестиций в бизнес и осуществление практических действий для получения прибыли или иного полезного эффекта. Она может быть направлена на внутреннее и внешнее развитие предприятия (например, поглощение других компаний). Инвестиционный цикл характеризует движение авансированного капитала в рамках конкретного хозяйствующего субъекта (унитарного предприятия, хозяйственного общества или товарищества), что предполагает его непосредственное участие в процессе инвестирования (подготовка проектно-сметной документации, строительство объекта и его последующая эксплуатация, ликвидация объекта).

Инвестиционный процесс — открытая система, в которой наряду с заказчиком (застройщиком) принимают участие и другие контрагенты (проектировщики, подрядчики, банки, поставщики оборудования и материальных ресурсов для строительства).

Главные этапы инвестирования (вложения капитала) следующие:

- 1) преобразование ресурсов в капитальные затраты, т. е. процесс трансформации инвестиций в конкретные объекты инвестиционной деятельности (собственно инвестирование);
- 2) превращение вложенных средств в прирост капитальной стоимости, что характеризует конкретное потребление инвестиций и получение новой потребительной стоимости (в форме сданных в эксплуатацию объектов производственного и непроизводственного назначения);
- 3) прирост капитальной стоимости в форме дохода (прибыли), полученного в процессе эксплуатации нового предприятия или объекта, т. е. реализуется конечная цель инвестирования.

Следовательно, начальное и конечное звенья цепочки замыкаются, образуя новую взаимосвязь: доход — ресурсы — конечный результат, т. е. процесс накопления повторяется.

Источником прироста капитала и целью инвестиций является получаемая от них прибыль. На практике ее сопоставляют с инвестиционными затратами (ИЗ) и определяют их эффективность ($\mathcal{E}_{из}$):

$$\mathcal{E}_{из} = \frac{\text{Прибыль}}{\text{ИЗ}} \times 100.$$

Процесс сравнения инвестиционных затрат и результатов осуществляют непрерывно: до инвестирования (при подготовке ТЭО проекта), в ходе его (при строительстве объекта) и после инвестирования (в процессе эксплуатации объекта).

Процессы вложения капитала и получения прибыли могут протекать в различной временной последовательности. При последовательном протекании этих процессов прибыль формируют в полном объеме после завершения инвестиций. При параллельном их протекании получение прибыли возможно до полного завершения процесса инвестирования (после сдачи в эксплуатацию пускового комплекса, технологической линии и т. д.). При интервальном протекании данных процессов (вложение капитала — получение прибыли) между периодом завершения инвестиций и формированием прибыли проходит определенное время. Продолжительность временного лага зависит от форм инвестирования и особенностей конкретных инвестиционных проектов.

5.2. Классификация инвестиций в основной капитал

Инвестиции в воспроизводство основного капитала (основных средств) осуществляют в форме капитальных вложений. Капитальные вложения включают затраты на новое строительство, расширение, реконструкцию, техническое перевооружение и поддержание мощностей действующих предприятий, приобретение оборудования, инструмента и хозяйственного инвентаря, проектной продукции и другие затраты капитального характера. Капитальные вложения неразрывно связаны с реализацией инвестиционных проектов. Инвестиции в нефинансовые активы по России характеризуют данные, приведенные в табл. 5.1.

Таблица 5.1. Структура инвестиций в нефинансовые активы по средним и крупным предприятиям России, %

Показатели	Годы						
	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Инвестиции в нефинансовые активы — всего	100	100	100	100	100	100	100
В том числе:							
инвестиции в основной капитал	98,8	98,4	99,1	98,6	98,9	99,1	98,1
инвестиции в нематериальные активы	1,1	1,5	0,7	0,5	0,5	0,4	0,9
инвестиции в другие нефинансовые активы	0,1	0,1	0,2	0,9	0,6	0,5	0,7
затраты на НИОКР	—	—	—	—	—	—	0,3

Источник: Федеральная служба государственной статистики.

Из таблицы следует, что в России инвестиции в нефинансовые активы осуществляют главным образом в форме капитальных вложений. Их систематизируют по следующим признакам:

- 1) формам собственности;
- 2) отраслевой структуре (промышленность, сельское хозяйство, транспорт, связь, торговля и т. д.);

- 3) технологической структуре;
- 4) воспроизводственной структуре;
- 5) назначению — по объектам производственного и социально-культурного назначения;
- 6) региональной структуре (по субъектам Российской Федерации).

Структура инвестиций в основной капитал по формам собственности представлена в табл. 5.2.

Таблица 5.2. Структура капиталовложений по формам собственности, %

Показатели	Годы						
	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Инвестиции в основной капитал – всего	100	100	100	100	100	100	100
В том числе по формам собственности заказчиков (инвесторов):	97,3	86,3	85,5	85,7	84,1	84,0	82,7
государственная	31,3	23,9	22,1	20,2	21,0	17,4	18,7
муниципальная	6,3	4,5	4,9	4,7	4,3	4,3	3,6
частная	13,4	29,9	36,7	42,0	41,2	46,2	47,6
общественных и религиозных организаций (объединений)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
потребительской кооперации	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
смешанная российская	46,2	27,8	21,6	18,6	17,4	15,9	12,6
иностранная	-	1,5	2,3	3,6	4,1	6,1	6,5
совместная российская и иностранная	2,7	12,2	12,2	10,7	11,8	9,9	10,8

Источник: Федеральная служба государственной статистики.

Из приведенных данных видно, что за последние 10 лет доля российской собственности в инвестициях значительно сократилась — на 14,6% (97,3–82,7) — за счет увеличения удельного веса иностранной и совместной собственности. Данная тенденция вызвана привлечением значительных объемов иностранных инвестиций в экономику страны, прежде всего в добывающие и обрабатывающие производства.

Технологическая структура капиталовложений показывает соотношение между строительно-монтажными работами, приобретением оборудования и прочими капиталовложениями. Понижение затрат на приобретение оборудования, инструмента и инвентаря в общем объеме капиталовложений свидетельствует об ухудшении их технологической структуры. Динамика данной структуры представлена в табл. 5.3.

Таблица 5.3. Технологическая структура капиталовложений в основной капитал, %

Показатели	Годы						
	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Инвестиции в основной капитал – всего	100	100	100	100	100	100	100
В том числе: строительно-монтажные работы	63,9	46,8	47,4	47,9	49,6	48,4	48,6
оборудование, инструмент, инвентарь	21,9	34,3	32,9	35,6	35,0	34,7	35,7
прочие капитальные работы и затраты	14,2	18,9	19,7	16,5	15,4	16,9	15,7

Источник: Федеральная служба государственной статистики.

Из приведенных данных можно сделать два вывода:

- 1) спад деловой активности в обрабатывающей промышленности и других базовых отраслях экономики в 90-е гг. прошлого столетия привел к сокращению потребности в производственных инвестициях в реальном секторе экономики;
- 2) действующие предприятия осуществляли замену устаревшего оборудования новым, главным образом импортным, перестраивая производство исходя из потребностей рынка.

Во временном аспекте капиталовложения подразделяют на:

- 1) текущие — они призваны поддерживать воспроизводственный процесс на действующем предприятии (например, замена физически и морально изношенного оборудования);
- 2) базовые — их направляют на реконструкцию и расширение действующих предприятий, новых производств в той же, что и прежде, сфере деятельности и в том же регионе;
- 3) стратегические — направляют на создание новых предприятий (филиалов, производств), приобретение целостных имущественных комплексов в иной сфере деятельности и иных регионах.

Наиболее высоким уровнем риска отличаются стратегические капиталовложения, а минимальным — текущие.

5.3. Инвестиционная политика предприятий (корпораций)

Термин «политика» характеризует систему целей и задач стратегического и тактического характера, а также механизм их реализации в какой-либо сфере деятельности (бизнеса).

Инвестиционная политика — составная часть общей экономической политики предприятия (корпорации), которая определяет выбор и способы реализации наиболее перспективных путей обновления и расширения его производственного и научно-технического потенциала. Она направлена на выживание предприятия в сложной рыночной среде, на достижение им финансовой устойчивости и гибкости, а также на создание условий для будущего развития.

Формирование инвестиционной политики предприятия показано на рис. 5.1.



Рис. 5.1. Последовательность разработки инвестиционной политики предприятия (корпорации)

При ее разработке необходимо предусмотреть:

- ♦ достижение экономического, научно-технического и социального эффектов от рассматриваемых мероприятий — для каждого объекта инвестирования используют специфические методы оценки эффективности, а затем отбирают те проекты, которые, при прочих равных условиях, обеспечивают проектостроителю максимальную доходность инвестиций при минимальном уровне риска вложений капитала;
- ♦ рациональное распоряжение средствами на реализацию неприбыльных инвестиционных проектов, т. е. снижение затрат на достижение соответствующего социального и экологического эффектов реализации данных проектов;

- ◆ использование предприятием наряду с собственными средствами привлеченных с финансового рынка денежных ресурсов в форме кредитов и займов, поступлений от эмиссии дополнительных пакетов акций и др.;
- ◆ использование для реализации крупномасштабных проектов государственной поддержки в форме бюджетных кредитов и гарантий Правительства РФ;
- ◆ привлечение льготных кредитов международных финансово-кредитных организаций и частных инвесторов;
- ◆ минимизацию инвестиционных рисков, связанных с выполнением работ на конкретных объектах;
- ◆ обеспечение ликвидности реальных инвестиций путем снижения сроков окупаемости капитальных затрат;
- ◆ соответствие мероприятий, которые намечено осуществить в рамках инвестиционной политики, законодательным и нормативным актам РФ, регулирующим инвестиционную деятельность в стране.

Влияние коммерческих рисков (строительных, производственных, маркетинговых и пр.) может быть оценено через вероятное изменение ожидаемой доходности инвестиционных проектов и соответствующее снижение их эффективности.

Для повышения ликвидности реальных инвестиций следует взвесить вероятность значительных изменений внешней инвестиционной среды, конъюнктуры рынка и стратегии развития предприятия в предстоящем году. Подобные изменения способны существенно снизить доходность отдельных объектов инвестирования, повысить уровень рисков, что окажет негативное влияние на общую инвестиционную привлекательность предприятия. В силу воздействия этих факторов часто приходится принимать решения о своевременном выходе из неэффективных проектов и реинвестировании высвобождаемого капитала. По итогам оценки проводят ранжирование реальных проектов по критерию их ликвидности.

При разработке инвестиционной политики учитывают следующие факторы:

- ◆ финансовое состояние предприятия (устойчивое, неустойчивое, кризисное);
- ◆ технический уровень производства, наличие незавершенного строительства и неустановленного оборудования;
- ◆ возможность получения оборудования по лизингу;
- ◆ наличие собственных средств, возможности привлечения недорогих кредитов и займов;
- ◆ конъюнктуру рынка капитала;
- ◆ льготы, получаемые инвестором от государства;

- ◆ коммерческую и бюджетную эффективность намечасмых к реализации инвестиционных проектов;
- ◆ условия страхования и получения гарантий от некоммерческих рисков;
- ◆ налоговое окружение — налоги и другие обязательные платежи, уплачиваемые инвестором;
- ◆ условно-переменные и условно-постоянные издержки предприятия, в том числе на производство и реализацию продукции (услуг);
- ◆ цены на продукцию и выручку от продаж.

Потребность в ресурсах для реализации инвестиционной политики предприятия определяют с учетом его производственного и научно-технического потенциала, необходимого для выпуска продукции (услуг) в соответствии с потребностями рынка. Инвестиционная политика, определенная специалистами предприятия, подлежит рассмотрению и утверждению дирекцией. Ключевые положения данной политики рекомендуют учитывать при технико-экономическом обосновании инвестиционных проектов и выборе различных источников финансирования.

Эффективность инвестиционной политики оценивают по сроку окупаемости долгосрочных инвестиций, который устанавливают на основе параметров бизнес-плана и предварительных расчетов по обоснованию инвестиционных проектов.

5.4. Источники финансирования капитальных вложений

Классическим источником финансирования капитальных вложений в странах с развитой рыночной экономикой являются собственные средства корпораций в форме амортизации основного капитала и нераспределенной прибыли (65–70%). Их дополняют определенной долей доходов, полученных от эмиссии собственных ценных бумаг (акций и облигаций), и кредитами банков (30–35%).

Подобная структура источников средств обеспечивает самофинансирование инвестиционной деятельности. Формирование и использование инвестиционных ресурсов в корпорациях США показано на рис. 5.2.

Результативность самофинансирования и его уровень зависят от удельного веса собственных источников в общем объеме финансовых ресурсов. В зарубежной практике его считают высоким, если доля собственных средств превышает 60% общего объема корпоративного финансирования (внутреннего и внешнего).

В международной практике для финансового обеспечения перспективных проектов используют следующие источники финансирования:

- ♦ средства частных компаний (корпораций);
- ♦ средства индивидуальных инвесторов (семейных хозяйств);
- ♦ возможности мирового финансового рынка;
- ♦ кредиты международных финансово-кредитных организаций (МВФ, Мирового банка, ЕБРР и др.);
- ♦ кредиты международных экспортных агентств;
- ♦ кредиты национальных коммерческих банков и др.

Безусловно, ни один из названных источников не является единственным возможным и гарантированным для крупных и средних вложений в экономику России. Для многих крупных проектов целесообразно привлечение смешанных источников финансирования. Это связано с тем, что в России пока не сформирован развитый рынок корпоративных ценных бумаг. Инвестиционный процесс ограничен главным образом простым воспроизводством основного капитала, однако и он предполагает отвлечение значительной части валового внутреннего продукта (ВВП) на цели накопления (18–20%).

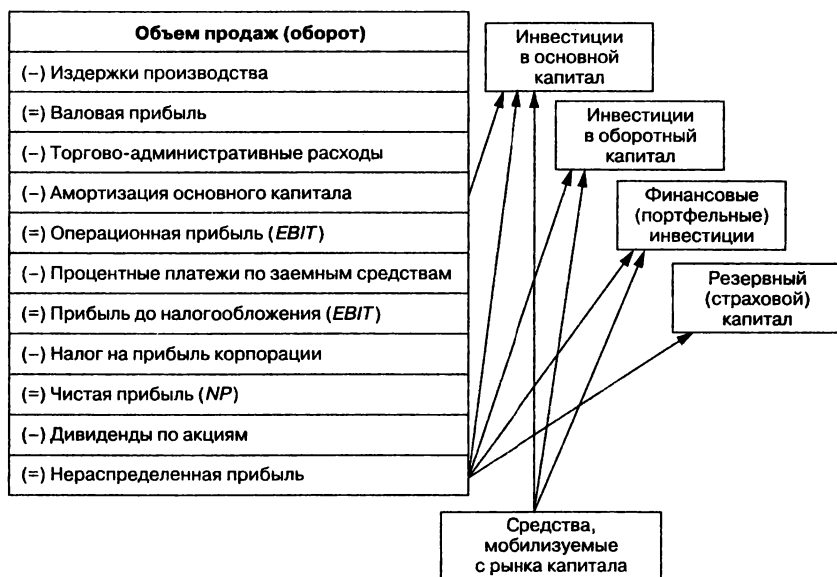


Рис. 5.2. Источники финансирования долгосрочных инвестиций в корпорациях США

Инвестиционные ресурсы исключают из воспроизводственного процесса на весь период до ввода в действие мощностей и объектов. В будущем вложенные средства возвращаются инвестору (застройщику) в процессе эксплуатации объектов строительства за счет выручки от продажи продукции (работ, услуг).

Система финансового обеспечения инвестиционной деятельности российских предприятий и корпораций (холдингов, ФПГ) базируется на определенных источниках ее финансирования. Под источником средств подразумевают конкретный вид финансовых ресурсов, который позволяет осуществлять сам процесс капитального инвестирования.

Методы финансирования включают различные способы предоставления средств, благодаря которым образуются финансовые источники и реализуются инвестиционные проекты. Среди них можно выделить: самофинансирование, инвестиционное кредитование, финансовую аренду (лизинг), проектное финансирование и т. д.

Состав источников финансирования долгосрочных инвестиций в основной капитал многообразен и представлен в табл. 5.4.

Таблица 5.4. Источники финансирования капитальных вложений в России

Внутренние источники	Внешние источники	
Собственные средства	Заемные средства	Привлеченные средства
1. Чистая прибыль (после налогообложения)	1. Долгосрочные кредиты банков	1. Доходы от эмиссии акций
2. Амортизационные отчисления	2. Доходы от эмиссии корпоративных облигаций	2. Взносы учредителей в уставный капитал
3. Прочие собственные средства Из них: мобилизация внутренних ресурсов в строительстве, осуществляемом хозяйственным способом; выручка от попутной добычи строительных материалов; поступления от разборки временных зданий и сооружений; другие поступления средств	3. Бюджетный кредит	3. Бюджетные средства на безвозвратной основе
	4. Инвестиционный налоговый кредит	4. Средства внебюджетных фондов
	5. Финансовая аренда (лизинг)	5. Долевое участие в строительстве объектов
	6. Прочие заемные средства	6. Средства иностранных инвесторов
		7. Прочие поступления

Состав и структура источников финансирования капитальных вложений зависит от различных факторов внутреннего и внешнего характера:

- ♦ масштабов хозяйственной деятельности инвесторов (застройщиков);
- ♦ организационно-правовой формы собственности;
- ♦ финансового состояния предприятий-инвесторов;
- ♦ цены привлечения источника средств;
- ♦ финансовой и денежно-кредитной политики государства и др.

Финансирование капитальных вложений в основной капитал можно осуществлять как за счет одного, так и нескольких источников. Соотношение между различными источниками финансирования капитальных вложений в России приведено в табл. 5.5.

Таблица 5.5. Структура источников финансирования долгосрочных инвестиций в основной капитал, %

Показатели	Годы						
	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Долгосрочные инвестиции в основной капитал – всего	100	100	100	100	100	100	100
В том числе:							
Собственные средства	49,0	47,5	49,4	45,0	45,2	45,4	47,7
из них:							
прибыль, остающаяся в распоряжении предприятий	20,9	23,4	24,0	19,1	17,8	19,2	22,4
амортизационные отчисления	22,6	18,1	18,5	21,9	24,2	22,8	22,1
прочие собственные средства	5,5	6,0	6,9	4,0	3,2	3,4	3,2
Привлеченные средства	51,0	52,5	50,6	55,0	54,8	54,6	52,3
из них:							
средства консолидированного бюджета	21,8	22,0	20,4	19,9	19,6	17,9	20,1
в том числе:							
из федерального бюджета	10,1	6,0	5,8	6,1	6,7	5,3	6,7
из бюджетов субъектов РФ	10,3	14,3	12,5	12,2	12,1	11,6	12,4

Источник: Федеральная служба государственной статистики.

В составе собственных источников ведущее место занимают чистая прибыль и амортизационные отчисления.

После уплаты налогов и других обязательных платежей в бюджетный фонд государства у предприятий остается чистая прибыль. Часть ее предприятия вправе направить на финансирование долгосрочных инвестиций в основной капитал. Эту часть прибыли можно использовать на возмещение капитальных затрат в составе фонда накопления или иного аналогич-

ного фонда, создаваемого на предприятии. Амортизация по основным средствам и нематериальным активам — второй и наиболее стабильный источник финансового обеспечения капитальных вложений. В отличие от прибыли данный источник не зависит от финансовых результатов деятельности предприятий. Амортизационные отчисления призваны обеспечивать не только простое, но и расширенное воспроизводство основного капитала.

По экономической природе амортизация выражает постепенное списание стоимости основных средств и нематериальных активов, связанное с их физическим и моральным износом, на себестоимость продукции (работ, услуг). Однако многие предприятия расходуют эти средства не по целевому назначению, оплачивая материально-производственные запасы с расчетного счета из поступающей выручки от реализации продукции. Для более рационального использования амортизационных отчислений в качестве инвестиционных ресурсов многие предприятия осуществляют амортизационную политику, включающую выбор форм воспроизводства основного капитала и определение приоритетных направлений расходования этих отчислений.

На эффективность выбранной амортизационной политики оказывают влияние следующие факторы:

- 1) в результате низких коэффициентов обновления и выбытия основного капитала (1–2% в год) в его объеме сохраняется значительная доля физически изношенных элементов;
- 2) низкие темпы роста долгосрочных инвестиций приводят к слабому приросту элементов основного капитала, что замедляет формирование амортизационных отчислений;
- 3) инновационно активные предприятия еще редко используют способы ускоренной амортизации, чтобы быстрее обновлять активные элементы основного капитала (машины и оборудование).

Таким образом, амортизационные отчисления входят в состав текущих издержек производства и участвуют в формировании прибыли предприятия. С другой стороны, они выступают налоговым вычетом, позволяющим исключить из налогооблагаемой базы определенную сумму его доходов (в форме прибыли).

5.5. Практика финансирования капитальных вложений за счет собственных средств

Если капитальные вложения осуществляют за счет собственных средств предприятий и корпораций (чистой прибыли и амортизационных отчислений), то партнеры по строительству самостоятельно определяют поря-

док внесения заказчиками (застройщиками) собственных финансовых ресурсов на специальные банковские счета для финансирования капиталовложений и взаиморасчетов. Средства на финансирование капиталовложений можно переводить и с расчетных счетов предприятий.

Формы оплаты строительно-монтажных работ, поставок материальных ресурсов и услуг по строительству объектов определяют договорами строительного подряда, заключаемыми заказчиками и подрядчиками на весь период строительства. Исходя из договора строительного подряда, расчеты между партнерами можно осуществлять:

- ♦ в форме авансов (промежуточных платежей) за выполненные подрядчиком работы на конструктивных элементах и этапах;
- ♦ после завершения всех работ на объекте.

На практике в договоре строительного подряда чаще всего предусматривают авансовую форму оплаты работ, поскольку значительную часть затрат в процессе строительного производства несет подрядчик. Часто прибегают к смешанной форме оплаты, т. е. при заключении договора строительного подряда предусматривают оплату работ после завершения отдельных этапов, а также выдачу аванса подрядчику.

Следует иметь в виду, что при отсутствии соответствующих указаний в законодательстве или в договоре оплату работ производят, исходя из ст. 711 ГК РФ. В данном случае заказчик обязан уплатить подрядчику обусловленную цену после окончательной сдачи результатов работы при условии, что работа выполнена надлежащим образом и в согласованный срок либо, с согласия заказчика, досрочно. Иными словами, если в договоре отсутствует условие о порядке оплаты работ, то данный факт не влияет на действительность договора.

Широко распространены промежуточные (ежемесячные) платежи за выполненные подрядчиком работы. Причем качество этих работ должно соответствовать условиям договора подряда (ст. 721 ГК РФ).

В случаях, когда фактические затраты подрядчика оказались ниже тех, которые учитывались при определении цены работ, подрядчик сохраняет право на оплату работ по цене, зафиксированной в договоре подряда, если заказчик не докажет, что полученная экономия повлияла на качество выполненных работ. В договоре подряда может быть предусмотрено распределение полученной экономии между сторонами (ст. 710 ГК РФ).

При невыполнении заказчиком обязанности уплатить установленную цену либо иную сумму, причитающуюся подрядчику в связи с выполнением договора подряда, подрядчик имеет право удержания результата работ, а также принадлежащих заказчику материалов и оборудования, до уплаты последним причитающихся сумм (ст. 712 ГК РФ).

Подрядчик обязан экономно использовать предоставленный заказчиком материал, после завершения работы представить заказчику отчет об

израсходовании материала, а также вернуть его остаток либо с согласия заказчика понизить цену работы с учетом стоимости оставшегося у подрядчика неиспользованного материала (ст. 713 ГК РФ).

Часто при строительстве объектов генеральный подрядчик привлекает для выполнения отдельных видов работ субподрядчиков. Тогда у генподрядчика возникает обязанность по оплате работ, выполненных субподрядчиком. При этом оплату генподрядчиком выполненных субподрядчиком работ осуществляют независимо от оплаты работ заказчиком генподрядчику.

У заказчика обязанность по оплате работ субподрядчику возникает в случае, если между ними, с согласия генподрядчика, заключен договор на выполнение отдельных видов работ (ст. 706 ГК РФ).

В договоре подряда указывают цену подлежащей выполнению работы или способы ее определения. Она включает компенсацию издержек подрядчика и причитающееся ему вознаграждение (прибыль). Цена работы может быть определена на основе составления сметы, которая после подтверждения ее заказчиком становится частью договора подряда (ст. 709 ГК РФ).

Право собственности переходит от подрядчика к заказчику в момент приемки-передачи строительной продукции либо после полного расчета по договору строительного подряда. Следует помнить, что, в соответствии со ст. 168 НК РФ, не позднее 5 дней со дня реализации выполненных работ (подписания акта приемки выполненных работ) подрядчик обязан выписать и передать заказчику счет-фактуру на стоимость выполненных работ и предъявленный к оплате налог на добавленную стоимость.

Порядок отражения в бухгалтерском учете выполненных работ и формирования финансового результата по договору строительного подряда регулируют нормами Положения по бухгалтерскому учету «Учет договоров (контрактов) на капитальное строительство (ПБУ 2/94)» и Положением по бухгалтерскому учету долгосрочных инвестиций от 30.12.1993 г. № 160. Данные положения применяют в части, не противоречащей нормам ПБУ 9/99 «Доходы организации» и ПБУ 10/99 «Расходы организации» от 06.05.1999 г.

5.6. Инвестиционное кредитование

Коммерческие банки, имеющие достаточно весомый собственный капитал, вправе предоставлять заемщикам долгосрочные кредиты на срок выше одного года. Подобные кредиты выдают заемщикам на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующего производства.

Принципы инвестиционной деятельности банков неизбежно связаны с производством, поскольку в нем заложены обязательные условия — достижение цели инвестирования (получение прибыли или иного полезного эффекта) и обеспечение прироста вложенных средств. Инвестиционное кредитование выражает целевое предоставление денежных средств предприятиям-заемщикам для реализации проектов, обеспечивающих достижение конкретных целей получателей кредита. Источником погашения последнего служат денежные потоки от текущей деятельности ссудополучателя, а также чистые денежные поступления, генерируемые проектом.

Для инвестиционного кредитования проектов характерны следующие особенности:

- ♦ отсутствие четкого разделения риска между кредитором и заемщиком. Последний несет ответственность по всем проектным рискам;
- ♦ кредитор (банк) сохраняет право полной компенсации всех обязательств заемщика как в части основной суммы долга, так и процентов по нему;
- ♦ банк-кредитор не участвует в распределении прибыли предприятия-заемщика;
- ♦ права и ответственность сторон по кредитной сделке регулируют кредитным договором, заключаемым между равноправными партнерами — банком и предприятием-ссудополучателем;
- ♦ объектом кредитного процесса выступает реальный проект, реализуемый в рамках инвестиционной политики предприятия.

Порядок предоставления, оформления и погашения долгосрочных кредитов (на срок свыше одного года) регулируют главами 42 «Заем и кредит» и 45 «Банковский счет» ГК РФ, правилами банков и кредитными договорами с клиентами. В кредитном договоре предусматривают следующие условия:

- ♦ объем выдаваемой ссуды;
- ♦ сроки и порядок ее использования;
- ♦ процентные ставки и другие выплаты по кредиту;
- ♦ обязанности и экономическая ответственность сторон;
- ♦ формы обеспечения обязательств по кредиту (залог имущества, поручительство, гарантии и др.);
- ♦ перечень документов, предоставляемых банку для оформления кредита, и др.

При установлении сроков и периодичности погашения долгосрочного кредита банк принимает во внимание:

- ♦ окупаемость затрат за счет чистой прибыли заемщика;
- ♦ платежеспособность и ликвидность баланса ссудополучателя;

- ◆ уровень кредитного риска;
- ◆ возможности ускорения оборачиваемости кредитных ресурсов.

Для получения инвестиционного кредита заемщик предоставляет банку документы, характеризующие его надежность и финансовую устойчивость:

- ◆ бухгалтерский баланс на последнюю отчетную дату;
- ◆ отчет о прибылях и убытках;
- ◆ технико-экономические обоснования и расчеты, подтверждающие эффективность и окупаемость капитальных затрат по кредитуемым мероприятиям и проектам;
- ◆ договор строительного подряда и пр.

Сумму полученного кредита в рублях зачисляют на расчетный или специальный счет в банке или на валютный счет (при получении его в иностранной валюте). За счет долгосрочного кредита могут быть оплачены проектно-изыскательские и строительно-монтажные работы, поставки оборудования и других ресурсов для строительства объекта.

Возврат заемных средств по вводу начинаемым стройкам и объектам производят после ввода их в эксплуатацию в сроки, определенные договорами. По объектам, вводимым на действующих предприятиях, возврат кредита начинают после сдачи их в эксплуатацию. Проценты за пользование кредитными ресурсами начисляют с даты их предоставления в соответствии с заключенными договорами между заемщиками и банками.

В процессе выдачи долгосрочного кредита заемщик оформляет обязательство о погашении ссуды по предъявлению. После утверждения акта о приемке-передаче объекта в эксплуатацию или внедрения кредитуемого мероприятия в производство задолженность по предоставленному кредиту оформляют обязательствами на конкретные месячные или квартальные сроки погашения в пределах периода, на который выдана ссуда. Сроки определяют, исходя из периода окупаемости капитальных затрат, финансовой устойчивости и платежеспособности заемщика, кредитного риска и других условий, которые сложились между партнерами по кредитному договору.

Для осуществления последующего контроля за выполнением условий кредитного договора и договора залога специалисты банка проверяют целевое использование кредита, его обеспечение (включая наличие предмета залога), своевременность погашения кредита и начисления процентов по нему. В случае несоблюдения сроков строительства и неэффективного использования выданного кредита банк применяет к заемщику экономические санкции, предусмотренные в кредитном договоре. Банк вправе обратиться в арбитражный суд с заявлением о возбуждении производства по делу о несостоятельности (банкротстве) в отношении должника, не ис-

полняющего свои обязательства по погашению задолженности по предоставленному кредиту.

Долгосрочные кредиты часто выгодны предприятиям всех форм собственности. Их можно рассматривать как приоритетный способ внешнего финансирования капитальных вложений при дефиците у предприятий собственных средств. Заемщик имеет возможность получить долгосрочный кредит на более выгодных условиях, чем при размещении корпоративных облигаций на фондовом рынке. При необходимости отдельные условия кредита могут быть изменены по договоренности сторон в более короткие по сравнению с облигационными займами сроки. Заемщик вправе использовать долгосрочный кредит, планируя погасить его через несколько лет за счет поступлений от реализации облигационного займа, выигрывая на разнице в процентных ставках. В случае привлечения долгосрочного кредита (по сравнению с размещением на фондовом рынке собственных ценных бумаг) у заемщика отпадают эмиссионные расходы.

5.7. Лизинг как метод финансирования капитальных вложений

Лизинг как альтернативная форма финансирования долгосрочных инвестиций в основной капитал предприятий (корпораций) получает все большее распространение в народном хозяйстве России. Он выражает совокупность экономических и правовых отношений, которые возникают между хозяйствующими субъектами в связи с реализацией договора лизинга.

В соответствии с договором лизинга арендодатель (лизингодатель) обязуется приобрести в собственность указанное арендатором (лизингополучателем) имущество у определенного им продавца и предоставить лизингополучателю за плату данное имущество во временное владение и пользование. По договору финансовой аренды (лизинга) арендодатель обязуется приобрести в собственность указанное арендатором имущество у определенного им продавца и предоставить арендатору данное имущество (предмет лизинга) во временное владение и пользование для предпринимательской деятельности. Арендодатель в этом случае не несет ответственности за выбор предмета лизинга и продавца. Он самостоятельно приобретает имущество для арендатора и уведомляет продавца, что оно предназначено для передачи определенному лицу. После этого продавец непосредственно передает имущество арендатору в месте его нахождения. Если имущество, которое является предметом договора финансовой аренды, не передано арендатору в указанный в этом договоре срок, а при его отсутствии — в разумный срок, то арендатор имеет право на расторжение до-

говора и возмещение убытков (если просрочка допущена по вине арендодателя).

Риск случайной гибели или случайной порчи арендованного имущества переходит к арендатору в момент передачи ему арендованного имущества, если иные условия не предусмотрены договором финансовой аренды. Арендатор вправе предъявить продавцу имущества требования в отношении его качества и комплектности, сроков поставки и в других случаях ненадлежащего исполнения договора продавцом. Статья 670 ГК РФ предоставляет в данном случае односторонние преимущества арендодателю, поскольку арендатор не может расторгнуть договор купли-продажи с продавцом без согласия арендодателя.

В лизинговых операциях могут участвовать три и более юридических лица: лизингодатель, лизингополучатель, поставщик (изготовитель) предмета лизинга и др. (рис. 5.3).

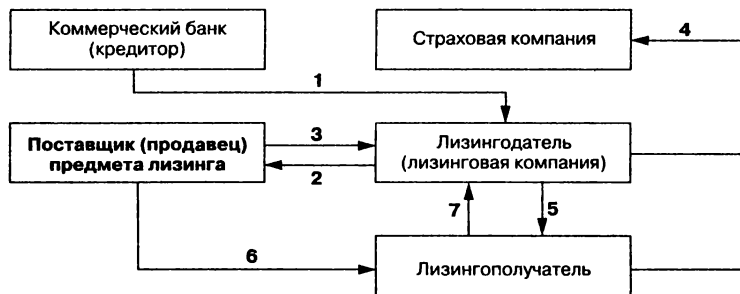


Рис. 5.3. Схема построения многосторонней лизинговой сделки: 1 — банковский кредит лизингодателю на приобретение предмета лизинга; 2 — оплата предмета лизинга; 3 — продажа предмета лизинга; 4 — страховые платежи за страхование предмета лизинга; 5 — заключение договора лизинга; 6 — поставка предмета лизинга; 7 — лизинговые платежи в пользу лизингодателя

Лизинговая деятельность — вид инвестиционной деятельности по приобретению имущества с последующей передачей его в лизинг.

Лизинговая сделка — это совокупность договоров, необходимых для реализации договора лизинга между лизингодателем, лизингополучателем и продавцом (поставщиком) предмета лизинга. К обязательным договорам относят договор купли-продажи имущества. К сопутствующим договорам — договоры о привлечении денежных средств, договоры залога, поручительства, страхования предмета лизинга и пр.

Предметом лизинга могут быть: движимое и недвижимое имущество, а также предприятия и иные имущественные комплексы. Предмет лизинга, переданный во временное владение и пользование лизингополучателю, остается собственностью лизингодателя. Право владения и пользова-

ния предметом лизинга переходит к лизингополучателю в полном объеме, если договором лизинга предусмотрен его выкуп по остаточной стоимости. Взаимоотношения между лизингодателем и лизингополучателем регулируются договором, заключаемым в письменной форме. Он должен содержать следующие существенные положения:

- ◆ предмет договора (детальное описание предмета лизинга);
- ◆ обязанности сторон по договору;
- ◆ срок лизинга;
- ◆ передача имущества и его балансовый учет;
- ◆ право собственности и право использования имущества;
- ◆ страхование предмета лизинга;
- ◆ лизинговые платежи;
- ◆ беспорное списание денежных средств;
- ◆ ответственность сторон;
- ◆ прекращение договора;
- ◆ завершение сделки;
- ◆ юридические адреса и банковские реквизиты.

В договоре лизинга необходимо предусмотреть факты, которые стороны считают бесспорным и очевидным нарушением обязательств, приводящим к прекращению действия договора и возврату предмета лизинга собственнику. Договор лизинга может предусматривать право лизингополучателя продлить срок лизинга с сохранением или изменением его условий.

Лизинг классифицируют на внутренний и международный. При осуществлении внутреннего лизинга все его участники относятся к резидентам РФ. При международном лизинге его участники не являются резидентами РФ.

Сублизинг — особый вид экономических отношений, возникающих в связи с переуступкой прав пользования предметом третьему лицу, что оформляют договором сублизинга. При сублизинге лицо, осуществляющее сублизинг, принимает предмет у лизингодателя по договору лизинга, а передает его во временное пользование лизингополучателю по договору сублизинга. Переуступка лизингополучателем третьему лицу своих обязательств по выплате лизинговых платежей не допускается. При передаче предмета лизинга в сублизинг обязательным условием служит письменное согласие лизингодателя.

Услуги, предоставляемые лизинговыми компаниями лизингополучателям, платные, поэтому они обязаны своевременно выплачивать лизингодателям предусмотренные договором лизинга арендные платежи. Расчет общей суммы лизинговых платежей осуществляют по формуле:

$$\text{ЛП} = \text{АО} + \text{ПК} + \text{КВ} + \text{ДУ} + \text{НДС},$$

где ЛП — сумма лизинговых платежей в пользу лизингодателя; АО — амортизационные отчисления, причитающиеся лизингодателю в расчетном периоде; ПК — плата за использование кредитных ресурсов арендодателя на приобретение предмета лизинга у продавца; КВ — комиссионное вознаграждение лизингодателю за предоставленное имущество по договору лизинга; ДУ — плата лизингодателю за дополнительные услуги по договору лизинга; НДС — налог на добавленную стоимость, уплачиваемый лизингодателем по оказываемым услугам.

Амортизационные отчисления производит сторона договора, на балансе которой находится предмет лизинга. Стороны договора лизинга вправе по взаимному соглашению применять ускоренную амортизацию предмета лизинга. В данном случае для амортизируемых основных средств, которые являются предметом лизинга, к основной норме амортизации налогоплательщик вправе применять специальный коэффициент (но не свыше трех). Данное положение не распространяют на амортизируемое имущество, относящееся к первой—третьей амортизационным группам, если амортизацию начисляют нелинейным способом.

Размер, способ, форму и периодичность выплат определяют в договоре по соглашению сторон. Лизинговые платежи относят на издержки производства налогоплательщика (лизингополучателя) в составе прочих расходов. В случае, если имущество, полученное по договору лизинга, учитывают у лизингополучателя, арендные платежи признают расходами за вычетом суммы начисленной амортизации.

Лизинговые платежи по соглашению сторон можно осуществлять:

- 1) в денежной форме;
- 2) в натуральной (компенсационной) форме;
- 3) в смешанной (комбинированной) форме.

Если стороны в соответствии с договором производят расчеты по лизинговым платежам продукцией (в натуральной форме), выпускаемой с помощью предмета лизинга, то цену на такую продукцию устанавливают по соглашению между сторонами.

Размер лизинговых платежей можно изменять по соглашению сторон в сроки, предусмотренные договором лизинга, но не чаще, чем один раз в три месяца. Обязательства лизингополучателя по уплате лизинговых платежей наступают с момента использования предмета лизинга, если иное не предусмотрено договором.

При заключении договора лизинга стороны вправе выбрать наиболее приемлемый в конкретных условиях вариант платежей, который будет устраивать всех участников лизинговой сделки.

По методу начисления лизинговых платежей их подразделяют на:

- ◆ платежи с фиксированной общей суммой;
- ◆ авансовые платежи;
- ◆ минимальные платежи.

При использовании метода начисления платежей с фиксированной суммой общую их величину выплачивают в течение всего срока действия договора лизинга (одинаковыми месячными или квартальными платежами). Если допускаются авансовые платежи, то лизингополучатель в момент подписания договора уплачивает лизингодателю аванс в согласованной сторонами сумме. Оставшаяся часть суммы платежей (за вычетом аванса) начисляется и уплачивается в течение срока действия договора (аналогично платежам с фиксированной общей суммой). Если договором лизинга предусмотрен выкуп имущества лизингополучателем по заранее согласованной стоимости, то эту сумму соответствующими долями прибавляют к выплатам, определенным исходя из фиксированной общей суммы лизинговых платежей (метод минимальных платежей).

Лизингодатель вправе осуществлять контроль за соблюдением лизингополучателем условий договора лизинга и других сопутствующих договоров. Лизингополучатель обязан обеспечить лизингодателю беспрепятственный доступ к финансовым документам и предмету лизинга. Цель и порядок такого инспектирования устанавливают в договоре лизинга и других сопутствующих договорах.

Лизинг обладает существенными преимуществами перед другими формами инвестирования в основной капитал предприятий:

- ◆ частично устраняет риск потерь, связанных с моральным износом оборудования;
- ◆ снижает налогооблагаемую прибыль лизингополучателя, так как затраты по лизингу относят на издержки производства (себестоимость продукции);
- ◆ избавляет предприятие от непроизводительных затрат по содержанию оборудования, временно простаивающего вследствие сезонности и цикличности производства;
- ◆ предотвращает иные формальности, неминуемые при получении кредита в банке, что очень важно для малых и средних предприятий, не обладающих достаточной кредитоспособностью;
- ◆ дает возможность составить гибкий график лизинговых платежей в соответствии с операционным циклом и потоком денежной наличности у лизингополучателя. Это означает, что лизинговая компания при расчете лизинговых платежей должна учитывать финансовое состояние своего партнера.

Дальнейшему развитию лизингового бизнеса в России препятствуют следующие факторы:

- ♦ недостаточность финансового потенциала лизинговых компаний, их чрезмерная зависимость от кредитов коммерческих банков;
- ♦ высокая цена кредитных ресурсов, что повышает стоимость лизинговой сделки;
- ♦ большой уровень рисков, связанных с лизинговой деятельностью, в частности риска невыплаты лизинговых платежей;
- ♦ неотработанность правовых норм возврата лизингового имущества в случае нарушения арендатором условий договора лизинга и др.

5.8. Проектное финансирование

Как подтверждает практика индустриально развитых стран Запада, одним из наиболее перспективных методов финансового обеспечения реальных инвестиционных проектов является проектное финансирование. Данное направление инвестиционной деятельности имеет приоритетное значение для таких отраслей национального хозяйства, как горнодобывающая промышленность (добыча нефти и газа), электроэнергетика, развитие производственной инфраструктуры (строительство мостов, туннелей, плотин, автострад и т. д.).

Методы проектного финансирования на Западе стали использовать в 70-е гг. прошлого века для описания различных типов финансовых операций, которые давали возможность инвесторам проектов снизить расходы на погашение долговых обязательств, воспользоваться поддержкой международных финансово-кредитных организаций, включая прямую или косвенную поддержку государства, на территории которого реализуют крупномасштабный инвестиционный проект.

В осуществлении проектного финансирования (особенно в развивающихся странах) активное участие принимают международные финансово-кредитные институты (МБРР, МВФ, ЕБРР и др.). Именно их деятельность позволяет сформулировать основные правила проектного финансирования:

- ♦ его целевой характер (например, строительство электростанций в развивающихся странах);
- ♦ долгосрочный характер вложения капитала (10–20 и более лет);
- ♦ повышенная стоимость кредитов и займов, включающая премию за финансовый риск (5–7% годовых);
- ♦ использование инструментов минимизации кредитного риска (диверсификация вложений капитала путем привлечения частных

инвесторов — крупных банков и корпораций; предоставление им государственных гарантий; детальное изучение финансово-экономического положения заемщика и т. д.);

- ◆ построение адекватным источникам финансирования (внутренним или внешним) организационно-финансовой модели проекта (финансирование проекта осуществляют при условии создания спонсорами отдельного предприятия — проектной компании).

Проектному финансированию присущи следующие особенности:

- 1) по специфике процесса — многообразная операция, сочетающая элементы кредитования и финансирования за счет собственных средств спонсоров и привлеченных источников (кредитов и займов);
- 2) по характеру участников — инициаторы проекта (спонсоры), инвестиционные и коммерческие банки, инвестиционные фонды, лизинговые и страховые компании, подрядчики, поставщики оборудования и другие участники;
- 3) по технологии финансового обеспечения проекта — финансирование осуществляет созданная спонсорами проектная компания;
- 4) по источнику погашения задолженности — поступления (доходы), генерируемые проектом;
- 5) по распределению проектных рисков — кредиторы и инвесторы принимают на себя большую часть проектных рисков;
- 6) по участию кредиторов и инвесторов в распределении прибыли предприятия — они принимают участие в распределении прибыли, генерируемой проектом, пропорционально доле участия в объеме финансирования.

На практике проектное кредитование и проектное финансирование имеют как одинаковые признаки (например, обязательное создание проектной компании), так и существенные различия в составе участников, распределении рисков между ними и др. Однако понятие проектного финансирования значительно шире понятия проектного кредитования — прежде всего по составу участников инвестиционного процесса и разнообразию привлекаемых для реализации проекта финансовых ресурсов.

Для организации финансирования крупных проектов их инициаторы совместно с предполагаемыми участниками и в тесном взаимодействии с коммерческими банками разрабатывают детальное технико-экономическое обоснование и бизнес-план намечаемого проекта. Только после этого данные документы могут быть представлены на рассмотрение потенциальным инвесторам и первоклассным кредиторам (банкам), заинтересованным в реализации проекта. Полный цикл его реализации приведен на рис. 5.4.

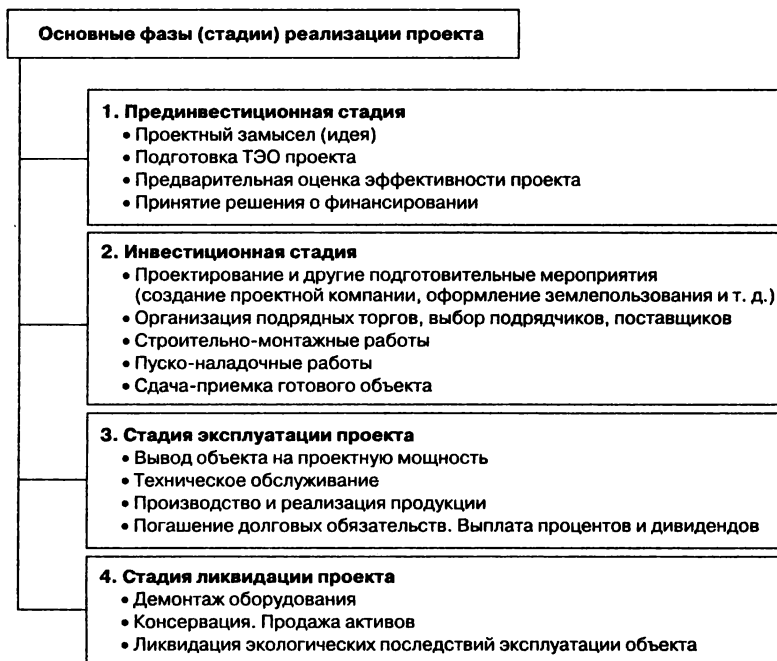


Рис. 5.4. Проектный цикл: ключевые стадии и их содержание

К основным принципам проектного финансирования относятся:

- ♦ участие в проекте надежных партнеров, готовых способствовать его успешной реализации;
- ♦ квалифицированная подготовка технико-экономического обоснования и проектно-сметной документации;
- ♦ достаточная капитализация проекта;
- ♦ детальная разработка организации строительства и эксплуатации будущего предприятия (объекта), включая производство, транспорт, менеджмент, маркетинг и др.;
- ♦ оценка проектных рисков и их распределение среди участников;
- ♦ наличие соответствующего набора правового обеспечения и гарантий;
- ♦ диверсификация источников финансирования проекта (собственных, заемных и привлеченных);
- ♦ обеспечение технической и экономической жизнеспособности предприятия, созданного в результате реализации проекта, что по-

звolyет генерировать достаточные денежные поступления для обслуживания обязательств перед кредиторами, инвесторами и другими контрагентами.

Финансовые ресурсы в схемах проектного финансирования привлекают различными методами на внутреннем и международном рынках капитала: на основе банковского кредита, выпуска корпоративных ценных бумаг (акций и облигаций), собственных денежных ресурсов частных компаний (корпораций), поддержанных банковскими поручительствами и гарантиями, и др.

В перечень базисных принципов привлечения финансовых ресурсов для проектного финансирования включают:

- ♦ материальную заинтересованность инвесторов и кредиторов в реализации проекта;
- ♦ добровольность предоставления средств для осуществления проекта;
- ♦ зависимость получаемого инвесторами и кредиторами дохода от уровня принимаемого ими риска по проекту и ликвидности используемых финансовых активов (акций и корпоративных облигаций).

Процедура организации проектного финансирования должна учитывать четыре аспекта:

- 1) смещение оценки с субъекта кредитования (конкретного ссудозаемщика) на объект, т. е. непосредственно на проект;
- 2) отражение в методологии оценки различных фаз жизненного цикла проекта (прединвестиционной, инвестиционной, эксплуатационной и ликвидационной);
- 3) множественность критериев оценок проекта с учетом различий интересов участников;
- 4) неопределенность, связанную с закономерностями отраслевого спроса на продукцию (услуги), а также со специфическими видами проектных рисков, которые действуют в одном или нескольких периодах и затрагивают интересы всех участников проекта.

В банковской практике, исходя из того, какую долю риска принимает на себя кредитор, выделяют следующие виды проектного финансирования:

- 1) без какого-либо регресса на заемщика (под регрессом понимают требование о возмещении предоставленной суммы денежных средств одним юридическим лицом другому юридическому лицу);
- 2) с полным регрессом на заемщика;
- 3) с ограниченным регрессом на заемщика (преимущество данного способа финансирования состоит в умеренной стоимости реализуе-

мого проекта и равномерном распределении рисков между всеми участниками);

- 4) лимитированное проектное финансирование с участием собственных средств инвестора (не менее 20%), государства (40%) и банков (40%).

Одно из ведущих мест в системе проектного финансирования принадлежит проектной компании. Чаще всего ее создание обусловлено тем, что получение проектного кредита отражают на балансе проектной компании, а не на балансе спонсоров (учредителей), которые не хотели бы этой финансовой операцией ухудшать свое финансовое состояние. Такой подход называют внебалансовым финансированием. Возможности подобного финансирования зависят от законодательства страны, определяющей правила ведения бухгалтерского учета и отчетности. Внебалансовая задолженность не так опасна для компании-спонсора, так как не учитывается банками и рейтинговыми агентствами при оценке кредитоспособности компаний — учредителей проекта.

Наряду с проектной компанией при реализации крупномасштабных проектов в них оказываются задействованными и другие участники:

- ◆ спонсоры (инициаторы) проекта;
- ◆ кредиторы (коммерческие и инвестиционные банки, банковский консорциум);
- ◆ подрядчики (генеральный подрядчик и субподрядчики);
- ◆ финансовые консультанты (банки и другие финансовые организации);
- ◆ страховые компании и банки-гаранты;
- ◆ поставщики оборудования;
- ◆ институциональные инвесторы, приобретающие акции и иные ценные бумаги, выпускаемые проектной компанией;
- ◆ операторы — компании, осуществляющие эксплуатацию введенных в действие предприятий (объектов);
- ◆ покупатели товаров (услуг) вновь созданных предприятий и другие организации.

Анализ особенностей и способов проектного финансирования позволяет установить их преимущества:

- ◆ возможность привлечения значительных кредитных ресурсов под потенциально эффективный инвестиционный проект;
- ◆ получение правовых гарантий под будущий проект;
- ◆ обеспечение выгодных кредитных условий и процентных ставок при недостаточной кредитоспособности спонсоров;

- ♦ получение дополнительных гарантий снижения проектных рисков путем распределения их между участниками инвестиционной деятельности;
- ♦ отсутствие необходимости отражения в финансовых отчетах спонсоров инвестиционных затрат до момента полной окупаемости проекта.

Применение различных вариантов проектного финансирования позволяет компаниям — организаторам проекта, формирующим стартовый капитал для его реализации, привлекать значительные денежные средства с финансового рынка в форме кредитов и займов.

Глава 6

ФИНАНСИРОВАНИЕ КРАТКОСРОЧНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В ОБОРОТНЫЙ КАПИТАЛ

6.1. Общая характеристика инвестиций в оборотный капитал

Ключевое место в реализации финансовой тактики предприятия (корпорации) занимают проблемы достаточности оборотного капитала, механизма его планирования, регулирования и финансирования, анализа эффективности использования. Если не заниматься краткосрочными хозяйственными операциями по закупкам материальных ресурсов и сбыту готовой продукции, то долгосрочные финансовые решения не будут иметь успеха.

Оборотный капитал (аналоги — оборотные активы, текущие активы) выражает совокупность имущественных ценностей, которые обслуживают текущую (операционную) деятельность предприятия и полностью потребляются в течение одного производственного цикла.

В бухгалтерском учете и отчетности оборотный капитал представлен термином «оборотные активы». С позиции бухгалтерского учета оборотными активами считают такие активы, которые могут быть трансформированы в денежные средства в течение одного года.

Инвестиции — вложения в оборотные активы — показывают во II разделе бухгалтерского баланса, а источники их финансирования — в III разделе «Капитал и резервы» и в V разделе «Краткосрочные обязательства».

Оборотные средства — денежные средства, авансированные в оборотные активы, которые непрерывно оборачиваются в течение одного года или одного производственного цикла. Они обеспечивают бесперебойность процесса производства и реализации готовой продукции, так как одновременно находятся на всех стадиях данного процесса в денежной, производительной и товарной формах.

Собственные оборотные средства представляют собой разницу между капиталом и резервами (итогом раздела III баланса) и внеоборотными активами (итогом раздела I баланса).

Чистый оборотный капитал выражает разницу между капиталом и резервами, увеличенными на сумму долгосрочных обязательств, и внеобо-

ротными активами. Его определяют также как разность между оборотными активами и краткосрочными обязательствами. Знание указанных терминов помогает финансовой дирекции принимать правильные решения по регулированию размера собственных оборотных средств и чистого оборотного в течение всего года.

Для оборотных средств как части авансированного капитала характерны следующие признаки:

- 1) они должны быть вложены заранее, т. е. авансированы до получения доходов (выручки от продажи товаров, работ и услуг);
- 2) оборотные средства в качестве наиболее ликвидных ресурсов не расходуются и не потребляются в производственном процессе (как, например, сырье и материалы), но они должны постоянно возобновляться в хозяйственном обороте;
- 3) абсолютная потребность в оборотных средствах зависит от вида и объема хозяйственной деятельности, условий снабжения и сбыта продукции и поэтому должна регулироваться финансовой службой предприятия.

Оборотные активы (средства) непосредственно вовлечены в процесс производства и реализации продукции, поэтому концепция управления ими сводится к обеспечению предприятия минимальным, но достаточным объемом денежных средств для поддержания его постоянной платежеспособности и ликвидности баланса.

Данная концепция включает в себя следующие элементы:

- ◆ учет всех составляющих статей оборотных активов на каждую отчетную дату;
- ◆ анализ состояния и причин, в силу которых у предприятия сложилось негативное положение с оборачиваемостью оборотных активов;
- ◆ разработку и внедрение в практику работы экономических служб современных методов управления оборотными активами;
- ◆ оперативный контроль за состоянием наиболее важных статей оборотных активов (запасов, дебиторской задолженности и денежных средств) в процессе производства и сбыта продукции.

На практике различают состав и структуру оборотных активов. Под их составом, согласно разделу II бухгалтерского баланса, понимают совокупность образующих элементов (рис. 6.1).

Структура оборотных активов характеризует удельный вес каждой статьи в их общем объеме. Ее устанавливают посредством вертикального анализа раздела II «Оборотные активы» баланса предприятий в динамике за ряд периодов (табл. 6.1).

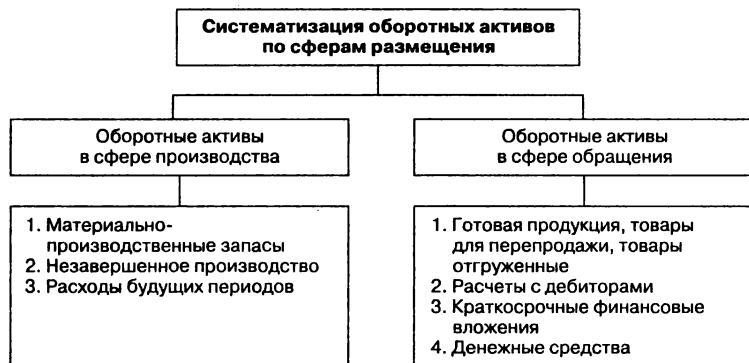


Рис. 6.1. Состав оборотных активов предприятий и корпораций

Таблица 6.1. Структура оборотных активов по средним и крупным предприятиям России

Показатели	По данным на конец года, %						
	1993	1995	2000	2001	2002	2003	2004
Оборотные активы – всего	100	100	100	100	100	100	100
В том числе:							
1. Запасы	40,7	40,8	24,9	26,6	25,0	23,3	22,8
Из них: материалы	17,7	16,2	12,5	13,0	10,5	10,0	9,3
затраты в незавершенном производстве	5,8	8,4	5,4	6,1	6,9	6,2	6,0
расходы будущих периодов	0,2	0,5	0,6	1,0	1,5	1,4	1,4
готовая продукция, товары для перепродажи, товары отгруженные	17,0	15,7	6,4	6,5	6,1	5,7	6,1
2. Денежные средства, дебиторы и прочие оборотные активы	59,3	59,2	75,1	73,4	75,0	76,7	77,2
Из них: краткосрочные финансовые вложения	1,0	1,8	8,3	9,5	8,5	10,2	13,9
денежные средства	8,6	4,0	5,5	6,0	7,8	6,0	6,4
дебиторская задолженность и прочие оборотные активы	49,7	46,4	61,3	57,9	58,7	60,5	56,9

Из приведенных данных следует, что удельный вес запасов в структуре оборотных активов снизился на 17,9% (40,7 – 22,8), а доля дебиторской задолженности выросла на 7,2% (56,9 – 49,7). Рекомендуемые значения

запасов должны составлять 60–65%; дебиторской задолженности — 20–25%; денежных активов — 20–10%.

Причины структурных изменений следующие:

- 1) значительный спад объема производства в 90-е гг. прошлого столетия, особенно в промышленности и сельском хозяйстве;
- 2) кризис неплатежей во всех отраслях народного хозяйства, что привело к существенному росту дебиторской задолженности;
- 3) вывоз капитала из России, необходимого для реструктуризации отечественной экономики;
- 4) высокая инфляция, обесценивающая будущие доходы предприятий (свыше 15% в год). Если инфляция носит умеренный характер — не более 8–10% в год, то можно с достаточной степенью точности предвидеть ее влияние на величину оборотных активов;
- 5) большая палоговая нагрузка на товаропроизводителей, приводящая часто к изъятию у них собственных оборотных средств в бюджетный фонд государства, и др.

На структуру оборотных активов влияют также следующие микроэкономические факторы:

- ◆ производственные — состав и структура затрат на производство, его тип (единичное, мелкосерийное, серийное, массовое), характер выпускаемой продукции, длительность технологического процесса и др.;
- ◆ особенности закупок материальных ресурсов: периодичность, регулярность и комплектность поставок, вид транспорта, удельный вес комплектующих изделий в объеме потребления;
- ◆ формы расчетов с поставщиками и покупателями продукции (работ, услуг);
- ◆ спрос на продукцию данного предприятия, что влияет на величину остатков готовой продукции на складе и дебиторской задолженности;
- ◆ принятая учетная политика.

Поскольку финансовые обязательства оплачивают наличными деньгами, поступающими на расчетный счет, то наиболее ликвидный элемент оборотных активов — наличные денежные средства. Финансистам предприятий (корпораций) необходимо обеспечить достаточный объем наличных денег к моменту наступления платежей по обязательствам государству и партнерам.

Управление наличными денежными средствами преследует три основные цели:

- 1) увеличение скорости поступления наличных денег;
- 2) снижение времени на осуществление расчетных операций;
- 3) повышение отдачи от вложенных наличных денег (например, в краткосрочные ценные бумаги государства, от помещения денежных средств на депозитные счета в банках и др.).

Высокая ставка банковского процента по заемным средствам (10–12% годовых) приводит к необходимости регулировать денежные операции, осуществляемые прежде всего за счет выручки от продажи товаров (работ, услуг). В то же время внедрение компьютерных технологий позволяет финансистам предприятий (корпораций) получить доступ к информации для составления ежемесячных (с подекадной разбивкой показателей) бюджетов движения денежных средств (по видам деятельности), а также отчетов об их исполнении, и тем самым регулировать поступление и расходование денежных средств.

В современных условиях предприятиям всех форм собственности предоставлена широкая самостоятельность в маневрировании оборотными средствами. Предприятиям предоставлено право определять плановую потребность в оборотных средствах и маневрировать ими в течение года. Они вправе реализовать неиспользуемые материальные ценности другим организациям по рыночным ценам. Результат от реализации учитывают в составе бухгалтерской прибыли (прибыли до налогообложения).

В распоряжении предприятий остается также экономия, полученная от ускорения оборачиваемости оборотных средств в качестве их внутреннего финансового резерва. За счет чистой прибыли (после налогообложения), исходя из учредительных документов, можно формировать резервный капитал, предназначенный для покрытия убытков и непредвиденных потерь. Чтобы выжить в рыночной среде, каждое предприятие обязано обеспечивать эффективное использование и ускорение оборачиваемости оборотных средств, поддерживать на достаточном уровне свою платежеспособность и ликвидность баланса.

6.2. Управление оборотным капиталом в процессе операционного и финансового циклов

Для нормальной деятельности предприятия оборотный капитал (активы) должен находиться на всех стадиях операционного (производственного) цикла и во всех формах (товарной, производительной и денежной). Отсутствие любого элемента оборотного капитала на одной из стадий приводит к остановке производства. Если товар продают в кредит (с отсрочкой платежа), то предприятию необходимы оборотные средства для покрытия дебиторской задолженности до тех пор, пока не внесут плату за продук-

цию. Полный цикл оборота оборотных активов измеряют временем с момента закупки сырья и материалов у поставщиков (оплаты кредиторской задолженности) до оплаты готовой продукции потребителями (погашения дебиторской задолженности). Предприятие далеко не всегда получает денежные средства от покупателей на момент платежа поставщикам за сырье и материалы. Поэтому и возникает проблема управления оборотными активами (рис. 6.2).

Продолжительность операционного цикла			
Продолжительность производственного процесса			Период оборота дебиторской задолженности
Период оборота запасов сырья и материалов	Период оборота незавершенного производства	Период оборота запасов готовой продукции	
Период оплаты кредиторской задолженности	Период финансового цикла (цикла денежного оборота)		

Рис. 6.2. Формат полного цикла оборота оборотных активов

Операционный цикл (ОЦ) характеризует общее время, в течение которого оборотные активы (средства) иммобилизованы в запасы и дебиторскую задолженность:

$$\text{ОЦ} = \text{ПО}_3 + \text{ПО}_{\text{дз}},$$

где ПО_3 – период оборачиваемости запасов (сырья и материалов, незавершенного производства и готовой продукции), дни; $\text{ПО}_{\text{дз}}$ – период оборачиваемости дебиторской задолженности, дни.

Разница между сроками платежа по своим обязательствам перед поставщиками и получением денежных средств от покупателей является финансовым циклом (ФЦ), в течение которого они (средства) отвлекаются из оборота предприятия:

$$\text{ФЦ} = \text{ОЦ} - \text{ПО}_{\text{кз}},$$

где ОЦ – продолжительность операционного цикла, дни; $\text{ПО}_{\text{кз}}$ – период оборачиваемости (оплаты) кредиторской задолженности, дни.

Снижение производственного и финансового циклов в динамике – позитивная тенденция. Подобное сокращение циклов может произойти по трем причинам:

- 1) ускорения производственного процесса;
- 2) ускорения оборачиваемости дебиторской задолженности;
- 3) замедления срока погашения кредиторской задолженности (в рамках деловой этики), что создает для предприятия дополнительный источник формирования оборотных активов.

Пример

Период оборачиваемости запасов — 65 дней; период оборачиваемости дебиторской задолженности — 35 дней; период погашения кредиторской задолженности — 46 дней.

Тогда длительность оборота денежных средств — 54 дня ($65 + 35 - 46$). Это означает, что предприятие с момента начала производства в течение 54 дней должно изыскать финансовые ресурсы для продолжения операционного цикла.

На формирование цикла денежного оборота оказывают влияние следующие факторы:

- 1) организационно-правовая форма хозяйствующего субъекта;
- 2) отраслевые особенности и вид бизнеса;
- 3) особенности рыночной конъюнктуры (спрос и предложение на товары, уровень цен на них и т. д.);
- 4) доступность привлечения денежных ресурсов с финансового рынка;
- 5) экономические условия в стране (денежно-кредитная и финансовая политика государства, темпы инфляции, цены на энергоносители и грузовые перевозки).

Все эти факторы неоднозначно воздействуют на формирование циклов денежных потоков в текущей деятельности предприятия. Поэтому служба финансового директора обязана учитывать их в процессе управления денежным оборотом и оперативно реагировать на возможные колебания в притоке и оттоке денежных средств.

6.3. Моделирование текущих финансовых потребностей

Текущие финансовые потребности (по мнению автора термина Е. С. Стояновой) характеризуют разницу между средствами, авансированными в оборотные активы, и величиной кредиторской задолженности по товарным операциям или общей ее суммой. Их устанавливают по формуле:

$$\text{ТФП} = \text{ОА} - \text{ДС} - \text{КЗ},$$

где ТФП — текущие финансовые потребности; ОА — оборотные активы (итог раздела II баланса); ДС — денежные средства, находящиеся на расчетных и специальных счетах в банках и кассе; КЗ — кредиторская задолженность на последнюю отчетную дату.

Текущие финансовые потребности как абсолютный показатель оказывают непосредственное влияние на финансовое состояние предприятия и показывают его потребность в краткосрочном банковском кредите. ТФП

определяют в абсолютной сумме или в процентах к выручке (нетто) от реализации продукции (объему продаж), а также по времени относительно оборота (в днях или месяцах).

Относительную величину текущих финансовых потребностей определяют по формуле:

$$\text{ТФП}_{\text{отн}} = (\text{ТФП в денежном выражении}) : (\text{Среднедневной объем выручки от реализации товаров без косвенных налогов}) \times 100.$$

Пример

Оборотные активы предприятия на последнюю отчетную дату — 35,6 млн руб.; денежные средства — 4,2 млн; кредиторская задолженность — 29,4 млн руб.; среднедневной объем выручки от реализации — 8,0 млн руб.

Тогда $\text{ТФП}_{\text{абс}} = 35,6 - 4,2 - 29,4 = 2,0$ млн руб.

$$\text{ТФП}_{\text{отн}} = 2 / 8 \times 100 = 25\%.$$

Если результат равен 25%, то дефицит оборотных средств у предприятия эквивалентен 1/4 его годового объема продаж. Поэтому 90 дней в году оно работает только на то, чтобы покрыть свои текущие финансовые потребности. Изучение роли ТФП в хозяйственном обороте предприятия требует расчета среднего периода оборачиваемости денежных активов, т. е. времени, необходимого для трансформации средств, вложенных в материальные запасы и дебиторскую задолженность, в наличные денежные средства на счетах в коммерческих банках:

$$\text{ПО}_{\text{ДА}} = \text{ПО}_{\text{З}} + \text{ПО}_{\text{ДЗ}} + \text{ПО}_{\text{ПР}} - \text{ПО}_{\text{КЗ}},$$

где $\text{ПО}_{\text{ДА}}$ — период оборачиваемости денежных активов, дни; $\text{ПО}_{\text{З}}$ — период оборачиваемости запасов, дни; $\text{ПО}_{\text{ДЗ}}$ — период оборачиваемости дебиторской задолженности, дни; $\text{ПО}_{\text{ПР}}$ — период оборачиваемости прочих оборотных активов, дни; $\text{ПО}_{\text{КЗ}}$ — период оборачиваемости (средний срок оплаты) кредиторской задолженности, дни.

Период оборачиваемости отдельных элементов оборотных активов и кредиторской задолженности устанавливают по формулам:

$$\text{ПО}_{\text{З}} = \frac{\bar{З}}{\overline{\text{ВР}}_{\text{себ}}}; \quad \text{ПО}_{\text{ДЗ}} = \frac{\overline{\text{ДЗ}}}{\overline{\text{ВР}}}; \quad \text{ПО}_{\text{ПР}} = \frac{\overline{\text{ОА}}_{\text{ПР}}}{\overline{\text{ВР}}}; \quad \text{ПО}_{\text{КЗ}} = \frac{\overline{\text{КЗ}}}{\overline{\text{ВР}}},$$

где $\bar{З}$ — средний остаток запасов за расчетный период, дни; $\overline{\text{ВР}}_{\text{себ}}$ — среднедневной объем выручки от реализации товаров по себестоимости за расчетный период, тыс. руб.; $\overline{\text{ДЗ}}$ — средний остаток дебиторской задолженности за расчетный период; $\overline{\text{ВР}}$ — среднедневной объем выручки от реализации товаров в рыночных ценах; $\overline{\text{ОА}}_{\text{ПР}}$ — средний остаток прочих элементов оборотных активов за расчетный период; $\overline{\text{КЗ}}$ — средний остаток кредиторской задолженности за расчетный период.

Показатели в числителе приведенных формул вычисляют как средние величины между началом и концом периода (квартала, года).

Каждое предприятие заинтересовано в снижении показателей оборачиваемости отдельных элементов оборотных активов и увеличении среднего срока погашения кредиторской задолженности с целью снижения общего периода оборота всех оборотных активов. Важно, чтобы кредит поставщиков (коммерческий кредит) в большей степени перекрывал дебиторскую задолженность, тогда у предприятия-продавца не будет дефицита денежных средств.

На величину текущих финансовых потребностей влияют следующие факторы:

- 1) темпы инфляции в стране;
- 2) длительность производственного (операционного) цикла на каждом предприятии;
- 3) темпы роста объема производства и продажи товаров;
- 4) сезонность производства и реализации продукции в таких отраслях, как сельское хозяйство и перерабатывающая промышленность;
- 5) состояние рыночной конъюнктуры;
- 6) величина маржинального дохода (прибыли) в общем объеме выручки от продаж.

Влияние последнего фактора требует дополнительных пояснений. Величину маржинального дохода (МД) устанавливают по формуле:

$$\text{МД} = \text{ВР} - \text{ПИ},$$

где ВР — выручка (нетто) от реализации товаров; ПИ — переменные издержки, которые непосредственно зависят от изменения объема производства (материальные затраты, оплата труда производственных рабочих, транспортные услуги и т. д.).

Определим норму маржинального дохода ($H_{\text{мл}}$):

$$H_{\text{мл}} = \text{МД} / \text{ВР} \times 100.$$

Чем меньше объем маржинального дохода, тем в большей степени кредит поставщиков может компенсировать дебиторскую задолженность покупателей (клиентов). Противоречие между указанными параметрами состоит в том, что при высокой норме маржинального дохода и, казалось бы, небольшой степени зависимости предприятия-продавца от закупки сырья и материалов ему приходится просить своих поставщиков о более длительных отсрочках платежей за поставки.

Приведем расчет разумной длительности отсрочек по дебиторской задолженности, а также платежам поставщикам (кредиторской задолженности). Время отсрочки платежа за поставки определяют по формуле:

$$V_0 = ДЗ / КЗ,$$

V_0 — время отсрочки платежа за поставки материальных ресурсов, мес. (дни); ДЗ — дебиторская задолженность в денежном выражении; КЗ — кредиторская задолженность в стоимостном выражении.

В качестве примера рассмотрим два предприятия (№ 1 и № 2), которые получают одномесячные отсрочки платежей от поставщиков и, в свою очередь, предоставляют такие же отсрочки покупателям готовой продукции. Нормальна ли такая ситуация? Скорее всего, нет. Все зависит от удельного веса потребляемых материалов в объеме продаж (от структуры делового оборота). Если месячный оборот предприятия № 1 — 5,88 млн руб., а стоимость потребляемых материалов — 2,94 млн руб. (50%), то дебиторскую задолженность покрывают кредитом поставщиков только на 50% ($2,94 : 5,88 \times 100$). Предприятие № 2 имеет аналогичный месячный оборот (5,88 млн руб.). Однако объем потребляемых материалов у него = 1,47 млн руб., или 25% ($1,47 : 5,88 \times 100$). Норма маржинального дохода = 75% ($4,41 : 5,88 \times 100$), т. е. выше, чем у предприятия № 1 (50%).

Следовательно, предприятию № 1 требуется двухмесячная отсрочка по платежам поставщикам (5,88 : 2,94), чтобы компенсировать одномесячную отсрочку своим дебиторам (соотношение 2 : 1). Для более успешно работающего предприятия № 2 ($H_{Мд} = 75\%$) это соотношение равно 4 : 1 (5,88 : 1,47), т. е. ему требуется уже четырехмесячная отсрочка по расчетам с поставщиками.

Для большей убедительности приведем еще один пример. Годовой оборот (объем продаж) предприятия № 3 — 75,6 млн руб. Покупателям предоставляют 30-дневную отсрочку (1/12 года). Дебиторская задолженность составляет 6,3 млн руб. (75,6 млн руб. : 12 мес.). Норма маржинального дохода = 25%. Стоимость потребляемых материалов = 4,725 млн руб. [$(75,6 - 18,9) : 12$ мес.]. Месячный дефицит денежных средств у предприятия-продавца — 1,575 млн руб. ($6,3 - 4,725$). Эта ситуация означает, что предприятию № 3 следует просить у своих поставщиков отсрочку платежей в 1,33 месяца ($6,3 : 4,725$), или 40 дней (30 дн. \times 1,33).

Итак, в течение месяца из оборота предприятия № 3 отвлекается в дебиторскую задолженность 6,3 млн руб., а кредит поставщиков покрывает только 4,725 млн руб. Если по истечении месяца данное предприятие не погасит кредиторскую задолженность в сумме 4,725 млн руб., то поставщики не поставят ему материальные ресурсы для продолжения производственного цикла в следующем месяце.

Из приведенных примеров можно сделать следующие выводы:

- 1) чем больше норма маржинального дохода, тем выше текущие финансовые потребности. Более того, у предприятий с повышенной нормой маржинального дохода текущие финансовые потребности растут быстрее выручки от продажи товаров;

2) чтобы величина текущих финансовых потребностей стала отрицательной и превратилась в источник финансирования оборотных активов, предприятию № 1 следует просить у своих поставщиков 2,5–3-месячную отсрочку платежей за поставляемые материальные ресурсы, а предприятию № 2 — 4,5–5 месяцев. Подобная отсрочка практически невозможна в условиях современного платежного кризиса. Поэтому целесообразно находить альтернативные источники финансирования текущих финансовых потребностей.

Одним из дополнительных источников покрытия ТФП являются скидки с цены товаров, предоставляемые поставщиком (продавцом) покупателю за сокращение срока расчетов. Данный источник часто называют спонтанным финансированием.

Предоставляя покупателю отсрочку платежа за товар, продавец выдает своему партнеру кредит, который не является бесплатным. Кому же приходится платить из своих доходов, предоставляя отсрочку платежа контрагенту (допустим, на 30 дней)?

Продавец идет на упущенную выгоду (прибыль) как минимум в размере банковского процента, который он мог бы получить на эту сумму за 30 дней, если бы имел ее немедленно, положив деньги на депозитный счет в банке. С другой стороны, продавцу часто трудно продать свой товар, не предоставив коммерческого кредита покупателю, чтобы сохранить свои позиции на рынке. Если покупатель оплатит товар ранее договорного срока, то можно воспользоваться скидкой с его цены. После этого срока покупатель платит по полной цене (без скидки), но в пределах договорного срока. Что выгоднее покупателю?

1. Оплатить товар ранее договорного срока, обратившись для этого в банк за кредитом.
2. Дождаться договорного срока и потерять скидку.

Сравним упущенную выгоду покупателя в случае отказа от скидки со средней ставкой банковского процента.

Упущенную выгоду покупателя устанавливают по известной формуле, предложенной Ю. Бриггсом и Л. Гапенски¹.

$$\begin{aligned} \text{Цена отказа от скидки (упущенная выгода покупателя)} &= \\ &= \frac{\text{Процент скидки}}{100 - \text{Процент скидки}} \times 100 \times \frac{365 \text{ дн.}}{D_c - L_c}, \end{aligned}$$

где D_c — договорной срок оплаты товара, дни; L_c — льготный срок оплаты товара, дни.

¹ Бриггс Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс. Т. 2 / Пер. с англ. под ред. В. В. Ковалева. — СПб.: Экономическая школа, 1997. С. 273.

Если результат превысит среднюю ставку банковского процента ($\overline{СП}$), то покупателю выгоднее обратиться в банк за кредитом и оплатить товар в течение льготного срока.

Пример

Товар А продают на следующих условиях: цена = 18 тыс. руб.; скидка = 2% при платеже в 15-дневный срок, а договорной срок — 30 дней; $\overline{СП}$ = 12% годовых.

$$\text{Цена отказа от скидки} = \frac{2}{100 - 2} \times 100 \times \frac{365}{30 - 15} = 49,6\%.$$

1. Дополнительная выгода покупателя от досрочной оплаты товара составит:

$$18\,000 \text{ руб.} \times 49,6\% = 8928 \text{ руб.}$$

2. Сумма процентов за кредит:

$$18\,000 \text{ руб.} \times 12\% = 2160 \text{ руб.}$$

3. Чистая выгода покупателя в расчете на год:

$$8928 - 2160 = 6768 \text{ руб.}$$

4. Чистая выгода покупателя в расчете на месяц:

$$6768 : 12 = 564 \text{ руб.}$$

Поскольку потенциальная выгода покупателя $49,6\% > 12\%$, то имеет смысл воспользоваться предложением продавца о скидке с цены товара и оплатить его в течение льготного срока. Упущенную выгоду продавца товара (скидка с цены товара, ожидание платежа, хотя и сокращенное) можно считать своеобразной компенсацией за успех в конкурентной борьбе.

Способы покрытия ТФП предприятий (корпораций) следующие:

- ◆ коммерческий кредит, который часто сопровождается движением векселей;
- ◆ спонтанное финансирование;
- ◆ факторинг (инкассирование — продажа дебиторской задолженности с дисконтом банкам или специальным факторским компаниям);
- ◆ краткосрочный банковский кредит;
- ◆ краткосрочные займы, предоставляемые сторонними организациями (например, финансово-промышленными группами, холдинговыми компаниями и др.).

Выбор того или иного способа покрытия ТФП зависит от особенностей деятельности хозяйствующего субъекта, его финансового потенциала, квалификации финансистов и иных факторов внутреннего и внешнего характера.

6.4. Управление запасами

Материально-производственные запасы (МПЗ) — оборотные активы предприятия (корпорации), в которые вложены денежные средства и используемые им:

- ♦ в качестве сырья и материалов при производстве продукции, выполнении работ, оказании услуг;
- ♦ в виде готовой продукции, предназначенной для реализации;
- ♦ для управленческих нужд.

Производственные запасы подразделяют также на:

- ♦ запасы текущего хранения, которые выражают постоянно обновляемую их часть, образуемую на регулярной основе и потребляемую в производственном процессе;
- ♦ запасы сезонного хранения, формируемые исходя из сезонных особенностей закупок и потребления сырья и материалов;
- ♦ запасы целевого назначения, размер которых определяют, исходя из специфических целей деятельности предприятия (например, для проведения научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ, изготовления промышленного образца и др.).

Под управлением понимают учет, анализ, планирование и контроль за состоянием запасов и принятие решений, направленных на экономию времени и средств за счет минимизации затрат, необходимых для формирования и хранения запасов, обеспечивающих непрерывность производственно-сбытового процесса на предприятии. Эффективное управление запасами направлено на решение следующих ключевых задач:

- ♦ ускорение оборачиваемости МПЗ;
- ♦ снижение производственных потерь из-за дефицита отдельных видов материальных ресурсов;
- ♦ уменьшение излишка МПЗ, которые ухудшают ликвидность баланса и иммобилизуют дефицитные для предприятия денежные средства;
- ♦ снижение риска старения и порчи материалов;
- ♦ уменьшение затрат на хранение МПЗ.

Управление запасами находится в компетенции менеджеров по производству. От решений финансового директора зависит установление потребности в источниках средств для поддержания определенного уровня запасов, а также общая доходность (рентабельность) активов предприятия. Стремление увеличить запасы всегда приводит к оттоку денежных средств, а снижение запасов — к их притоку. Поэтому управление запасами и связанными с ними затратами всегда включают в сферу внутреннего финансового планирования и контроля.

В теории управления запасами предложены различные модели определения оптимального размера запасов. Наибольшее распространение получила модель EOQ (Economic Order Quantity), которая выражает оптимальный размер заказа¹:

$$\text{ОРЗ}(EOQ) = \sqrt{\frac{2 \times O_{\text{н}} \times C_{\text{н}}}{C_{\text{е}} \times I_{\text{х}}}},$$

где $O_{\text{н}}$ — годовой объем потребления товаров данного вида в физическом выражении; $C_{\text{н}}$ — стоимость выполнения одного заказа (делопроизводство, административные расходы, содержание персонала в пересчете на один заказ, оценка качества товара и другие постоянные издержки); $C_{\text{е}}$ — стоимость (цена) приобретения единицы товара; $I_{\text{х}}$ — годовые издержки по хранению (в процентах от стоимости средних запасов).

Данная модель основана на следующих предположениях:

- 1) годовая потребность в запасах (объеме закупок товаров) для выполнения производственной программы может быть точно спрогнозирована;
- 2) объем продаж равномерно распределен в течение года;
- 3) не происходит задержек в получении и исполнении заказов.

Средний размер запасов берется в половинном размере от ОРЗ (EOQ).

Пример

Торговая фирма ежегодно продает 18 000 мужских костюмов. Стоимость выполнения одного заказа — 1,0 тыс. руб.; стоимость (цена) приобретения одного костюма у изготовителя — 2,2 тыс. руб.; годовые издержки по хранению (в процентах от стоимости средних товарных запасов) — 20%.

$$\text{ОРЗ} = \sqrt{\frac{2 \times 1,0 \times 18\,000}{2,2 \times 0,2}} = \sqrt{\frac{36\,000}{0,44}} = 286 \text{ штук.}$$

Тогда: оптимальный средний размер партии — 143 штуки (286 : 2), а в стоимостном выражении — 314,6 тыс. руб. (143 × 2,2). Оптимальный размер заказа (в стоимостном выражении) можно определить по другой формуле:

$$\text{ОРЗ} = \sqrt{\frac{2 \times O_{\text{н}} \times C_{\text{р}}}{C_{\text{х}}}},$$

где ОРЗ — оптимальный размер заказа в денежном выражении; $O_{\text{н}}$ — годовой объем потребления материалов данного вида в физическом выражении; $C_{\text{р}}$ — средняя стоимость размещения одного заказа; $C_{\text{х}}$ — стоимость хранения единицы товара в рассматриваемом периоде.

¹ Данная модель разработана П. Уипсоном в 1914 г.

Оптимальный средний размер запаса материалов составит половину (50%) от ОРЗ, определенного в стоимостном выражении.

Пример

Годовая потребность производственной фирмы в товаре данного вида — 10 000 штук; средняя стоимость размещения одного заказа — 3,2 тыс. руб.; стоимость хранения единицы товара — 1,6 руб. Тогда оптимальный размер заказа должен составить:

$$\text{ОРЗ} = \sqrt{\frac{2 \times 10\,000 \times 3200}{1,6}} = 20\,000 \text{ руб.}$$

Оптимальный средний размер запаса данного вида товара будет равен 10 000 руб. (20 000 : 2).

На основе специальных расчетов устанавливают плановую потребность в оборотных средствах по незавершенному производству и готовой продукции на складе. Алгоритмы подобных расчетов приведены в изданиях, посвященных финансам предприятий (организаций).

Другим методом контроля является анализ материальных запасов с помощью категорий *A, B, C* (графический метод *A.B.C.*). Любая компания, применяющая контроль запасов, должна сравнивать затраты на функционирование системы со стоимостью этих запасов, которые служат объектом контроля.

Дешевые изделия не требуют такого жесткого контроля, как дорогостоящие.

При сравнении затрат запасы классифицируют по категориям с учетом следующих факторов:

- 1) стоимости ежегодного использования по категориям запасов (цена за единицу × расход за год в натуральном выражении);
- 2) расположения изделий по стоимости ежегодного потребления в убывающем порядке;
- 3) определения доли изделий в стоимости материальных запасов и в стоимости ежегодного их потребления;
- 4) только после этого данные наносят на график.

Доля в стоимости годового расхода ($A = 80\%$, $B = 15\%$, $C = 5\%$).

Доля в стоимости запасов ($A = 20\%$, $B = 30\%$, $C = 50\%$).

Из графика следует, что обычно небольшая доля изделий имеет относительно высокую долю потребления (по закону Парето — на 20% всех изделий приходится 80% всех затрат). Такой графический анализ позволяет применять различные степени контроля относительно стоимости изделий. Изделия категории *A* требуют систематического контроля. Запасы должны быть сведены к минимуму.

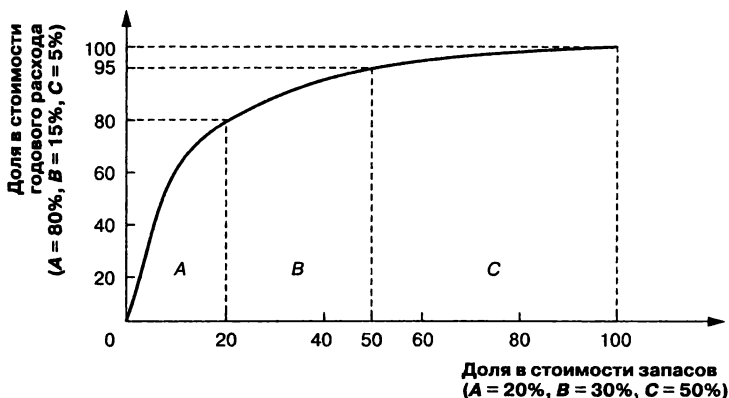


Рис. 6.3. Графический метод контроля запасов

Заказы делают часто, но небольшие по объему. Движение запасов контролируют ежедневно (еженедельно).

Изделия категории *B* заказывают на уровне минимально допустимого запаса. Они требуют точного учета, достаточно частого (не реже одного раза в месяц) наблюдения за их количеством.

Изделия категории *C* подлежат простому контролю (один раз в квартал).

Важным аспектом управления материальными запасами и затратами в незавершенном производстве является оценка их оборачиваемости. Важнейшие показатели следующие:

$$КО_{мз} = C_{пт} / \overline{МЗ}; \quad КО_{нзп} = C_{пт} / \overline{НЗП}; \quad КО_{гп} = C_{пт} / \overline{ГП};$$

$$П_{од} = Д / КО,$$

где $КО_{мз}$ — коэффициент оборачиваемости материальных запасов в расчетном периоде, количество оборотов за квартал, год; $C_{пт}$ — себестоимость проданных товаров, тыс. руб.; $\overline{МЗ}$ — средний остаток материальных запасов в расчетном периоде, тыс. руб.; $КО_{нзп}$ — коэффициент оборачиваемости незавершенного производства за расчетный период; $\overline{НЗП}$ — средний остаток незавершенного производства в расчетном периоде, тыс. руб.; $\overline{ГП}$ — средний остаток готовой продукции на складе в расчетном периоде, тыс. руб.; $КО_{гп}$ — коэффициент оборачиваемости готовой продукции на складе; $П_{од}$ — продолжительность одного оборота (соответственно материальных запасов, незавершенного производства, готовой продукции на складе), дни; $Д$ — число дней в расчетном периоде (год — 360 дней; полугодие — 180 дней; квартал — 90 дней).

Ускорение оборачиваемости сопровождается дополнительным привлечением средств в оборот, а замедление — их отвлечением из хозяйственного оборота предприятия, т. е. иммобилизацией оборотных средств. Сумму средств, дополнительно вовлеченных в оборот (или отвлеченных из оборота), определяют по формуле:

$$\Delta C_c = [P_d(\text{отч.}) - P_d(\text{баз.})] \times \bar{C}_{\text{рпн(ф)}},$$

где ΔC_c — сумма средств, дополнительно вовлеченных в оборот (если $\Delta C_c < 0$), либо сумма средств, отвлеченных из оборота (если $\Delta C_c > 0$); $P_d(\text{отч.})$ — продолжительность одного оборота запасов в отчетном периоде, дни; $P_d(\text{баз.})$ — продолжительность одного оборота запасов в базисном периоде, дни; $\bar{C}_{\text{рпн(ф)}}$ — среднедневная фактическая себестоимость реализованных товаров, тыс. руб.

Замедление оборачиваемости оборотных средств характерно для многих предприятий России в условиях разрыва хозяйственных связей и высоких темпов инфляции. Снижение покупательной способности денег заставляет вкладывать свободные денежные средства в запасы сырья и материалов. Кроме того, создание значительных производственных запасов является вынужденной мерой снижения риска недопоставки материальных ресурсов, необходимых для осуществления операционного цикла. Отметим, что предприятия, получающие материалы от одного поставщика, находятся в невыгодном положении по сравнению с теми, которые ориентируются на нескольких поставщиков.

6.5. Управление дебиторской задолженностью

Дефицит денежных средств в экономике современной России и неплатежеспособность многих предприятий обусловили важность систематической работы с дебиторами в деятельности финансово-экономических служб. Экономическая ситуация в России привела к неадекватному восприятию содержания управления дебиторской задолженностью. Данное восприятие сводят к:

- ♦ поиску цепочек взаимозачетов;
- ♦ оценке возможностей бартерного обмена;
- ♦ использованию денежных заменителей (векселей) в платежах между поставщиками и покупателями.

Управление дебиторской задолженностью сводится к выработке и реализации политики цен и коммерческих (товарных) кредитов, направленной на ускорение взыскания долгов с контрагентов и снижение риска неплатежей.

Дебиторская задолженность — это сумма требований, предъявляемых предприятием к своим дебиторам на определенную дату. Дебиторы —

юридические и физические лица, которые имеют задолженность перед данным предприятием.

Дебиторская задолженность — комплексная статья, включающая расчеты:

- ◆ с покупателями и заказчиками;
- ◆ по выданным авансам;
- ◆ с прочими дебиторами.

Для составления финансовой (бухгалтерской) отчетности и ее анализа данную задолженность систематизируют:

- ◆ по связи с производственным (операционным) циклом;
- ◆ по срокам возобновления и погашения;
- ◆ по объектам, относительно которых возникли обязательства дебиторов (по товарным и финансовым операциям);
- ◆ по видам дебиторов.

В бухгалтерском учете и отчетности дебиторскую задолженность условно классифицируют на нормальную и ненормальную. Нормальной считают задолженность, платежи по которой ожидают в течение 12 месяцев после отчетной даты. Ненормальной — платежи по которой ожидают более чем через 12 месяцев после отчетной даты. Они возникают вследствие недостатков в работе предприятия-поставщика или слишком высоких темпов увеличения объема продаж.

Уровень дебиторской задолженности зависит от многих факторов: вида выпускаемой продукции, емкости рынка, ценовой, маркетинговой и учетной политики, системы расчетов за готовую продукцию и пр. Однако максимальная ее величина не должна превышать 20–25% от общего объема оборотных активов.

Анализ и контроль дебиторской задолженности можно осуществлять с помощью абсолютных и относительных показателей в динамике за ряд кварталов или лет, ключевые среди которых следующие.

1. Инкассация наличности — процесс получения денежных средств за реализованную продукцию (работы, услуги). Коэффициент инкассации ($K_{\text{инк}}$) позволяет установить, когда и в какой сумме ожидают поступления денежных средств от продаж данного периода. Он выражает процент ожидаемых денежных поступлений от продаж в определенном интервале, начиная с момента реализации продукции:

$$K_{\text{инк}} = \frac{\text{Изменение величины дебиторской задолженности в интервале } n}{\text{Продажи месяца } t},$$

где n — месяцы квартала (например, январь, февраль, март и т. д.); t — январь (месяц отгрузки).

Определить значение данного коэффициента можно на основе анализа денежных поступлений (погашения дебиторской задолженности) про-

шлых периодов. Самым важным документом для расчета коэффициентов инкассации служит реестр старения счетов дебиторов. Его составляют на основе данных бухгалтерских проводок. Результаты анализа реестра старения дают те самые доли общего объема дебиторской задолженности, в соответствии с которыми будет происходить реальное поступление денежных средств от покупателей.

Пример

В ОАО сложилась следующая практика оплаты продукции: в месяце реализации (отгрузки) оплачивают 60% ее стоимости; в следующем месяце — 30%; в третьем месяце — 10%. Тогда коэффициент инкассации составит: 0,6; 0,3 и 0,1.

Объем реализации продукции I квартала текущего года по ОАО приведен в табл. 6.2.

Таблица 6.2. Распределение объема продаж по месяцам, тыс. руб.

Месяц	Объем продаж	Коэффициент инкассации
Январь	1400	0,6
Февраль	1680	0,3
Март	1960	0,1

Планируемое поступление денежных средств будет состоять из реализации: января — 840 тыс. руб. ($1400 \times 0,6$); февраля — 504 тыс. руб. ($1680 \times 0,3$); марта — 196 тыс. руб. ($1960 \times 0,1$). Итого в I квартале ОАО ожидает получить 1540 тыс. руб. Поступление остальной суммы — 3500 тыс. руб. ($5040 - 1540$) — прогнозируют на II квартал.

2. Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности ($КО_{дз}$):

$$КО_{дз} = ВР / \overline{ДЗ},$$

где ВР — выручка (нетто) от реализации продукции (работ, услуг) в рыночных ценах; $\overline{ДЗ}$ — средняя сумма дебиторской задолженности за расчетный период.

3. Период погашения дебиторской задолженности ($ПП_{дз}$) устанавливают по формуле:

$$ПП_{дз} = 365 \text{ дн.} / КО_{дз}.$$

Следует помнить, что чем больше период просрочки задолженности, тем выше риск ее непогашения.

4. Коэффициент погашаемости дебиторской задолженности ($К_{плдз}$):

$$К_{плдз} = \overline{ДЗ} / ВР.$$

5. Доля сомнительной дебиторской задолженности (со сроком погашения более 12 месяцев) в общем ее объеме:

Доля сомнительной дебиторской задолженности = Сомнительная дебиторская задолженность / Вся дебиторская задолженность.

Данный параметр характеризует «качество» дебиторской задолженности. Тенденция к ее росту свидетельствует о снижении платежеспособности дебиторов, а следовательно, об ухудшении финансового положения компании — поставщика товаров.

6. Оценку экономического эффекта (возможности получения дополнительной прибыли) от повышения периода отсрочки платежа для привлечения потенциальных покупателей осуществляют по формуле:

$$\mathcal{E}_{\text{дз}} = \text{ДП}_{\text{дз}} - \text{ТИ}_{\text{дз}} - \text{ФП}_{\text{дз}},$$

где $\mathcal{E}_{\text{дз}}$ — сумма эффекта, полученного от увеличения периода отсрочки платежа приоритетным покупателям; $\text{ДП}_{\text{дз}}$ — дополнительная прибыль, полученная от увеличения объема продаж за счет предоставления коммерческого кредита; $\text{ТИ}_{\text{дз}}$ — текущие издержки, связанные с предоставлением коммерческого кредита и инкассацией долговых обязательств покупателей; $\text{ФП}_{\text{дз}}$ — сумма прямых финансовых потерь от невозврата долга покупателями (включая безнадежную дебиторскую задолженность, списанную в установленном порядке в связи с неплатежеспособностью покупателей и истечением сроков исковой давности).

7. Экономическую эффективность увеличения периода отсрочки платежа устанавливают по формуле:

$$\text{КЭ}_{\text{дз}} = \mathcal{E}_{\text{дз}} / \overline{\text{ДЗ}},$$

где $\text{КЭ}_{\text{дз}}$ — коэффициент эффективности увеличения периода отсрочки платежа покупателям; $\mathcal{E}_{\text{дз}}$ — сумма эффекта, полученного от увеличения отсрочки платежа; $\overline{\text{ДЗ}}$ — средний остаток по расчетам с покупателями в расчетном периоде.

На практике применяют и другие показатели (например, коэффициент соотношения между дебиторской и кредиторской задолженностью, ранжирование покупателей исходя из объема закупок, кредитной истории и предлагаемых условий оплаты и т. д.).

Результаты расчетов по приведенным формулам можно использовать в процессе последующей разработки отдельных аспектов кредитной политики предприятия (корпорации) во взаимоотношениях с покупателями. При анализе дебиторской задолженности следует помнить, что увеличение ее размера (в разумных пределах) может быть вызвано усилением деловой активности (рост объема производства и реализации продукции).

Практикой выработаны некоторые общие правила, позволяющие более оперативно управлять дебиторской задолженностью:

- ♦ учет заказов, своевременное оформление счетов на оплату готовой продукции и определение характера этой задолженности (форми-

рование стандартов оценки платежеспособности основных покупателей товаров);

- ♦ анализ задолженности по видам продукции для установления невыгодных с позиции инкассации денежных средств товаров;
- ♦ понижение дебиторской задолженности на сумму безнадежных долгов;
- ♦ определение конкретных размеров скидок с цены товаров при досрочной оплате;
- ♦ оценка возможности факторинга — продажи дебиторской задолженности с дисконтом и др.

Способы рефинансирования дебиторской задолженности: факторинг; учет и залог векселей; форфейтинг; иные формы ее краткосрочного рефинансирования (спонтанное финансирование, кредиторская задолженность по товарным и финансовым операциям, краткосрочные банковские кредиты и пр.).

При изучении состава дебиторской задолженности особое внимание уделяют анализу данных о резервах по сомнительным долгам и фактических потерях, связанных с невозвратом этой задолженности.

6.6. Выбор стратегии финансирования оборотных активов

Наличие у предприятия (корпорации) чистого оборотного капитала (*Net Working Capital, NWC*) определяет уровень ликвидности его баланса. Поэтому любые изменения в составе образующих его элементов (текущих активов и обязательств) влияют на величину чистого оборотного капитала. Приемлемый рост его объема рассматривают как положительную тенденцию в деятельности предприятия.

В теории корпоративных финансов принято различать неадекватные стратегии финансирования оборотных активов, исходя из отношения финансового директора к выбору источников покрытия мобильной их части.

Известно несколько моделей поведения при управлении оборотными активами: идеальная, агрессивная, консервативная и умеренная. Выбор соответствующей модели предполагает определение величины долгосрочных пассивов и расчет на ее основе чистого оборотного капитала (ЧОК):

$$\text{ЧОК} = \text{ДП} - \text{ВОА},$$

где ДП — долгосрочные пассивы, включающие собственный капитал и долгосрочные обязательства; ВОА — внеоборотные активы.

Каждой стратегии поведения финансового директора соответствует свое балансовое уравнение.

Идеальная модель краткосрочного финансирования построена на экономической природе оборотных активов и краткосрочных обязательств, их взаимном соответствии.

Данная модель означает, что оборотные активы совпадают по величине с краткосрочными обязательствами, а чистый оборотный капитал равен нулю ($\text{ЧОК} = 0$). В реальной экономической жизни такая модель практически не встречается. С позиции ликвидности она наиболее рискованна, так как при неблагоприятных условиях (при необходимости погасить кредиторскую задолженность единовременно) предприятие может оказаться перед выбором продажи части основных средств для погашения краткосрочных обязательств.

Балансовое уравнение при идеальной стратегии имеет вид:

$$\text{ДП} = \text{ВОА}; \text{ЧОК} = 0,$$

где ДП — долгосрочные (фиксированные) пассивы (собственный капитал + долгосрочные обязательства); ВОА — внеоборотные активы; ЧОК — чистый оборотный капитал.

Для любого предприятия или корпоративной группы наиболее предпочтительны другие модели. В их основу положено предположение, что для обеспечения ликвидности предприятия внеоборотные активы и стабильную (постоянную) часть оборотных активов целесообразно возмещать за счет долгосрочных пассивов:

$$\text{ВОА} + \text{СЧ} = \text{ДП},$$

где ВОА — внеоборотные (капитальные) активы; СЧ — стабильная (постоянная) часть оборотных активов; ДП — долгосрочные (фиксированные) пассивы (СК + ДО).

Таким образом, различие между моделями состоит в том, какие источники финансирования выбирают для покрытия варьирующей (переменной) части оборотного капитала.

Агрессивная модель означает, что долгосрочные пассивы служат источником покрытия внеоборотных активов и стабильной части оборотных активов, т. е. того их минимума, который необходим для поддержания текущей деятельности предприятия. В данном варианте чистый оборотный капитал равен этому минимуму:

$$\text{ЧОК} = \text{СЧ},$$

где СЧ — стабильная (постоянная) часть оборотных активов.

Варирующую часть оборотных активов в полном объеме покрывают краткосрочной задолженностью. С позиции ликвидности эта модель очень рискованна, так как в реальной жизни ограничиться только минимумом оборотных активов очень сложно.

Балансовое уравнение может быть выражено следующим алгоритмом:

$$\text{ДП} = \text{ВОА} + \text{СЧ},$$

где ДП — долгосрочные пассивы (СК + ДО); ВОА — внеоборотные активы; СЧ — стабильная (постоянная) часть оборотных активов.

Консервативная модель предполагает, что варьирующую (переменную) часть оборотных активов также возмещают за счет долгосрочных пассивов. В данном случае краткосрочная задолженность отсутствует, поэтому нет риска потери ликвидности:

$$\text{ЧОК} = \text{ОА},$$

где ЧОК — чистый оборотный капитал; ОА — оборотные активы.

Подобная модель носит искусственный характер и предполагает установление долгосрочных пассивов на уровне, определяемом следующим балансовым уравнением:

$$\text{ДП} = \text{ВОА} + \text{СЧ} + \text{ВЧ},$$

где ВЧ — варьирующая (переменная) часть оборотных активов.

Умеренная (компромиссная) модель наиболее реальна и жизнеспособна. При ее использовании внеоборотные активы, стабильная часть оборотных активов и примерно 50% варьирующей их части возмещают за счет долгосрочных пассивов. Чистый оборотный капитал по величине равен стабильной части оборотных активов и половине их варьирующей части и рассчитывается по формуле:

$$\text{ЧОК} = \text{СЧ} + 0,5 \times \text{ВЧ}.$$

В отдельные периоды жизненного цикла предприятие может иметь излишние оборотные активы, что негативно влияет на объем чистой прибыли из-за необходимости уплачивать налог на имущество. Однако данный факт рассматривают как плату за поддержание риска утраты ликвидности на допустимом уровне, что позволяет сохранять нормальную платежеспособность. Умеренная стратегия предполагает установление долгосрочных пассивов на уровне, определяемом следующим балансовым уравнением:

$$\text{ДП} = \text{ВОА} + \text{СЧ} + 0,5 \times \text{ВЧ},$$

где ДП — долгосрочные (фиксированные) пассивы (СК + ДО); ВОА — внеоборотные активы; СЧ — стабильная (постоянная) часть оборотных активов; ВЧ — варьирующая (переменная) часть оборотных активов.

Приведем цифровой пример выбора соответствующей стратегии финансирования оборотных активов корпорации по балансу активов и пассивов (бюджету по балансовому листу) на предстоящий год (табл. 6.3).

Из показателей таблицы следует, что минимальная потребность в оборотных активах равна 7,2 млн руб. (на конец июля), а максимальная — 14,4 млн руб. (на конец октября).

Таблица 6.3. Исходные данные для расчета различных вариантов стратегии финансирования оборотных активов по ОАО, млн руб.

На конец месяца	Оборотные активы (прогноз)	Внеоборотные активы (прогноз)	Всего активов	Минимальная потребность в источниках средств	Сезонная потребность в источниках средств (гр. 4 – гр. 5)
01	13,5	54,0	67,5	61,2	6,3
02	12,6	54,0	66,6	61,2	5,4
03	13,5	54,0	67,5	61,2	6,3
04	11,7	54,0	65,7	61,2	4,5
05	9,9	54,0	63,9	61,2	2,7
06	9,9	54,0	63,9	61,2	2,7
07	7,2	54,0	61,2	61,2	0
08	9,0	54,0	63,0	61,2	1,8
09	11,7	54,0	65,7	61,2	4,5
10	14,4	54,0	68,4	61,2	7,2
11	12,6	54,0	66,6	61,2	5,4
12	12,6	54,0	66,6	61,2	5,4

Следовательно, наименьшая потребность в активах – 61,2 млн руб. (на конец июля), а наибольшая – 14,4 млн руб. (на конец октября). При агрессивной стратегии выбора источников финансирования оборотных активов чистый оборотный капитал равен 7,2 млн руб. (61,2 – 54,0). При консервативной стратегии его объем составляет 14,4 млн руб. (68,4 – 54,0). При умеренной стратегии чистый оборотный капитал равен 10,8 млн руб. $[(7,2 + 14,4) : 2]$. Следовательно, выбор соответствующей модели финансирования оборотных активов зависит от положения предприятия (корпорации) на товарном и финансовом рынках, его финансовой устойчивости (равновесия), квалификации специалистов финансовой службы, денежно-кредитной политики государства и иных факторов объективно-го и субъективного характера.

6.7. Выбор политики комплексного оперативного управления оборотными активами и краткосрочными обязательствами

Содержание политики комплексного оперативного управления оборотными активами заключается в:

- ♦ выборе оптимального уровня и рациональной структуры оборотных активов с учетом особенностей деятельности каждого предприятия;
- ♦ определении величины и структуры источников их финансирования.

Различают три типа политики управления данными активами: агрессивную, консервативную и умеренную.

Признаки агрессивной политики состоят в следующем:

- ♦ предприятие не ставит каких-либо ограничений в увеличении оборотных активов;
- ♦ оно накапливает запасы сырья и материалов, готовой продукции, увеличивает дебиторскую задолженность и свободные остатки денежных средств на счетах в банках.

В результате доля оборотных активов в общем объеме имущества высока (более 50%), а период их оборачиваемости длителен (свыше 90 дней). Агрессивная политика способна снизить риск технической неплатежеспособности, но не может обеспечить высокую рентабельность и оборачиваемость текущих активов.

Характерный признак консервативной политики управления оборотными активами состоит в том, что предприятие сдерживает рост текущих активов и стремится их минимизировать. В результате удельный вес оборотных активов в общем объеме имущества невелик (менее 40%), а период их оборачиваемости сравнительно небольшой (50–60 дней). Подобную политику компания проводит в условиях достаточно определенной ситуации, когда объем продаж, сроки поступления денежных средств и платежей по обязательствам, необходимый объем запасов и сроки их поставки заранее известны либо при жесткой экономии всех видов ресурсов. Консервативная политика управления оборотными активами обеспечивает высокую рентабельность активов. Однако она несет в себе риск высокой технической неплатежеспособности из-за непредвиденных изменений деловой ситуации на товарном и финансовом рынках.

Умеренная политика управления оборотными активами занимает промежуточное положение. Для нее характерен средний уровень рентабельности и оборачиваемости текущих активов (табл. 6.4).

Каждому типу управления оборотными активами должна соответствовать определенная политика их финансирования, т. е. управления краткосрочными обязательствами (пассивами). Признаком агрессивной политики управления краткосрочными пассивами служит значительный (более 50%) удельный вес краткосрочных кредитов и займов в общей сумме пассивов.

Таблица 6.4. Признаки и результаты расчета показателей при различных типах политики управления оборотными активами по ОАО

Показатели	Тип политики		
	агрессивная	умеренная	консервативная
1. Выручка (нетто) от реализации продукции, млн руб.	126,7	126,7	126,7
2. Бухгалтерская прибыль (до налогообложения)	14,3	14,3	14,3
3. Внеоборотные активы	30,4	29,9	29,4
4. Оборотные активы	33,0	25,6	18,1
5. Общая величина активов (имущества)	63,4	55,5	47,5
6. Удельный вес оборотных активов в имуществе, %	52,0	46,1	38,1
7. Рентабельность активов (стр. 2 : стр. 5 × 100), %	52,0	46,1	38,1
8. Рентабельность оборотных активов (стр. 2 : стр. 4 × 100), %	43,3	55,9	79,0
9. Коэффициент оборачиваемости оборотных активов (стр. 1 : стр. 4), оборот	3,84	5,0	7,0
10. Продолжительность одного оборота (365 дн. : стр. 9), дни	95,0	73,0	52,1

При такой политике у предприятия может вырасти эффект финансового рычага (левериджа) до 30–50% рентабельности активов. Однако увеличатся и постоянные издержки за счет процентных платежей заимодавцам (банкам). В результате повысится и сила воздействия операционного рычага (маржинальный доход, деленный на операционную прибыль), что может свидетельствовать о росте не только финансового, но и предпринимательского риска, связанного с данным предприятием.

Признаком консервативной политики управления краткосрочными обязательствами служит отсутствие или низкий удельный вес (не более 30–35%) краткосрочных кредитов и займов в валюте пассива баланса. Внеоборотные и оборотные активы покрывают в этом случае собственным капиталом и долгосрочными обязательствами.

Признаком умеренной политики служит нейтральный удельный вес краткосрочных кредитов и займов в валюте пассива баланса (в пределах 35–45%).

Следует отметить, что при консервативной политике управления оборотными активами ей может соответствовать умеренный или консервативный тип управления краткосрочными обязательствами. Умеренной политике управления оборотными активами может соответствовать любой тип управления краткосрочными пассивами. Наконец, агрессивной политике управления оборотными активами может соответствовать агрессивный или умеренный тип управления краткосрочными обязательствами, но не консервативный.

Таким образом, выбор соответствующих источников финансирования оборотных активов в конечном итоге определяет параметры между эффективностью их использования и уровнем риска, влияющего на финансовую устойчивость и платежеспособность компании. Осмотрительность в управлении оборотными активами позволяет существенно понизить уровень делового риска, связанного с деятельностью хозяйствующего субъекта.

6.8. Процедура составления бюджета оборотных активов

Рост потребности в оборотных активах (по активу баланса) всегда сопровождается оттоком денежных средств, который требует соответствующих источников возмещения (по пассиву баланса). Исходя из систематизации оборотных активов, источники их финансирования подразделяют на собственные, заемные и привлеченные.

Последовательность действий финансового директора предприятия (корпорации) по формированию политики финансирования оборотных активов традиционна и включает в себя ряд этапов:

1. Изучение источников образования оборотных активов в предыдущем периоде (оценка достаточности денежных ресурсов, инвестируемых в текущие активы, анализ динамики чистого оборотного капитала и определение его доли в объеме оборотных активов, оценка достаточности текущего финансирования операционного и финансового циклов).
2. Принятие политики формирования оборотных активов на предстоящий период (год, квартал) с позиции доходности и риска финансово-хозяйственной деятельности предприятия. В процессе разработки стратегии финансирования оборотных активов используют три сценария: агрессивный, умеренный и консервативный. Их применение на практике зависит от внутренних и внешних факторов, влияющих на результаты деятельности предприятия.
3. Оптимизация объема и структуры источников формирования оборотных активов, т. е. установление приемлемого для предприятия соотношения между:
 - чистым оборотным капиталом;
 - краткосрочными кредитами и займами;
 - кредиторской задолженностью;
 - прочими краткосрочными обязательствами.

Процедура планирования включает расчеты прогнозных объемов материальных запасов, затрат по незавершенному производству, готовой

продукции на складе, дебиторской задолженности, денежных средств и краткосрочных финансовых вложений, а также источников их финансирования. На практике используют схему бюджета формирования оборотных активов по следующей форме (табл. 6.5).

Таблица 6.5. Формат бюджета формирования оборотных активов по ОАО на конец предстоящего квартала

Плановая потребность в оборотных активах	Сумма, млн руб.
1. Запасы	105
В том числе:	
сырье и материалы	65
затраты в незавершенном производстве	20
готовая продукция на складе	15
прочие запасы и затраты	5
2. Дебиторская задолженность	55
3. Денежные активы (денежные средства и краткосрочные финансовые вложения)	25
Оборотные активы	185
из них:	
постоянная часть	166
переменная часть	19

Источники финансирования плановой потребности в оборотных активах	Сумма, млн руб.
1. Нераспределенная прибыль в составе собственного капитала	24
2. Долгосрочные обязательства, направляемые на покрытие оборотных активов	16
3. Краткосрочные кредиты банков	45
4. Кредиторская задолженность	90
5. Прочие краткосрочные обязательства	10
Источники финансирования оборотных активов – всего	185
Справочно:	
1. Объем текущего финансирования (105 + 55 – 25 – 90)	45
2. Чистый оборотный капитал (185 – 145)	40

Исходя из данного бюджета, прогнозный объем текущего финансирования (текущих финансовых потребностей) определяют по формуле:

$$ОТФ_{п} = З_{п} + ДЗ_{п} - ДА_{п} - КЗ_{п},$$

где $ОТФ_{п}$ – прогнозный объем текущего финансирования; $З_{п}$ – планируемый объем запасов в составе оборотных активов; $ДЗ_{п}$ – прогнозный

объем дебиторской задолженности; $ДА_{п}$ — планируемая сумма денежных активов (наиболее мобильная часть оборотных активов); $КЗ_{п}$ — прогнозная сумма кредиторской задолженности.

После формирования бюджета оборотных активов финансовая служба предприятия (корпорации) осуществляет контроль за его исполнением в течение планируемого периода. Для такого контроля используют регистры бухгалтерского учета и отчетности, а также данные оперативного финансового учета. На основе сравнения бюджетных параметров с фактическими определяют существенные отклонения и принимают меры по их устранению.

Логика управления оборотными активами заключается в способности руководства компании обеспечить денежными ресурсами процесс производства и реализации готовой продукции (работ, услуг).

Глава 7

УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ

7.1. Основные понятия, характеризующие денежные потоки

Денежные средства — наиболее ограниченный ресурс в рыночной экономике. Коммерческий успех руководства предприятия (корпорации) во многом определяется его способностью своевременно мобилизовать эти средства и эффективно их использовать. Поэтому возникает проблема управления денежными потоками, т. е. объемом денежных средств, который получает или выплачивает корпорация в течение отчетного или планируемого периода.

В западных корпорациях управление денежными потоками (Cash Flow, *CF*) — ключевой аспект в деятельности финансового директора корпорации. Данное направление деятельности включает:

- ♦ инвестирование денежных ресурсов в соответствующие активы;
- ♦ операционную деятельность посредством использования этих ресурсов в производственно-торговом процессе;
- ♦ учет движения денежных средств;
- ♦ анализ и оценку денежных потоков по данным финансовой отчетности;
- ♦ оценку влияния денежных потоков на финансовую устойчивость корпорации;
- ♦ определение резерва денежной наличности (как превышения поступлений денег над платежами) для поддержания нормальной платежеспособности;
- ♦ прогноз будущих денежных потоков на месяц, квартал, год.

Основная цель управления денежными потоками — обеспечение финансового равновесия компании в процессе ее развития посредством балансирования объема поступлений и выплат денежных средств и их синхронизации во времени и пространстве. Для оценки ее финансово-хозяйственной деятельности наиболее важное значение имеют три параметра:

- ♦ выручка (нетто) от реализации продукции (работ, услуг);
- ♦ прибыль;
- ♦ денежный поток.

Абсолютная величина этих показателей и динамика их изменения в течение года характеризует (при прочих равных условиях) результативность работы предприятия за определенное время (месяц, квартал, год). Однако в условиях хронических неплатежей приоритетное значение имеет поток денежных средств, поступающих предприятию от различных видов деятельности.

В случае превышения притока денежных средств над платежами оно получает конкурентные преимущества, необходимые для текущего и перспективного развития. Эти преимущества заключаются в том, что наличие свободных денежных средств позволяет вложить их в наиболее доходные активы и сферы бизнеса с целью получения дополнительной прибыли. Кроме того, постоянное наличие определенной суммы денежных средств помогает поддерживать на приемлемом уровне текущую платежеспособность.

Определим наиболее важные понятия, связанные с управлением денежными потоками.

Приток денежных средств осуществляют за счет выручки (нетто) от продажи товаров (продукции, работ, услуг), иного имущества; полученных кредитов и займов; средств целевого финансирования; дивидендов и процентов по финансовым вложениям, роста кредиторской задолженности и т. д. Отток денежных средств возникает вследствие: покрытия текущих (операционных) и инвестиционных затрат; платежей в бюджет и взносов в государственные внебюджетные фонды; выплат дивидендов и процентов владельцам эмиссионных ценных бумаг; финансовых вложений, выплат подотчетных и авансов и пр.

Чистый приток денежных средств (аналоги: чистый денежный поток, резерв денежной наличности) — это разница между всеми поступлениями и отчислениями (платежами) денежных средств. При этом в состав поступлений включают переходящий остаток денежных средств на начало отчетного периода. Он обеспечивает текущую платежеспособность предприятия.

Повышение или снижение остатка денежных средств в балансе предприятия на последнюю отчетную дату по сравнению с предыдущим отчетным периодом непосредственно зависит от изменений в стоимости активов и пассивов. Увеличение стоимости любых статей имущества в активе баланса (кроме денежных средств) — фактор снижения денег на счетах в коммерческих банках. Напротив, прирост собственных или заемных источников финансирования в пассиве баланса — причина роста остатков денежных средств. Поэтому колебание остатка денежных средств можно интерпретировать как результат реализации финансовой политики пред-

приятия в сфере управления активами и пассивами. Результатом подобной политики может быть:

- ◆ наличие необходимого остатка денежных средств на счетах в банках и в кассе;
- ◆ формирование такой структуры активов и пассивов баланса, которая обеспечивает финансовую стабильность в течение всего года.

При анализе финансового состояния предприятия необходимо помнить, что прибыль за отчетный период и денежные средства, полученные им в течение этого периода, — не одно и то же. Прибыль выражает прирост авансированной стоимости, что характеризует конечный эффект от управления финансово-хозяйственной деятельностью предприятия, что не исключает влияния на массу прибыли ценового фактора, учетной политики и др. Однако наличие прибыли не означает присутствия у компании свободных денежных средств, доступных для расходования.

В процессе управления денежными потоками решают следующие задачи:

- ◆ учет движения денежных средств;
- ◆ анализ потоков денежной наличности;
- ◆ разработка бюджета движения денежных средств;
- ◆ контроль за исполнением данного бюджета.

На действующих предприятиях движение денежных средств во времени и пространстве происходит непрерывно. Они постоянно трансформируются в различные виды активов и пассивов баланса, обеспечивая бесперебойность процесса производства и реализации продукции (рис. 7.1).

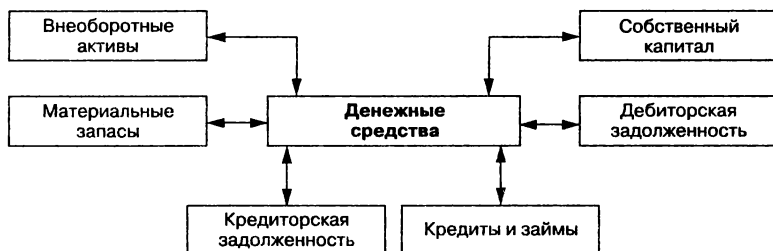


Рис. 7.1. Движение денежных средств на предприятии

Управление денежными потоками особенно важно для предприятия (корпорации) с позиции необходимости:

- ◆ регулирования ликвидности баланса;
- ◆ обеспечения достаточной платежеспособности и кредитоспособности в течение финансового года;

- ♦ оптимизации состава и структуры оборотных активов (запасов, дебиторской задолженности, финансовых вложений);
- ♦ планирования временных параметров капитальных вложений и источников их финансирования;
- ♦ управления текущими издержками и их оптимизации в процессе производственного цикла;
- ♦ прогноза экономического роста.

Следовательно, в условиях высокой инфляции и хронических неплатежей управление денежными потоками — наиболее приоритетная задача организации финансово-хозяйственной деятельности предприятий и корпораций.

7.2. Классификация денежных потоков

Совокупный денежный поток, а также отдельные его элементы являются объектом финансового управления. Необходимость и возможность эффективного управления денежными потоками характеризуют следующие положения:

- ♦ денежные потоки обслуживают хозяйственную деятельность предприятия практически во всех формах;
- ♦ рациональное их формирование способствует ритмичности производственного и финансового циклов;
- ♦ целенаправленное управление денежными потоками помогает сократить расходы в оборотном капитале и издержки по обслуживанию долга кредиторам;
- ♦ управление денежными потоками обеспечивает снижение риска неплатежеспособности в текущем и будущем периодах;
- ♦ активные формы управления денежными потоками позволяют получить дополнительную прибыль, генерируемую денежными активами и их эквивалентами.

Учитывая сказанное, денежные потоки выделяют в самостоятельный объект управления. Для обеспечения целенаправленного учета, анализа, планирования и контроля они требуют определенной систематизации, которую проводят по следующим признакам (табл. 7.1).

При формальном подходе денежные потоки классифицируют:

- ♦ генерируемые в результате осуществления капитальных вложений при реализации инвестиционных проектов;
- ♦ формируемые в условиях действующего предприятия от текущей, инвестиционной и финансовой деятельности.

Таблица 7.1. Классификация денежных потоков на предприятиях современной России

№ п/п	Классификационный признак	Наименование денежного потока
1	По видам хозяйственной деятельности	1.1. Общий денежный поток 1.2. Денежный поток текущей деятельности 1.3. Денежный поток инвестиционной деятельности 1.4. Денежный поток финансовой деятельности
2	По объему обслуживания финансово-хозяйственных процессов	2.1. Денежный поток по предприятию в целом 2.2. Денежный поток структурного подразделения (филиала, ЦФО)
3	По направлениям движения денежных средств	3.1. Входящий денежный поток (приток денег) 3.2. Исходящий денежный поток (отток денег)
4	По форме осуществления	4.1. Безналичный денежный поток 4.2. Наличный денежный поток
5	По сфере обращения денежных средств	5.1. Внутренний денежный поток 5.2. Внешний денежный поток
6	По продолжительности	6.1. Краткосрочный денежный поток 6.2. Долгосрочный денежный поток
7	По достаточности объема	7.1. Избыточный денежный поток 7.2. Оптимальный денежный поток 7.3. Дефицитный денежный поток
8	По виду валюты	8.1. Денежный поток в национальной валюте 8.2. Денежный поток в иностранной валюте
9	По предсказуемости	9.1. Планируемый денежный поток 9.2. Непланируемый денежный поток
10	По непрерывности движения денежных средств	10.1. Регулярный денежный поток 10.2. Дискретный денежный поток
11	По оценке во времени	11.1. Настоящий денежный поток 11.2. Будущий денежный поток
12	По методу движения денежных средств	12.1. Валовой денежный поток 12.2. Чистый денежный поток
13	По стабильности временных интервалов образования	13.1. Регулярный денежный поток с регулярными временными интервалами 13.2. Регулярный денежный поток с неравномерными временными интервалами

Текущей считают деятельность предприятия, которая обеспечивает извлечение прибыли в качестве приоритетной цели либо не имеет извлечение прибыли в качестве такой цели. Она может быть связана с производством промышленной и сельскохозяйственной продукции, выполнением строительно-монтажных работ, продажей товаров, оказанием услуг, общественным питанием, заготовкой сельскохозяйственной продукции, сдачей имущества в аренду и др. Поскольку текущая деятельность являет-

ся главным источником получения доходов, то она должна генерировать основной поток денежных средств.

Инвестиционной признают деятельность предприятия, связанную с приобретением земельных участков, зданий и иной недвижимости, оборудования, нематериальных активов и других внеоборотных активов, а также их продаж; с осуществлением собственного строительства, расходов на научно-исследовательские, опытно-конструкторские и технологические разработки; с осуществлением финансовых вложений (приобретение ценных бумаг других эмитентов, вклады в уставные капиталы сторонних организаций, предоставление другим организациям займов и т. д.).

Источниками денежных средств для инвестиционной деятельности могут быть поступления от текущей деятельности в форме перераспределенной прибыли и амортизационных отчислений; доходы от самой инвестиционной деятельности (эмиссия акций и корпоративных облигаций, долгосрочные кредиты банков). При благоприятной для предприятия экономической ситуации оно стремится к модернизации и расширению производства, поэтому инвестиционная деятельность в целом приводит к оттоку денежных средств. В будущем они возвратятся предприятию в форме дополнительного притока денежной наличности (после успешной реализации инвестиционного проекта).

Финансовой считают деятельность предприятия, в результате которой изменяются величина и состав собственного и заемного капитала (поступления от эмиссии акций и корпоративных облигаций, предоставление другим организациям займов, погашение заемных средств, выплата процентов заимодавцам и пр.).

Сведения о движении денежных средств предприятия показывают в валюте РФ. В случае движения денежных средств в иностранной валюте формируют информацию о движении иностранной валюты по каждому ее виду применительно к отчету о движении денежных средств. После этого данные каждого расчета, составленного в иностранной валюте, пересчитывают по курсу Центрального банка РФ на дату составления бухгалтерской отчетности. Полученные данные по отдельным расчетам суммируют при заполнении соответствующих показателей Отчета о движении денежных средств.

На стабильно работающих предприятиях денежные потоки, генерируемые текущей деятельностью, могут быть направлены в инвестиционную и финансовую деятельность, например на погашение кредитов и займов, выплату дивидендов и процентов по эмиссионным ценным бумагам, приобретение внеоборотных активов и т. д.

Связь между текущей, инвестиционной и финансовой деятельностью предприятия показана на рис. 7.2.

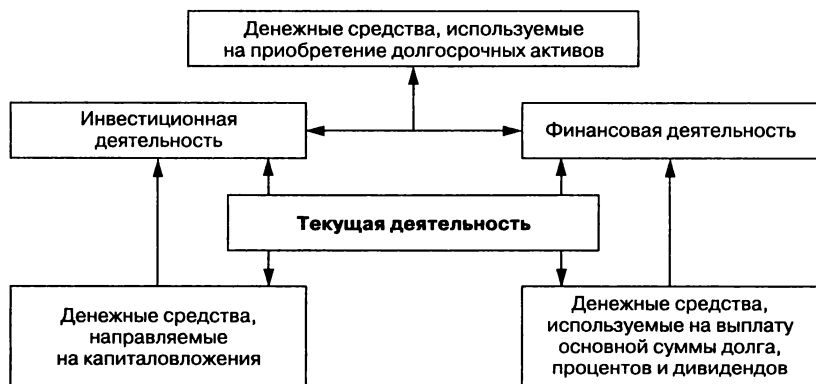


Рис. 7.2. Взаимосвязь между видами деятельности предприятия (корпорации)

На многих предприятиях РФ текущую деятельность часто поддерживают за счет инвестиционной и финансовой деятельности, например не выделяют средства на обновление основного капитала, на достройку объектов, числящихся в составе незавершенного строительства, на реализацию инновационных проектов, что не создает условий для будущего развития. Представленная систематизация денежных потоков позволяет предприятиям более целенаправленно осуществлять учет, анализ, планирование и контроль денежных поступлений и выплат в течение всего финансового года.

7.3. Способы измерения денежных потоков

Для эффективного управления денежными потоками используют следующую информацию:

- ◆ их величину за определенное время (месяц, квартал, год);
- ◆ основные их элементы;
- ◆ виды деятельности, генерирующие поток денежных средств;
- ◆ распределение общего объема денежных потоков разных видов по отдельным интервалам рассматриваемого периода;
- ◆ основные факторы внутреннего и внешнего характера, влияющие на формирование денежных потоков.

На практике используют два метода расчета денежных потоков — прямой и косвенный. Прямой метод имеет более простую процедуру расчета параметров, понятную отечественным специалистам — бухгалтерам и фи-

нансистам. Он непосредственно связан с регистрами бухгалтерского учета (Главной книгой, журналами-ордерами и другими документами), удобен для расчета показателей и контроля поступления и расходования денежных средств. Годовая форма Отчета о движении денежных средств предприятия построена на основе прямого метода. При этом превышение поступлений над выплатами — как по предприятию в целом, так и по видам деятельности — выражает приток денежных средств, а превышение выплат над поступлениями — их отток. Формат Отчета о движении денежных средств представлен в табл. 7.2.

Таблица 7.2. Аналитический отчет о движении денежных средств по ОАО (прямой метод); тыс. руб.

№ п/п	Показатели	За отчетный год	За соответствующий период предыдущего года
	Остаток денежных средств на начало отчетного года	10 038	3126
I	Движение денежных средств по текущей деятельности		
1	Средства, полученные от покупателей и заказчиков	156437	142 216
2	Прочие доходы	3948	3837
	Денежные средства, направленные на:		
3	Оплату приобретенных товаров, работ, услуг, сырья и иных оборотных активов	-63 840	-58 048
4	Оплату труда	-30 215	-27 468
5	Выплату дивидендов и процентов	-20 950	-22 470
6	Расчеты по налогам и сборам	-21 546	-20 517
7	Прочие расходы	-16 883	-16 073
8	Чистые денежные средства от текущей деятельности	7051	1477
II	Движение денежных средств по инвестиционной деятельности		
9	Выручка от продажи основных средств и иных внеоборотных активов	6380	2856
10	Выручка от продажи ценных бумаг и иных финансовых вложений	15 140	12 350
11	Полученные дивиденды	2530	2420

Окончание табл. 7.2

№ п/п	Показатели	За отчетный год	За соответствующий период предыдущего года
12	Полученные проценты	1870	1684
13	Поступления от погашения займов, предоставленных другим организациям	–	–
14	Приобретение дочерних организаций	–	–
15	Приобретение объектов основных средств, доходных вложений в материальные ценности и нематериальных активов	–36 320	–24 750
16	Приобретение ценных бумаг и иных финансовых вложений	–8890	–7730
17	Займы, предоставленные другим организациям	–	–
18	Чистые денежные средства от инвестиционной деятельности	–19 290	–13 170
III	Движение денежных средств по финансовой деятельности		
19	Поступления от эмиссии акций и иных ценных бумаг	45135	34 360
20	Поступления от займов и кредитов, предоставленных другим организациям	7140	6250
21	Погашение займов и кредитов	–20 680	–12 175
22	Погашение обязательств по финансовой аренде (лизингу)	–10 150	–9830
23	Чистые денежные средства от финансовой деятельности	21445	18 605
24	Поступило – всего	238680	205 973
25	Выплаты – всего	229474	199 061
26	Чистые денежные средства от всех видов деятельности (стр. 24 – стр. 25)	9206	6912
27	Остаток денежных средств на конец отчетного года	19244	10 038

В долгосрочном периоде прямой метод расчета объема денежных потоков позволяет оценить уровень ликвидности предприятия. Его можно

использовать для контроля за процессом формирования выручки от продаж и выводов относительно достаточности денежных средств для платежей по товарным и финансовым обязательствам. Недостаток данного метода состоит в том, что он не учитывает взаимосвязи полученного финансового результата (прибыли) и изменения абсолютного размера денежных средств.

Косвенный метод предпочтительнее с аналитической точки зрения, так как позволяет установить взаимосвязь полученной прибыли с изменением денежных средств. Расчет денежных потоков косвенным методом ведется от показателя чистой прибыли с соответствующими его корректировками на статьи, не отражающие движения реальных денежных средств по счетам бухгалтерского учета.

Таким образом, косвенный метод основан на анализе движения денежных средств по видам деятельности и показывает, где конкретно овеществлена прибыль предприятия и куда вложены «живые деньги». Косвенный метод базируется на изучении «Отчета о прибылях и убытках» (по форме 2) снизу вверх, поэтому его иногда называют нижним. Прямой метод называют верхним, поскольку «Отчет о прибылях и убытках» анализируют сверху вниз.

Аналитический отчет о движении денежных средств, составленный косвенным методом, служит связующим звеном между бухгалтерским балансом на начало и конец отчетного периода, так как он раскрывает связь изменений по счетам учета денежных средств с изменениями по другим статьям баланса. Для преобразования прибыли в денежный поток применяют ряд корректировок, устраняющих влияние неденежных факторов и временного лага между моментом совершения хозяйственных операций и движением денежных средств. Примерами неденежных инвестиционных и финансовых операций могут служить эмиссия акций и облигаций в обмен на материальные и нематериальные внеоборотные активы или обмен одних капитальных активов на другие.

В условиях современной России неденежные операции чаще всего связаны с бартерными сделками, которые относят к текущей деятельности. Наличие подобных сделок можно установить путем аналитических корректировок при расчете денежных потоков косвенным методом. Такие корректировки могут увеличивать или понижать показатель чистой прибыли.

Наиболее существенные корректировки, увеличивающие чистую прибыль, следующие:

- ◆ начисленная за период амортизация по основным средствам и нематериальным активам;
- ◆ снижение остатков запасов;
- ◆ уменьшение остатков дебиторской задолженности;

- ◆ снижение НДС по приобретенным материальным ценностям;
- ◆ уменьшение краткосрочных финансовых вложений;
- ◆ увеличение кредиторской задолженности по товарным и финансовым операциям;
- ◆ увеличение прочих краткосрочных обязательств.

Вычитают из чистой прибыли:

- ◆ сумму переоценки основных средств;
- ◆ увеличение запасов;
- ◆ повышение дебиторской задолженности;
- ◆ увеличение краткосрочных финансовых вложений;
- ◆ рост остатка НДС по приобретенным материальным ценностям;
- ◆ снижение кредиторской задолженности;
- ◆ уменьшение прочих краткосрочных обязательств;
- ◆ использование средств резервных фондов и др.

Подготовка аналитического отчета о движении денежных средств косвенным методом включает несколько этапов (шагов).

1. Сначала определяют изменения статей баланса (формы № 1) за изучаемый период.
2. Затем устанавливают их влияние на объем денежных потоков.
3. Далее по показателям, взятым из отчета о прибылях и убытках и отчета об изменениях капитала, устанавливают факторы, которые способствовали увеличению объема денежных средств, и факторы, приводящие к их снижению.
4. Полученную информацию объединяют по видам деятельности в специальной форме аналитического отчета (табл. 7.3).

Если по результатам отчетного периода получен убыток, то при косвенном методе расчеты осуществляют, исходя из его величины. Возможно, что последующие корректировки могут превысить сумму убытка — и чистый результат движения денежных средств по текущей деятельности будет положительным. Преимущество косвенного метода при использовании в оперативном управлении денежными потоками состоит в том, что он позволяет установить соответствие между финансовым результатом и чистым оборотным капиталом. С его помощью можно выявить наиболее проблемные места в деятельности предприятия и разработать пути выхода из негативной ситуации.

При проведении аналитической работы оба метода (прямой и косвенный) дополняют друг друга и дают реальное представление о движении денежных средств на предприятии в расчетном периоде.

Таблица 7.3. Аналитический отчет о движении денежных средств за истекший год по ОАО (косвенный метод)

Наименование статей	Сумма, тыс. руб.
I. Текущая деятельность	
1. Чистая прибыль	21 600
Поправки, вносимые на восстановление чистого денежного потока по текущей деятельности	
2. Неденежные доходы, расходы и убытки, влияющие на чистую прибыль	
2.1. Амортизация основных средств и нематериальных активов	13 550
2.2. Снижение поступлений от дебиторов	-18 890
2.3. Увеличение остатков запасов	-11 380
2.4. Поступления материалов от ликвидации основных средств после капитального ремонта	4536
2.5. Возврат материалов с производства на склад	255
2.6. Сумма списания стоимости недоамортизированных основных средств	-2620
Чистый денежный поток по текущей деятельности	7051
II. Инвестиционная деятельность	
1. Поступления от реализации излишнего оборудования	3160
2. Увеличение объема незавершенного строительства	-14 450
3. Прирост остатка долгосрочных финансовых вложений	-7070
4. Рост вложений в прочие внеоборотные активы	-930
Чистый денежный поток от инвестиционной деятельности	-19 290
III. Финансовая деятельность	
1. Снижение краткосрочных финансовых вложений	2340
2. Рост объема резервного капитала	-1240
3. Увеличение краткосрочных кредитов и займов	5660
4. Увеличение кредиторской задолженности и прочих краткосрочных обязательств	20 695
5. Снижение остатка долгосрочных кредитов и займов	-3180
6. Изменения по счету «Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)»	-2830
Чистый денежный поток от финансовой деятельности	21 445
Чистая сумма (увеличение (+), снижение (-)) денежных средств (7051 - 19 290 + 21 445)	9206
Денежные средства на начало года	10 038
Денежные средства на конец года (9206 + 10 038)	19 244

7.4. Анализ денежных потоков

Приоритетная цель анализа денежных потоков состоит в выявлении дефицита (избытка) денежных средств, источников их поступления и направлений расходования для контроля за текущей платежеспособностью предприятия (корпорации).

Финансовая устойчивость предприятия находится в непосредственной зависимости от реального денежного оборота в виде потока денежных поступлений и платежей, отражаемых на счетах бухгалтерского учета. Поэтому анализ движения денежных средств существенно дополняет методику оценки платежеспособности и ликвидности и дает возможность реально оценить финансово-экономическое состояние предприятия. В этих целях можно использовать как прямой, так и косвенный метод.

Основным документом для анализа денежных потоков является Отчет о движении денежных средств (форма 4), составленный на базе прямого метода. С помощью данного документа можно установить:

- ◆ уровень финансирования текущей и инвестиционной деятельности за счет собственных средств;
- ◆ зависимость предприятия от внешних источников поступлений;
- ◆ дивидендную политику в текущем периоде и сделать прогноз на будущее;
- ◆ финансовую эластичность предприятия, т. е. его способность формировать денежные резервы (в форме чистого притока денежных средств);
- ◆ реальное состояние платежеспособности в отчетном периоде и прогноз на ближайшую перспективу (квартал, год).

В процессе изучения денежных потоков необходимо ответить на следующие вопросы:

1. В случае притока денежных средств:

- произошел ли приток за счет краткосрочных обязательств, погашение которых потребует оттока в будущем;
- не было ли распродажи имущества (капитальных и оборотных активов);
- нет ли роста акционерного капитала за счет дополнительной эмиссии акций;
- сокращаются ли материально-производственные запасы;
- снижаются ли остатки готовой продукции на складе;
- насколько интенсивно взыскивается дебиторская задолженность.

2. При оттоке денежных средств:

- нет ли снижения оборачиваемости оборотных активов;
- не растут ли абсолютные значения запасов и дебиторской задолженности;
- не было ли резкого увеличения объема производства и продажи товаров, что требует привлечения дополнительных денежных средств;
- не было ли чрезмерных выплат акционерам сверх рекомендуемой нормы распределения чистой прибыли (30–35%);
- своевременно ли выплачиваются налоги и сборы в бюджетный фонд государства;
- не было ли длительной задолженности персоналу по оплате труда.

В результате аналитической работы можно сделать предварительные выводы о причинах дефицита денежных средств. Такими причинами могут быть:

- ♦ низкая рентабельность активов, собственного капитала и продаж;
- ♦ отвлечение денежных средств в излишние материальные запасы и незавершенное производство;
- ♦ влияние инфляции на состояние запасов;
- ♦ большие капитальные затраты, не обеспеченные соответствующими источниками финансирования;
- ♦ влияние инфляции на капитальные вложения;
- ♦ высокая налоговая нагрузка на предприятие-товаропроизводителя;
- ♦ чрезмерная доля заемного капитала в пассиве баланса (более 50%) и связанные с этим высокие выплаты процентов за пользование кредитами и займами;
- ♦ наличие значительной доли дебиторской задолженности в объеме оборотных активов с неопределенными сроками погашения и др.

Общий денежный поток должен стремиться к нулю, так как положительное сальдо по одному виду деятельности компенсируют положительным сальдо по другому его виду.

Для изучения денежных потоков используют систему стандартных аналитических показателей. Наиболее важными из них являются:

Сальдо совокупного денежного потока (положительное или отрицательное) = Общая сумма поступлений денежных средств за период – Общая сумма платежей за период.

Данное сальдо характеризует конечный результат финансово-хозяйственной деятельности предприятия, который влияет на формирование и динамику остатка его денежных активов.

Второй показатель — коэффициент ликвидности денежного потока (КЛДП):

$$\text{КЛДП} = \frac{\text{Общая сумма поступлений денежных средств за период}}{\text{Общая сумма платежей за период}}$$

Для обеспечения требуемой ликвидности денежного потока этот коэффициент должен иметь значение не меньше единицы. Превышение данной минимальной величины будет генерировать рост остатка денежных средств на конец расчетного периода, т. е. способствовать повышению значения общей платежеспособности предприятия (Оборотные активы / Краткосрочные обязательства).

Третий параметр — коэффициент эффективности денежного потока (КЭДП):

$$\text{КЭДП} = \frac{\text{Сумма чистого денежного потока за период}}{\text{Общая сумма денежных платежей за период}}$$

Пример

Исходя из показателей табл. 7.2 определим значения КЛДП и КЭДП по ОАО:

Коэффициент ликвидности денежного потока равен:

- ♦ в базовом году — 1,035 (205 973 / 199 061);
- ♦ в отчетном году — 1,04 (238 680 / 229 474).

Коэффициент эффективности денежного потока составляет:

- ♦ в базовом году — 0,035 (6912 / 199 061);
- ♦ в отчетном году — 0,04 (9 206 / 229 474).

В рассматриваемом периоде эти коэффициенты имеют положительное значение, а их величина существенно не изменилась.

Систематизация деятельности предприятия (корпорации) на три вида (текущую, инвестиционную и финансовую) исключительно важна для российской практики хозяйствования, так как благоприятный (близкий к нулю) совокупный чистый денежный поток может быть достигнут за счет покрытия отрицательного денежного потока по текущей деятельности притоком денежных средств от продажи активов (имущества) или привлечения краткосрочных банковских кредитов. В данном случае величина денежного потока скрывает реальную убыточность деятельности предприятия.

Для предприятий, располагающих значительными внеоборотными активами, привлекающих кредиты банков и использующих денежные средства для увеличения чистого оборотного капитала, удобнее применять показатель чистых денежных поступлений (потоков), который определяют по стандартной формуле:

Чистые денежные поступления (потоки) = Чистый доход в форме прибыли + Амортизационные отчисления по внеоборотным активам + Увеличение долгосрочных обязательств – Прирост чистого оборотного капитала за период (квартал, год).

По результатам анализа денежных потоков косвенным методом можно получить ответы на следующие вопросы:

- ♦ в каком объеме и из каких источников получены денежные средства и каковы основные направления их расходования;
- ♦ способно ли предприятие в результате текущей деятельности обеспечить превышение поступлений над платежами (резерв денежной наличности);
- ♦ в состоянии ли оно погасить краткосрочные обязательства за счет поступлений от организаций-дебиторов;
- ♦ достаточно ли полученной предприятием чистой прибыли для удовлетворения его текущих инвестиционных потребностей;
- ♦ чем объясняется разница между величиной полученной чистой прибыли и объемом денежных средств.

Соблюдение указанных положений на практике позволяет службе финансового директора не только правильно анализировать движение денежных потоков за отчетный период, но и делать обоснованные прогнозы на будущее (квартал, год).

7.5. Ликвидный денежный поток

Ликвидный денежный поток — важный параметр, характеризующий финансовую устойчивость предприятия. Он выражает изменение чистой кредитной позиции в течение определенного интервала времени (месяца, квартала).

Чистая кредитная позиция представляет собой разность между суммой кредитов, полученных предприятием, и величиной денежных средств, которой оно располагает. Ликвидный денежный поток тесно связан с показателем финансового рычага (левериджа), отражающего предел, до которого деятельность предприятия может быть улучшена за счет кредитов банков. Финансовый рычаг — объективный фактор, возникающий с появлением заемных средств в составе используемого капитала и позволяющий получить дополнительную прибыль на собственный капитал (повысить его рентабельность).

Ликвидный денежный поток позволяет оперативно определить чистый денежный поток на предприятии. Он может быть использован для экспресс-диагностики его финансового состояния.

Ликвидный денежный поток (или изменение чистой кредитной позиции) служит показателем дефицитного или избыточного (профицитного) сальдо денежных средств, возникающего в случае полного выполнения всех имеющихся обязательств по заемным средствам.

Формула для расчета ликвидного денежного потока (ЛДП) следующая:

$$\text{ЛДП} = (\text{ДК}_1 + \text{КК}_1 - \text{ДС}_1) - (\text{ДК}_0 + \text{КК}_0 - \text{ДС}_0),$$

где ДК_1 и ДК_0 — долгосрочные кредиты и займы на начало и конец расчетного периода; КК_1 и КК_0 — краткосрочные кредиты и займы на конец и начало расчетного периода; ДС_1 и ДС_0 — денежные средства на конец и начало расчетного периода.

Пример

ОАО имеет следующие исходные данные:

$\text{ДК}_1 = 13\,500$ тыс. руб.; $\text{ДК}_0 = 17\,550$ тыс.;

$\text{КК}_1 = 45\,252$ тыс.; $\text{КК}_0 = 41\,202$ тыс.;

$\text{ДС}_1 = 4104$ тыс.; $\text{ДС}_0 = 3726$ тыс. руб.

Отсюда:

$$\begin{aligned} \text{ЛДП} &= (13\,500 + 45\,252 - 4104) - (17\,550 + 41\,202 - 3726) = \\ &= -178 \text{ тыс. руб.} \end{aligned}$$

Итак, ОАО имеет дефицитное сальдо денежных средств на конец месяца 178 тыс. руб., которое может быть покрыто за счет ускорения поступлений средств от дебиторов или новых заимствований в банках.

По Главной книге можно составить динамические ряды показателей на конец каждого месяца и сделать выводы об уровне платежеспособности предприятия. Указанные расчеты можно выполнять и по общей массе кредитов и займов, а также денежных средств, которые поступили в течение расчетного периода. Отличие параметров ликвидного денежного потока от других показателей ликвидности (абсолютной, текущей и общей) состоит в том, что коэффициенты ликвидности отражают способность предприятия погашать свои обязательства внешним кредиторам.

Ликвидный денежный поток характеризует абсолютную величину денежных средств, полученных от обычных видов деятельности, которые связаны с производством и сбытом продукции. Поэтому он является более автономным, выражающим результативность работы предприятия на конец каждого месяца. Он важен и для потенциальных инвесторов и кредиторов, так как включает в себя весь объем заемных средств и поэтому характеризует влияние кредитов и займов на эффективность деятельности предприятия с позиции генерирования денежных средств. Ликвидный денежный поток не получил широкого распространения в практике работы российских банков, за исключением тех из них, которые прибега-

ют к нему при оценке кредитоспособности своих клиентов, поскольку ликвидный денежный поток выражает их платежеспособность в краткосрочном периоде (неделя, декада, месяц). Более эффективное управление денежными потоками приводит к повышению степени финансовой гибкости предприятия, что характеризует его способность оперативно формировать необходимый объем денежных средств при неожиданном появлении высокодоходных коммерческих предложений или новых возможностей ускорения экономического роста.

7.6. Методы оптимизации денежных потоков

Под оптимизацией денежных потоков понимают выбор наиболее рациональных форм управления и регулирования их объема во времени и пространстве (по филиалам и бизнес-единицам — ЦФО) исходя из условий и особенностей хозяйственной деятельности предприятия (корпорации).

Основные цели их оптимизации:

- ◆ обеспечение сбалансированности денежных поступлений и выплат в течение всего года;
- ◆ достижение синхронности образования доходов и расходов во времени и пространстве;
- ◆ обеспечение роста чистого денежного потока (резерва денежной личности) предприятия в прогнозном периоде.

Ключевые объекты оптимизации можно представить в следующем виде:

- ◆ положительный денежный поток;
- ◆ отрицательный денежный поток;
- ◆ остаток денежных средств на конец расчетного (прогнозного) периода;
- ◆ чистый денежный поток (резерв денежных средств).

На результаты хозяйственной деятельности предприятия негативно влияют как дефицитный, так и избыточный денежный поток.

Негативные последствия дефицитного денежного потока проявляются в падении уровня общей платежеспособности и снижении ликвидности баланса предприятия. Характерные его признаки — рост объема просроченной кредиторской задолженности по товарным и финансовым операциям; увеличение продолжительности операционного и финансового циклов; падение доходности активов и собственного капитала; вынужденная продажа части внеоборотных активов; упущенная возможность в получении прибыли. Отрицательные последствия избыточного денежного потока выражаются в: потере реальной стоимости временно свободных

денежных средств из-за влияния инфляционного фактора; утрате потенциального дохода от неиспользуемой части денежных средств в процессе краткосрочного инвестирования; снижении в конечном итоге рентабельности активов и собственного капитала. Методы оптимизации дефицитного (отрицательного) денежного потока зависят от времени его возникновения — краткосрочного или долгосрочного периода.

Сбалансированности дефицитного денежного потока в краткосрочном интервале времени достигают посредством ускорения привлечения денежных средств и замедления их расходования (выплат). Например, ускорить привлечение денежных средств в краткосрочном периоде можно за счет: полной предоплаты за реализуемую продукцию, пользующуюся повышенным спросом у потребителей; снижения срока предоставления коммерческого кредита покупателям товаров; применения современных форм рефинансирования дебиторской задолженности (учета и залога векселей, факторинга, форфейтинга) и др.

Замедления выплат денежных средств в краткосрочном периоде достигают путем: увеличения по согласованию с поставщиками сроков предоставления предприятию-изготовителю коммерческого (товарного) кредита; замены приобретения капитальных активов, требующих обновления, на их финансовую аренду (лизинг); реструктуризации кредитного портфеля предприятия посредством перевода краткосрочных кредитов в долгосрочные и т. д.

Увеличение объема положительного денежного потока в долгосрочном периоде может быть обеспечено с помощью:

- ◆ дополнительного выпуска акций;
- ◆ привлечения стратегических инвесторов с целью повышения объема акционерного капитала;
- ◆ привлечения долгосрочных банковских кредитов;
- ◆ продажи части или всего объема финансовых активов, входящих в инвестиционный (фондовый) портфель;
- ◆ реализации (или сдачи в аренду) неиспользуемых основных средств;
- ◆ продажи недостроенных объектов, числящихся в составе незавершенного строительства, потенциальным инвесторам.

Снижение объема дефицитного денежного потока в долгосрочной перспективе можно обеспечить за счет:

- ◆ отказа от реализации новых проектов, включенных в инвестиционную программу предприятия;
- ◆ консервации объектов незавершенного строительства;
- ◆ отказа от долгосрочных финансовых вложений;
- ◆ снижения сумм постоянных издержек.

Способы оптимизации избыточного денежного потока связаны с обеспечением роста инвестиционной активности предприятия. К этим способам относят:

- ◆ рост объема капиталовложений, направляемых на обновление основного капитала;
- ◆ ускорение периода проектирования и строительства производственных объектов;
- ◆ проведение мероприятий по диверсификации выпускаемой продукции и рынков ее сбыта;
- ◆ расширение объемов портфельного инвестирования;
- ◆ досрочное погашение долгосрочных кредитов (по согласованию с банками).

В системе мер по оптимизации денежных потоков предприятия важное место занимает их сбалансированность во времени и пространстве (по его бизнес-единицам — ЦФО). Несоответствие между притоком и оттоком денежных средств в отдельные периоды года создает для предприятия дополнительные финансовые трудности. При достаточно высокой продолжительности таких периодов для него возникает реальная угроза потери финансовой устойчивости и даже банкротства.

Завершающим этапом оптимизации является создание условий максимизации чистого денежного потока (резерва денежных средств), что обеспечивает повышение темпов экономического развития предприятия, прежде всего за счет внутренних источников финансирования (чистой прибыли и амортизационных отчислений).

Увеличение объема чистого денежного потока может быть достигнуто за счет проведения следующих мероприятий:

- ◆ снижения удельных переменных издержек в цене товара;
- ◆ понижения абсолютного объема постоянных издержек;
- ◆ проведения рациональной налоговой политики, обеспечивающей снижение величины суммарных налоговых выплат;
- ◆ осуществления гибкой ценовой политики, ориентированной на ценового лидера;
- ◆ использования способов ускоренной амортизации внеоборотных активов;
- ◆ усиления претензионной работы с контрагентами для обеспечения полного и своевременного взыскания штрафных санкций.

Результаты оптимизации денежных потоков находят свое отражение в бюджете движения денежных средств, составляемом на предстоящий период (месяц, квартал).

7.7. Прогнозирование денежных потоков

Прогноз денежных потоков тесно связан как со стратегическим развитием предприятия (корпорации), так и с текущим финансовым планированием (на квартал, год). Прогноз денежных потоков включает вычисление возможных источников поступления и направлений расходования денежных средств.

Такой прогноз осуществляют в несколько этапов:

- 1) расчет денежных поступлений за период;
- 2) определение возможного оттока (выплат) денежных средств;
- 3) расчет чистого денежного потока (излишка или недостатка денежных средств);
- 4) вычисление общей потребности в краткосрочном финансировании.

Определенная сложность на первом этапе возникает в том случае, если выручку от реализации продукции разделяют на денежные поступления от покупателей и продажи в кредит (с отсрочкой платежа). Если величина поступления покрывает только часть выручки от реализации, то выручку от продаж принимают к прогнозу доходов от обычных видов деятельности как сумму поступления денежных средств и дебиторской задолженности (в части, не покрытой поступлением).

При продаже продукции на условиях коммерческого кредита, предоставленного в виде отсрочки (рассрочки) платежа, выручку от реализации включают в прогнозный расчет в полной сумме дебиторской задолженности.

На практике предприятие вынуждено учитывать средний период, который необходим покупателям для оплаты товаров. Исходя из этого можно установить долю выручки от реализации, поступающую в данном периоде и ту, которая поступит в следующем. Далее с помощью балансового метода (цепным способом) рассчитывают денежные поступления и изменение дебиторской задолженности:

$$BP + ДЗ_{\text{кн}} = ДП + ДЗ_{\text{нн}}$$

Тогда:

$$ДЗ_{\text{кн}} = ДЗ_{\text{нн}} + BP - ДП,$$

где BP — выручка (нетто) от реализации продукции за период (квартал); $ДЗ_{\text{нн}}$ и $ДЗ_{\text{кн}}$ — дебиторская задолженность за товары (работы, услуги) на начало и конец расчетного периода (квартала); $ДП$ — денежные поступления от покупателей в данном периоде.

Более детальный расчет предполагает классификацию дебиторской задолженности по срокам ее погашения, которая может быть выполнена

путем накопления статистических данных о погашении дебиторской задолженности за предыдущие периоды (кварталы). На первом шаге устанавливают усредненную долю со сроком погашения до 30 дней, до 60 дней, до 90 дней и т. д.

При наличии иных поступлений средств (от прочей реализации, финансовых операций) их прогнозную оценку выполняют методом прямого счета, а полученную сумму прибавляют к объему денежных поступлений за расчетный период.

На втором этапе прогнозного расчета устанавливают величину оттока денежных средств. Основным его элементом является погашение краткосрочной задолженности по товарным и финансовым операциям. Предполагают, что предприятие оплачивает счета поставщиков своевременно, хотя оно может и отсрочить платеж.

Отсроченная кредиторская задолженность выступает в качестве дополнительного источника краткосрочного финансирования. К другим направлениям расходования денежных средств можно отнести оплату труда персонала, налоги, дивиденды акционерам, проценты заимодавцам и т. д.

На третьем этапе посредством сравнения прогнозируемых денежных поступлений и выплат определяют чистый денежный поток (положительное или отрицательное сальдо). При положительном сальдо (приток денег больше их оттока) предприятие имеет дополнительный резерв денежной наличности.

Наконец, на последнем, четвертом, этапе при отрицательном остатке денежных средств на конец расчетного периода устанавливают потребность в краткосрочном финансировании (в банковском кредите).

Пример

Предприятие ставит задачу спрогнозировать денежный поток на базе следующих показателей: 80% своей продукции оно продает в кредит, а остальные 20% — за наличный расчет. Оно также предоставляет своим покупателям 30-дневный кредит (отсрочку оплаты готовой продукции). Статистика показывает, что 70% платежей потребители оплачивают своевременно (в течение месяца), а остальные 30% — в течение следующего месяца. Объем продаж на I квартал будущего года составит: январь — 7560 тыс. руб.; февраль — 8016 тыс.; март — 9072 тыс. руб. Объем продаж в ноябре предыдущего года был равен 6480 тыс. руб., а в декабре — 7152 тыс. руб.

Следует составить бюджет движения денежных средств по текущей деятельности на I квартал предстоящего года. Он включает три последовательных расчета:

- 1) динамику денежных поступлений и дебиторской задолженности на I квартал будущего года (табл. 7.4);
- 2) прогнозный бюджет движения денежных средств на будущий квартал (табл. 7.5);
- 3) расчет суммы необходимого краткосрочного финансирования (табл. 7.6).

В случае возникновения значительного дефицита денежных средств целесообразно проанализировать причины его возникновения. В табл. 7.6 дефицит денежных средств планируют на февраль–март в сумме 1090 тыс. руб. (338 + 752). Целесообразно изучить несколько вариантов его покрытия.

На практике для нейтрализации негативного влияния дефицита денежной наличности на хозяйственную деятельность предприятия можно предпринять следующие альтернативные действия:

1. Упорядочить управление дебиторской задолженностью на основе данных бухгалтерского и оперативного финансового учета. Результаты анализа реестра старения этой задолженности показывают ее доли, в соответствии с которыми будет происходить реальное поступление денежных средств от продаж в кредит. Картина, полученная в результате изучения данного реестра, дает представление о состоянии расчетов предприятия со своими покупателями (клиентами) и позволяет установить просроченную задолженность последних.
2. Отложить или приостановить капитальные вложения во внеоборотные активы.
3. Рассмотреть возможность предоставления покупателям скидок с цены товаров в случае ранней предоплаты.
4. Оценить возможности бартерных сделок при отсутствии реальной перспективы получения от покупателей денежной выручки.
5. Сократить продажи в кредит неаккуратным покупателям (на условиях коммерческого кредита), что снизит объем неплатежей последних.
6. Добиться более благоприятных условий получения товарного кредита у поставщиков материальных ресурсов (в форме отсрочки платежа).
7. Использовать скидки с цены товаров, предоставляемые поставщиками для более быстрой их реализации.
8. Изучить возможность получения дополнительных кредитов у коммерческих банков на приемлемых для заемщика условиях, включая открытие кредитной линии, обеспечивающей оперативное поступление средств краткосрочного кредита при необходимости срочного пополнения остатка денежной наличности на расчетном счете.

Таблица 7.4. Динамика денежных поступлений и дебиторской задолженности на I квартал будущего года; тыс. руб.

Показатели	Январь	Февраль	Март
Дебиторы на начало периода	3240	3727	4190
Выручка (нетто) от реализации продукции	7560	8016	9072
В том числе продажи в кредит с отсрочкой платежа (80%)	6048	6413	7258
Поступление денежных средств – всего	7073	7553	8118
В том числе:	1512	1603	1814
20% от реализации текущего месяца наличными деньгами			
70% от реализации в кредит прошлого месяца	4005	4234	4489
30% от реализации в кредит позапрошлого месяца	1555	1716	1814
Дебиторы на конец периода	3727	4190	5144
Справочно: балансовое уравнение ДЗКП = ДЗНП + ВР – ДП	3240 + 7560 – – 7073 = 3727	3727 + 8016 – – 7553 = 4190	4190 + 9072 – – 8118 = 5144

Таблица 7.5. Прогнозный бюджет движения денежных средств на предстоящий квартал; тыс. руб.

Показатели	Январь	Февраль	Март
Поступило денежных средств от реализации продукции	7073	7553	8118
Прочие поступления	626	302	1253
Всего поступлений	7699	7855	9371
Отток денежных средств			
Погашение кредиторской задолженности	6394	7452	8532
Прочие платежи (оплата труда, налоги и др.)	821	907	1253
Всего выплат	7215	8359	9785
Излишек (+), недостаток (-)	484	-504	-414

Таблица 7.6. Расчет суммы необходимого краткосрочного финансирования; тыс. руб.

Показатели	Январь	Февраль	Март
Остаток денежных средств на начало периода	432	916	412
Изменение денежных средств (+ или -)	484	-504	-414
Остаток денежных средств на конец периода	916	412	-2
Требуемый минимум денежных средств на расчетном счете в банке	750	750	750
Потребность в краткосрочном банковском кредите	-	-338	-752

Многие руководители предприятий (корпораций) стремятся в первую очередь привлечь краткосрочные кредиты банков, так как не во всех случаях отработана система управления оборотными активами и денежными потоками. Поэтому в случае возникновения дефицита денежных средств время остается только на то, чтобы обратиться в банк за очередным кредитом.

7.8. Роль платежного баланса в управлении денежным оборотом

Важным финансовым документом по управлению денежным оборотом предприятия является план движения денежных средств на счетах в банках и в кассе — платежный баланс. Он предоставляет службе финансового директора (главного бухгалтера) постоянно финансировать текущую и инвестиционную деятельность предприятия, выполнять платежные обязательства перед партнерами и государством, фиксировать происходящие изменения в его платежеспособности. Приоритетная цель разработки платежного баланса — определение реальных сроков поступления денежных средств и платежей предприятия и их доведение до филиалов (дочерних и зависимых обществ) в форме плановых заданий. Платежный баланс дает возможность наблюдать за состоянием собственных средств, а также за возможным привлечением заемного капитала (банковского или коммерческого кредита, облигационных займов).

Платежный баланс разрабатывают на предстоящий месяц с разбивкой показателей по декадам и пятидневкам. Он характеризует весь денежный оборот предприятия без подразделения на виды деятельности (текущую, инвестиционную и финансовую). На базе платежного баланса предприятие прогнозирует выполнение своих финансовых обязательств перед государством, контрагентами, инвесторами и кредиторами.

При составлении платежного баланса финансовый директор координирует свою работу с другими подразделениями предприятия (бухгалтерией, отделами производства, снабжения, сбыта и пр.). Бухгалтерия обеспечивает предоставление информации об операциях на счетах предприятия, о состоянии дебиторской и кредиторской задолженности, срочных и просроченных кредитах банков, об уплате налогов и сборов в бюджетный фонд, о расчетах с поставщиками и подрядчиками и др.

Отдел сбыта предоставляет информацию об объеме продаж продукции (товаров, работ, услуг) о предоставленном покупателям коммерческом кредите, о скидках с цены товаров и др. Отдел снабжения — об объеме закупок материальных ресурсов за наличный расчет и в кредит, о сроках поставок материальных ценностей, размере партий поставок и пр.

К платежному балансу могут быть дополнительно разработаны планы-графики:

- ◆ налоговых платежей (по видам налогов и сборов);
- ◆ инкассации дебиторской задолженности;
- ◆ погашения кредиторской задолженности по товарным и финансовым операциям;
- ◆ погашения задолженности по полученным кредитам и займам;
- ◆ формирования производственных запасов;
- ◆ возмещения коммерческих и управленческих расходов;
- ◆ эмиссии акций и корпоративных облигаций;
- ◆ реализации отдельных инвестиционных проектов;
- ◆ выплаты лизинговых платежей, если предприятие является лизингополучателем, и др.

Необходимость составления данного документа значительно возрастает в связи с изменением порядка расчетов и кредитования, наличием высоких неплатежей поставщикам материальных ресурсов и подрядчикам, персоналу по оплате труда, акционерам по выплате дивидендов, процентов и основной суммы долга заимодавцам, государству по налогам и сборам. Все это требует повышенного внимания финансового директора к ежедневной сбалансированности между потоками денежных поступлений и платежей. Если такая сбалансированность отсутствует, то принимают срочные меры по привлечению в оборот предприятия дополнительных денежных средств или снижению текущих и инвестиционных затрат. План движения денежных средств приведен на рис. 7.3.

В доходном разделе предусматривают поступление денежных средств за счет всех возможных источников (выручка от реализации продукции, кредиты банков, поступления с фондового рынка и др.). В расходном разделе выделяют первоочередные платежи за счет неотложных нужд.

В платежном обороте предприятия можно разграничить безналичные и наличные платежи. Все платежи с юридическими лицами по товарным и финансовым операциям осуществляют главным образом в безналичной форме. К наличным платежам относят: расходы на оплату труда, выплату дивидендов акционерам, оказание работникам материальной помощи и другие расходы социального характера.

Отчет об исполнении платежного баланса составляют на основе оперативных финансовых сведений и документов, имеющих в бухгалтерии: выписок со счетов в банках, Главной книги и соответствующих журналов-ордеров, кассовой книги, платежных поручений и т. д.

Платежный баланс предприятия на предстоящий месяц (квартал)	
Доходы и поступления средств	Расходы и отчисления средств
<ol style="list-style-type: none"> 1. Остаток денежных средств на начало прогнозного периода 2. Поступления средств в течение месяца (прогноз) <ol style="list-style-type: none"> 2.1. Выручка от реализации продукции (работ, услуг) 2.2. Выручка от прочей реализации 2.3. Выручка от реализации основных средств и иного имущества 2.4. Авансовые поступления 2.5. Арендная плата 2.6. Поступления по лизингу 2.7. Средства, полученные по векселям 2.8. Временная финансовая помощь 2.9. Поступления дебиторской задолженности 2.10. Выручка от продажи эмиссионных ценных бумаг 2.11. Заемные средства, полученные от банков 2.12. Выручка от продажи валютных средств 2.13. Бюджетные ассигнования 2.14. Прочие поступления 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Первоочередные платежи за счет неотложных нужд 2. Налоговые платежи в бюджетный фонд (по видам налогов и сборов) 3. Взносы в государственные внебюджетные фонды (в форме единого социального налога) 4. Платежи по усмотрению предприятия: <ol style="list-style-type: none"> 4.1. Расходы на оплату труда 4.2. Оплата поставок материальных ресурсов и услуг 4.3. Оплата накладных расходов 4.4. Оплата векселей 4.5. Выплата дивидендов 4.6. Погашение ссуд банков и процентов по ним 4.7. Оплата счетов подрядчиков 4.8. Прочие платежи
Доходы и поступления средств — всего	Расходы и отчисления — всего
	Справочно: Превышение поступлений над расходами Превышение расходов и платежей над поступлениями

Рис. 7.3. Примерная форма платежного баланса предприятия

Данные об исполнении платежного баланса позволяют финансовой дирекции предприятия принимать оперативные меры по устранению недостатков в финансово-хозяйственной деятельности и служат базой для разработки этого документа на следующий месяц (квартал).

При ежемесячном составлении платежного баланса и отчета о его исполнении у предприятия накапливаются динамические ряды показателей по доходам и расходам, которые могут быть использованы в финансовом анализе наряду с фактическими данными бухгалтерской, налоговой и статистической отчетности. Подобная информация полезна для принятия оперативных управленческих решений.

Глава 8

КОРПОРАЦИЯ И ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК

8.1. Назначение и функции финансового рынка в мобилизации и распределении корпоративного капитала

С помощью финансового рынка обеспечивают бесперебойное формирование и эффективное использование финансовых ресурсов экономических субъектов и государства. Он представляет собой форму организации движения денежных средств в национальном хозяйстве и функционирует в виде рынка ценных бумаг (фондового рынка) и рынка ссудного капитала. Объективная предпосылка функционирования финансового рынка состоит в несовпадении потребностей в финансовых ресурсах у субъектов хозяйствования с наличием источников покрытия данных потребностей. На практике свободные денежные ресурсы могут быть в наличии у одних владельцев (собственников), а инвестиционные потребности возникают у других субъектов рынка.

Для мобилизации временно свободных денежных средств и рационального их использования и предназначен финансовый рынок. Его функциональное назначение заключается в посредничестве движению денежных ресурсов от их владельцев к пользователям.

Владельцами выступают юридические лица и граждане, накапливающие у себя денежные средства для последующего инвестирования в финансовые и капитальные активы. Частные лица (домашние хозяйства) осуществляют вложения своих сбережений непосредственно (индивидуальным способом) либо через финансовых посредников (финансово-кредитные институты). Роль заемщиков выполняют субъекты хозяйствования, вкладывающие полученные с финансового рынка денежные средства в различные объекты предпринимательской деятельности (например, в расширение производства товаров и услуг, недвижимость, ценные бумаги сторонних эмитентов и др.) с целью извлечения дополнительного дохода (прибыли).

Функционирование финансового рынка неразрывно связано с наличием в экономике реальных собственников, обладающих полной хозяйственной самостоятельностью и ответственностью за конечный финансовый результат. Только такие независимые собственники способны

заключать на финансовом рынке коммерческие сделки и предъявлять спрос на фондовые инструменты в обмен на деньги.

Состав участников финансового рынка и выполняемые ими функции приведены на рис. 8.1.



Рис. 8.1. Взаимосвязи между участниками финансового рынка

В составе финансового рынка обычно выделяют отдельные сегменты:

- 1) рынок находящихся в обращении и выполняющих идентичные функции краткосрочных платежных средств (чеков, векселей, аккредитивов, коносаментов и пр.) — денежный рынок;
- 2) рынок ссудного капитала, т. е. кратко- и долгосрочных банковских кредитов;
- 3) рынок ценных бумаг — фондовый рынок.

Следует полагать, что последний из них и является собственно финансовым рынком в более узком его понимании. Поэтому финансовый рынок представляет собой совокупность финансовых институтов, направляющих поток денежных средств от владельцев (инвесторов) к заемщикам (эмитентам) с помощью финансовых инструментов — эмиссионных ценных бумаг (акций и корпоративных облигаций). Часто финансовый рынок подразделяют на два сегмента — денежный рынок и рынок капитала. На денежном рынке продают и покупают краткосрочные ценные бумаги (со сроком погашения до одного года). На рынке капитала заключают сделки с долгосрочными ценными бумагами со сроком обращения свыше одного года (акциями и корпоративными облигациями).

Рынок капитала, в свою очередь, подразделяют на первичный и вторичный. На первичном рынке предлагают новые выпуски эмиссионных

ценных бумаг. Вторичный рынок — механизм купли-продажи ранее размещенных ценных бумаг с целью извлечения экономической выгоды (дохода в форме дивидендов, процентов и прироста курсовой стоимости).

По степени организованности финансовый рынок можно систематизировать на организованный (фондовые и валютные биржи) и неорганизованный (сфера купли и продажи эмиссионных ценных бумаг через сеть брокерских и дилерских компаний). В научной литературе можно встретить и иные классификационные признаки финансового рынка.

Общественное назначение финансового рынка состоит в том, что с его помощью:

- ♦ обеспечивают перераспределение финансовых ресурсов во времени и пространстве — между отраслями экономики, сферами бизнеса, регионами и т. д.;
- ♦ достигают регулярности расчетов между участниками рынка при купле-продаже ценных бумаг;
- ♦ обеспечивают консолидацию финансовых ресурсов на ключевых направлениях предпринимательской деятельности;
- ♦ предоставляют ценовую и иную информацию, позволяющую осуществлять финансовые сделки с ценными бумагами в разных отраслях экономики и сферах бизнеса;
- ♦ обеспечивают стимулирование участников рынка в ситуации, когда один из участников финансовой операции располагает всей необходимой информацией, которой не обладает другой, либо один из участников исполняет роль агента (комиссионера) от имени второго;
- ♦ добиваются наиболее эффективных способов управления финансовыми рисками (страхование, самострахование, хеджирование и пр.).

В последние годы на фондовом рынке России произошли позитивные изменения: повысилась ликвидность рынка и информационная прозрачность эмитентов; выросла капитализация рынка корпоративных ценных бумаг; укрепилась законодательная база, так как разработаны новые способы защиты прав и законных интересов инвесторов на данном рынке. В результате этих позитивных изменений повысился кредитный рейтинг России на мировом финансовом рынке, что означает ее способность своевременно и в полном объеме выполнять свои финансовые обязательства перед зарубежными партнерами.

Финансовый рынок многообразен, по предметам купли-продажи два: финансовые активы, обмениваемые на деньги, и денежные средства, предназначенные для приобретения ценных бумаг. Экономическая природа финансового рынка наиболее наглядно проявляется в его функциях, к которым относятся:

- 1) реализация стоимости и потребительской стоимости, заключенной в финансовых активах;

- 2) организация процесса доведения финансовых активов до потребителей (инвесторов — покупателей ценных бумаг);
- 3) финансовое обеспечение процесса инвестирования (вложения капитала в данные активы);
- 4) воздействие на денежное обращение в стране.

В процессе выполнения финансовым рынком первой функции происходит движение стоимости валового внутреннего продукта (ВВП), которое выражается через обмен: денежные средства обменивают на финансовые активы.

Процесс инвестирования в финансовые активы можно выразить формулой:

$$И - ДФА... Д',$$

где И — инвестиции (вложения) средств; ДФА — денежное выражение инвестиций, вложенных в финансовые активы; Д' — доход от финансовых активов в форме дивидендов и процентов.

Завершение процесса подобного обмена означает окончание акта реализации стоимости, воплощенной в финансовом инструменте (ценной бумаге), и общественное признание его потребительной стоимости, выраженной в данном активе. Реализация финансового актива (первая функция финансового рынка) означает возмещение первоначальных инвестиций и получение инвестором (вкладчиком) дополнительного дохода в форме прибыли. Вторая функция заключается в процессе доведения финансовых активов до потребителя. Эта функция выражается через создание сети различных институтов по реализации ценных бумаг: банков, фондовых бирж, инвестиционных фондов и др. Назначение этих институтов состоит в создании приемлемых условий для обмена денежных средств инвесторов (покупателей) на интересующие их финансовые инструменты (ценные бумаги).

Содержание третьей функции финансового рынка заключается в аккумуляровании денежных средств у инвесторов (вкладчиков) для приобретения ценных бумаг. Процесс сбережения финансовых ресурсов включает в себя как процедуру накопления собственного капитала, так и взятие его займы (в форме ссуды), внаем (инвестиционный селенг).

Содержанием четвертой функции служит создание с помощью финансового рынка благоприятных условий для непрерывного движения денег в процессе совершения платежей и регулирования денежной массы в обращении. Через данную функцию осуществляют реализацию на финансовом рынке денежной политики государства посредством отвлечения части денежной массы из обращения и вложения ее в ценные бумаги. От устойчивости денежного обращения в стране зависит и стабильность финансового рынка.

8.2. Виды профессиональной деятельности на финансовом рынке

Профессиональные участники финансового (фондового) рынка — юридические лица — осуществляют следующие виды деятельности: брокерскую, дилерскую, управление ценными бумагами, определение взаимных обязательств (клиринг), депозитарную, ведение реестра владельцев ценных бумаг, организацию торговли на рынке ценных бумаг.

Брокерской признают деятельность по совершению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами от имени и за счет клиента (включая эмитента корпоративных ценных бумаг при их размещении) или от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с ним. Профессионального участника фондового рынка, проводящего брокерскую деятельность, называют брокером.

При оказании брокерских услуг по размещению эмиссионных ценных бумаг брокер может приобрести за свой счет не размещенные в срок, предусмотренный договором, ценные бумаги эмитента. Сделки, совершаемые по поручению клиента, подлежат первоочередному исполнению по сравнению с дилерскими операциями самого брокера при совмещении им функций брокера и дилера. Денежные средства клиентов, переданные ими брокеру для инвестирования в ценные бумаги, а также денежные средства, полученные по сделкам, совершенным брокером на основании договоров с клиентами, должны храниться на отдельном брокерском счете, открытом брокером в кредитной организации (специальный брокерский счет). Брокер обязан вести учет денежных средств каждого клиента и отчитываться перед ними. На денежные средства клиентов, хранящиеся на специальном брокерском счете в банке, не может быть обращено взыскание по обязательствам брокера.

Брокер вправе использовать в своих интересах денежные средства, находящиеся на специальном брокерском счете, если это зафиксировано в договоре о брокерском обслуживании. Однако он обязан гарантировать клиенту исполнение поручений последнего за счет указанных денежных средств или их возврат по требованию клиента.

Брокер может предоставить клиенту в заем денежные средства и/или ценные бумаги для совершения сделок купли-продажи этих бумаг при условии предоставления клиентом обеспечения. В качестве обеспечения обязательств клиента по предоставленным брокером займам можно принять только ликвидные ценные бумаги, включенные в котировальный список фондовой биржи. Сделки, совершаемые с использованием денежных средств и/или ценных бумаг, переданных брокером в заем, называют маржинальными сделками. Условия договора займа, включая сумму займа и порядок ее определения, могут быть установлены договором о бро-

керском обслуживании. Брокер вправе брать с клиента проценты по предоставляемым займам.

Профессионального участника фондового рынка, осуществляющего дилерскую деятельность, называют дилером. В роли последнего может выступать только юридическое лицо — коммерческая организация. Дилер совершает сделки по купле-продаже ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и (или) продажи по объявленным дилером ценам. Кроме цены дилер вправе объявить иные важные условия договора купли-продажи ценных бумаг: минимальное и максимальное количество приобретаемых и (или) продаваемых ценных бумаг, а также срок, в течение которого действуют объявленные цены. При отсутствии в объявлении указания на иные существенные условия дилер обязан заключить договор на существенных условиях, предложенных его клиентом. При уклонении дилера от заключения договора к нему может быть предъявлен иск о принудительном его заключении и (или) о возмещении причиненных клиенту убытков.

Деятельностью по управлению ценными бумагами признают осуществление юридическим лицом — от своего имени, за вознаграждение, в течение определенного срока — распоряжения финансовыми активами, переданными ему во владение и принадлежащими другому лицу (в интересах этого лица или указанных этим лицом третьих лиц).

В состав последних включают:

- ◆ ценные бумаги;
- ◆ денежные средства, предназначенные для вложения в эти бумаги;
- ◆ денежные средства и ценные бумаги, полученные в процессе доверительного управления.

Профессионального участника фондового рынка, осуществляющего деятельность по управлению ценными бумагами, называют управляющим. Процедура управления ценными бумагами, права и обязанности управляющего приведены в главе 53 «Доверительное управление имуществом» Гражданского кодекса РФ.

Клиринговая деятельность связана с определением взаимных обязательств (сбор, сверка, корректировка информации по сделкам с ценными бумагами и подготовка бухгалтерских документов по ним) и их зачетом по поставкам ценных бумаг и расчетов по ним. Организации, осуществляющие клиринг по ценным бумагам в связи с расчетами по операциям с этими бумагами, принимают к исполнению подготовленные для определения взаимных обязательств бухгалтерские документы на основании их договоров с участниками фондового рынка, для которых производят расчеты. Клиринговая организация, осуществляющая расчеты по сделкам с ценными бумагами, обязана создавать специальные фонды для понижения рисков неисполнения сделок с финансовыми инструментами. Мини-

мальный размер специальных фондов определяет Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР РФ) по согласованию с Центральным банком России. Клиринговая организация обязана утвердить и зарегистрировать в ФСФР РФ правила осуществления клиринговой деятельности. Депозитарной деятельностью признают оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету и переходу прав на них. Профессионального участника фондового рынка (юридическое лицо), осуществляющего депозитарную деятельность, называют депозитарием. Лицо, пользующееся услугами депозитария по хранению ценных бумаг, именуется депонентом. Взаимоотношения между депозитарием и депонентом регулируют депозитарным договором (о счете депо). Его заключают в письменной форме. Депозитарий обязан утвердить условия осуществления им депозитарной деятельности, которые составляют неотъемлемую часть депозитарного договора. Заключение такого договора не влечет за собой перехода к депозитарию права собственности на ценные бумаги депонента. Депозитарий несет гражданско-правовую ответственность за сохранность депонированных у него сертификатов ценных бумаг. На ценные бумаги депонентов не может быть обращено взыскание по обязательствам депозитария.

Депозитарий выполняет следующие функции:

- ♦ регистрирует факты обременения ценных бумаг депонента обязательствами;
- ♦ ведет отдельно от других счет депо депонента с указанием даты и основания каждой операции по этому счету;
- ♦ передает депоненту всю информацию о ценных бумагах, которую депозитарий получил от эмитента или держателя реестра владельцев ценных бумаг.

Депозитарий может быть зарегистрирован в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или у другого депозитария в качестве номинального держателя в соответствии с депозитарным договором. Депозитарий несет ответственность за неисполнение своих обязанностей по учету прав на ценные бумаги, например за полноту и правильность записей по счету депо. Деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг признают сбор, фиксацию, обработку, хранение и предоставление информации, составляющей систему ведения данного реестра. Этим видом деятельности могут заниматься только юридические лица, которых именуют держателями реестра (регистраторами).

Под системой ведения реестра владельцев ценных бумаг подразумевают совокупность данных, зафиксированных на бумажном носителе и (или) с использованием электронной базы данных, обеспечивающих идентификацию зарегистрированных в системе ведения реестра владель-

цев ценных бумаг и учет их прав в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг и в отношении этих бумаг.

Система ведения реестра владельцев ценных бумаг должна обеспечивать сбор и хранение в течение определенного законодательством РФ срока информации обо всех фактах и документах, которые приводят к необходимости внесения изменений в систему ведения данного реестра, а также обо всех действиях держателя реестра о внесении этих изменений. Для ценных бумаг на предъявителя систему ведения реестра их владельцев не ведут.

Держателем реестра может быть эмитент или профессиональный участник фондового рынка, который ведет реестр по поручению эмитента. Если число владельцев ценных бумаг превышает 500, то держателем реестра должна быть независимая организация (регистратор). Договор на ведение реестра заключают только с одним юридическим лицом. Однако регистратор может вести реестры владельцев ценных бумаг неограниченного круга эмитентов.

Деятельность по организации торговли ценными бумагами включает предоставление услуг, способствующих заключению гражданско-правовых сделок с этими бумагами между профессиональными участниками фондового рынка. Данным видом деятельности занимаются фондовые биржи и фондовые отделы валютных бирж, называемые организаторами торговли ценными бумагами.

Организаторы торговли на фондовом рынке обязаны регистрировать в Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР РФ) следующую информацию: дату и время заключения сделки; наименование ценных бумаг — предмета сделки; государственный регистрационный номер этих бумаг; цену одной ценной бумаги и общее их количество.

Регистрации подлежат также документы, содержащие изменения и дополнения в указанную информацию.

8.3. Фондовая биржа

Фондовой биржей называют организатора торговли на рынке ценных бумаг. Она выступает на фондовом рынке в форме некоммерческого партнерства или акционерного общества. Одному акционеру фондовой биржи или его аффилированным лицам не может принадлежать 20% и более акций каждой категории (типа), а одному члену фондовой биржи некоммерческого партнерства — 20% и более голосов на общем собрании ее членов.

Членами фондовой биржи в форме некоммерческого партнерства могут быть только профессиональные участники рынка ценных бумаг. Порядок вступления в члены такой биржи и выхода из ее членов регламентируют внутренними документами биржи.

Фондовая биржа на рынке ценных бумаг обязана раскрыть любому заинтересованному лицу следующую внешнюю информацию:

- ♦ правила допуска участника рынка ценных бумаг к торгам;
- ♦ правила допуска к торгам ценных бумаг;
- ♦ правила заключения и сверки сделок;
- ♦ правила регистрации и исполнения сделок;
- ♦ правила, ограничивающие манипулирование ценами;
- ♦ расписание предоставления услуг участникам торгов;
- ♦ регламент внесения изменений и дополнений в указанные документы;
- ♦ список ценных бумаг, допущенных к торгам.

О каждой сделке, заключенной в соответствии с установленными фондовой биржей правилами, любому заинтересованному лицу предоставляют дополнительную информацию:

- ♦ дату и время заключения сделки;
- ♦ наименование ценных бумаг, составляющих предмет сделки;
- ♦ государственный регистрационный номер выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг;
- ♦ цену одной ценной бумаги, а также их общее количество.

Фондовая биржа в форме некоммерческого партнерства может быть преобразована в акционерное общество. Решение о подобном преобразовании принимают члены биржи большинством в три четверти голосов.

Участниками торгов на фондовой бирже могут быть только брокеры, дилеры и управляющие. Остальные лица вправе совершать операции только при посредничестве брокеров — участников торгов. Участниками торгов на фондовой бирже в форме некоммерческого партнерства могут быть только ее члены.

Фондовая биржа обязана утвердить:

- ♦ правила допуска к участию в торгах;
- ♦ правила проведения торгов, которые должны содержать процедуры совершения и регистрации сделок; меры, направленные на предотвращение манипулирования ценами и использования служебной информации.

Указанные документы, а также изменения и дополнения в них, подлежат регистрации в Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР РФ). Фондовая биржа обязана осуществлять систематический контроль за совершаемыми сделками в целях выявления фактов манипулирования ценами и использования служебной информации, а также за соблюдением участниками торгов и эмитентами требований законодательства РФ о ценных бумагах.

Фондовая биржа должна обеспечивать гласность и публичность проводимых торгов, сообщать о результатах торговых сессий и т. д. Она вправе устанавливать размер и порядок взимания с участников торгов взносов, сборов и других платежей за оказываемые им услуги, а также размер и порядок взимания штрафов за нарушение правил биржевой торговли. Участники торгов обязаны предоставлять фондовой бирже по ее требованию информацию, необходимую для контроля за совершаемыми на бирже сделками с ценными бумагами.

Правила листинга (делистинга) ценных бумаг должны соответствовать требованиям нормативных правовых актов ФСФР РФ. Под листингом понимают включение ценных бумаг в котировальный список. Делистингом называют исключение их из котировального списка. Листинг эмиссионных ценных бумаг осуществляют на основании договора с эмитентом. В котировальные списки можно включать только ценные бумаги, соответствующие требованиям законодательства РФ и нормативных правовых актов ФСФР РФ. Фондовая биржа вправе устанавливать дополнительные требования к ценным бумагам, включаемым в котировальные списки. Ценные бумаги могут быть допущены к торгам на фондовой бирже без прохождения процедуры листинга.

В заключение отметим, что повышение конкурентоспособности организаторов торговли — необходимое условие, вызванное усилением конкурентной борьбы между биржами и торговыми системами. Практически все организаторы торговли на фондовом рынке осуществляют программы повышения конкурентоспособности в борьбе за ликвидность, полагая, что это верный путь к выживанию в условиях масштабной конкуренции.

8.4. Роль корпорации на финансовом рынке

Основное преимущество крупной акционерной компании (корпорации) как формы организации бизнеса — простота передачи прав собственности и сравнительно быстрое получение дополнительных денежных средств с помощью эмиссии новых пакетов акций. Данное преимущество реализуют на финансовом (фондовом) рынке, который играет важную роль в корпоративном финансировании индустриально развитых стран (США, Великобритании, Канады, Японии и др.). На фондовом рынке представлены эмитенты корпоративных ценных бумаг (акций и облигаций) и инвесторы, приобретающие эти бумаги самостоятельно или через финансовых посредников (дилеров). Корпорации-эмитенты стремятся привлечь дополнительные средства для развития своего бизнеса (промышленного, строительного, торгового и др.). Компании-инвесторы преследуют собственные коммерческие цели. Портфельные инвесторы вкладывают свой капитал в разнообразные финансовые инструменты с целью получения

приемлемого текущего дохода (в форме дивидендов и процентов) или дохода от прироста курсовой стоимости ценных бумаг.

Стратегические инвесторы ставят цель приобрести контрольные пакеты акций или большую их долю в уставном капитале других предприятий для реального управления их делами. Они осуществляют также политику поглощения сторонних компаний.

Взаимодействие между корпорацией и финансовым рынком показано на рис. 8.2.



Рис. 8.2. Денежные потоки между корпорацией и финансовым рынком

Примечания:

1. Эмиссия корпоративных ценных бумаг для привлечения денежных средств.
2. Привлеченные денежные средства за счет выпуска корпоративных ценных бумаг.
3. Денежные средства, генерируемые активами.
4. Налоги и сборы в пользу государства.
5. Дивиденды и проценты, выплачиваемые инвесторам и кредиторам.
6. После выплаты налогов, дивидендов и процентов часть денежных средств реинвестируют в активы корпорации.
7. Комиссионное вознаграждение, причитающееся финансовым посредникам (оно может быть выплачено наличными деньгами).

Любая акционерная компания (корпорация) вправе привлекать капитал тремя основными способами: посредством использования собственных доходов (выручки от продаж), через выпуск акций и, наконец, путем привлечения кредитов и займов в различных формах.

Внутреннее (за счет чистой прибыли и амортизационных отчислений) и внешнее (за счет кредитов, займов и эмиссии акций) финансирование тесно взаимосвязаны. Однако это не означает взаимозаменяемости источников средств. Так, внешнее долговое финансирование не должно подме-

нять привлечение и использование собственных средств. Только достаточный объем собственного капитала (свыше 50%) способен обеспечить развитие корпорации, укрепить ее финансовую независимость и усилить доверие к ней акционеров, кредиторов и других контрагентов. В критической ситуации только собственные средства способны обеспечить возврат кредитов и займов. Однако на отдельных этапах жизненного цикла компании возникает потребность во внешнем заимствовании (например, при сезонных колебаниях объема производства и продаж, досрочном завозе материально-производственных запасов и др.). Задолженность смягчает возможность конфликта между руководством (менеджментом) акционерной компании и ее собственниками, понижает акционерный риск. С другой стороны, задолженность обостряет конфликт между собственниками и кредиторами.

Причина заключается в дивидендной политике. Увеличение суммы дивидендных выплат акционерам при снижении чистой прибыли приводит к относительному уменьшению собственного капитала по сравнению с заемным в его общем объеме, что требует от корпорации новых заимствований у банков и иных кредиторов и роста расходов по обслуживанию долга (в форме уплачиваемых процентов). У банков происходит своеобразное обесценение выданных кредитов, так как ранее предоставленные ссуды, как правило, пролонгируют.

На практике используют четыре основных способа внешнего финансирования:

- 1) закрытую подписку на акции;
- 2) открытую подписку на акции;
- 3) привлечение заемных средств в форме кредитов и займов (эмиссии корпоративных облигаций);
- 4) смешанный (комбинированный) способ.

Первый способ ограничен в применении из-за возможного дефицита денежных средств у акционеров или уклонения их от дальнейшего финансирования закрытого акционерного общества. Критерием выбора между вторым и третьим вариантами является сведение к минимуму риска утраты контроля над акционерной компанией. Смешанное финансирование отличает преобладание тех или иных преимуществ или недостатков, характерных для указанных выше способов.

Денежные средства, полученные корпорацией с финансового рынка, используют на следующие цели:

- 1) денежные средства, поступившие от первичной эмиссии акций, служат источником образования уставного капитала, предусмотренного учредительными документами;

- 2) средства, полученные от дополнительной эмиссии акций, направляются на увеличение уставного капитала;
- 3) средства, вырученные от продажи корпоративных облигаций, могут быть направлены на финансирование внеоборотных активов (капиталовложений);
- 4) эмиссионный доход акционерного общества служит источником пополнения добавочного капитала;
- 5) коммерческие векселя выступают в форме платежного средства во взаимоотношениях с партнерами;
- 6) средства, полученные по депозитным сертификатам, могут служить источником пополнения оборотного капитала.

Следовательно, средства, поступившие акционерным компаниям с рынка, повышают их финансовую устойчивость и платежеспособность, а также создают дополнительный финансовый потенциал для экономического роста. Важное значение для укрепления ресурсной базы институциональных участников финансового рынка имеет восстановление доверия населения к различным видам финансовых инструментов, включая и корпоративные ценные бумаги.

8.5. Факторы, определяющие курсовую стоимость корпоративных ценных бумаг

Рынок ценных бумаг отличается от других видов рынка спецификой своего товара. Ценная бумага — товар особого рода. Она выражает одновременно титул собственности и право на получение дохода. Данный товар, не имея собственной стоимости, может быть продан по высокой рыночной цене. Это обусловлено тем, что ценная бумага (акция) имеет свой номинал и представляет часть реального капитала, вложенного в промышленное и другое производство.

Если рыночный спрос на ценную бумагу окажется выше предложения, то рыночная стоимость превысит ее номинал. Возможность значительно отклонения рыночной цены по ценной бумаге от ее номинала означает возникновение фиктивного капитала. Он является бумажным двойником реального капитала (промышленного, торгового и ссудного).

Цена фиктивного капитала определяется двумя факторами:

- 1) соотношением спроса и предложения на капитал;
- 2) величиной капитализированного дохода по эмиссионным ценным бумагам.

Цена фиктивного капитала прямо пропорциональна превышению спроса на капитал над его предложением. Она обратно пропорциональна

превышению предложения капитала над его спросом и уровню ставки банковского процента в стране (по кредитам и депозитам).

Поэтому цена фиктивного капитала подвержена частым рыночным колебаниям. С помощью эмиссионной ценной бумаги (акции) можно получить доступ к реальному имуществу либо обеспечить переход данного имущества от одного собственника к другому.

Из сказанного можно сделать вывод о том, что фондовый рынок — это рынок реально существующего капитала (денежного и ссудного). На макроуровне с его помощью регулируют стихийно протекающие в национальном хозяйстве экономические процессы. Это относится прежде всего, к процессу инвестирования капитала. Данный процесс предполагает перелив капитала в высокодоходные отрасли хозяйства из низкодоходных. В результате происходит выравнивание нормы прибыли на инвестированный капитал. Механизм такого движения капитала известен. Если растет спрос на определенные товары, то соответственно возрастают цены на них, повышается прибыль от их производства. В отрасли с новейшими технологиями устремляется капитал из менее эффективных отраслей хозяйства. Ценные бумаги являются средством, обеспечивающим работу данного механизма. С их помощью мобилизуют свободный капитал корпораций и граждан и через куплю-продажу финансовых инструментов используют его в необходимом обществе направлении. В результате возникает оптимальная структура общественного производства и создается бездефицитная экономика. В данном случае общественное производство соответствует совокупному спросу на товары и услуги. В этом заключается главное достоинство финансового рынка.

На практике спрос на ценные бумаги со стороны инвесторов формируют под влиянием следующих факторов:

- ◆ доходности — способности приносить доход в форме дивидендов, процентов и роста курсовой стоимости;
- ◆ уровня риска — вероятности понести определенные финансовые потери;
- ◆ ликвидности — возможности для владельца получить за них денежные средства.

Указанные факторы инвестор учитывает при сравнении с альтернативными вариантами вложения своего капитала (вложение денег на депозитный счет в банке, приобретение товаров и недвижимости и т. д.).

В процессе финансового инвестирования ценообразующие факторы можно условно разделить на три группы:

- ◆ объективные;
- ◆ спекулятивные (рыночные);
- ◆ субъективные.

Объективные факторы проявляются на макро- и микроуровнях финансового рынка. В состав макроэкономических факторов включают:

- ♦ устойчивость и перспективы развития экономики страны в целом;
- ♦ соотношение между долей потребления и накопления в составе валового внутреннего продукта (ВВП);
- ♦ величину государственного долга (внешнего и внутреннего) и его удельный вес в объеме ВВП;
- ♦ налоговую нагрузку на корпорации и ставку ссудного процента;
- ♦ темпы инфляции в стране;
- ♦ курс национальной валюты по отношению к устойчивым зарубежным валютам;
- ♦ степень использования корпорациями эмиссионных ценных бумаг для мобилизации капитала на производственное развитие и др.

Объективные макроэкономические факторы находятся под воздействием использования реального капитала, положенного в основу конкретного выпуска корпоративных ценных бумаг (необходимость обновления основного капитала, финансовая устойчивость и платежеспособность компании, уровень ее доходности, перспективность отрасли, в которой она работает, и пр.).

В составе спекулятивных (рыночных) факторов можно выделить следующие:

- ♦ объем «программной» торговли ценными бумагами;
- ♦ состояние короткой суммарной позиции на фондовом рынке;
- ♦ скупка корпорациями своих акций.

Раскроем содержание этих факторов. Программная торговля определяет возможность получения прибыли от разницы между изменениями курса акций и ценами фьючерсных контрактов на них. Данный фактор вносит дополнительную нестабильность в биржевую торговлю акциями. Влияние «программной торговли» может стать настолько существенным, что превысит воздействие всех объективных факторов. Такая ситуация возникает в биржевой торговле, когда рыночные цены на акции значительно превышают их действительную стоимость, что служит причиной падения спроса на них. Подобное развитие событий нередко приводит к биржевым кризисам. Короткая суммарная позиция отражает общий объем проданных на срок акций. Если этот показатель завышен, то это означает, что многие инвесторы одновременно играют на понижение курса акций. Наличие такой ситуации вносит дополнительную неустойчивость в биржевую торговлю эмиссионными ценными бумагами. Скупка корпорациями своих акций свидетельствует о стремлении улучшить свое финансовое положение (особенно в условиях возможного поглощения) либо

о желании владельцев контрольного пакета акций укрепить свое влияние в акционерной компании. В любом случае данный фактор может существенно повлиять на курс акций.

Субъективные факторы многообразны. Условно их можно разделить на три группы, связанные с:

- ♦ техническими аспектами функционирования финансового рынка;
- ♦ методами финансового анализа корпоративных ценных бумаг (фундаментальным или техническим анализом);
- ♦ позициями и мнениями ведущих финансовых менеджеров (директоров) и аналитиков корпораций, фондовых бирж, крупных банков и других институциональных участников рынка ценных бумаг.

Таким образом, в процессе финансового инвестирования необходимо учитывать влияние как объективных, так и субъективных факторов на динамику курсовой стоимости эмиссионных ценных бумаг, их доходность, безопасность и ликвидность. Даже в условиях государственного регулирования экономики и биржевых операций курс корпоративных ценных бумаг является важным интегральным показателем (индикатором) для анализа и оценки деловой ситуации на финансовом рынке.

8.6. Правовое регулирование финансового рынка

Важное место в системе государственного регулирования экономики занимает правовое регулирование первичного и вторичного рынков ценных бумаг. Меры воздействия государства на операции, совершаемые на фондовом рынке, можно разделить на две группы.

Во-первых, прямое вмешательство. Сюда относят весь комплекс законотворческой деятельности органов представительной и исполнительной власти по данному вопросу (наличие пакета законов, регулирующих деятельность участников фондового рынка).

Во-вторых, меры косвенного воздействия:

- ♦ контроль за денежной массой, находящейся в обращении, и объемом кредитных ресурсов с помощью учетной ставки банковского процента, нормативов обязательного резервирования, устанавливаемых коммерческим банкам и др.;
- ♦ налоговая политика, касающаяся налогообложения операций с ценными бумагами;
- ♦ гарантии Правительства РФ по кредитам, депозитам и займам частному сектору;
- ♦ внешнеэкономическая политика (создание Банка развития для кредитования высокотехнологичных экспортных поставок);

- ♦ выход государства на фондовый рынок путем эмиссии федеральных и субфедеральных облигаций и др.

Правовое регулирование фондового рынка осуществляют исходя из требований федеральных законов «О рынке ценных бумаг», «Об акционерных обществах», «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» и др.

Государство регулирует рынок ценных бумаг посредством:

- ♦ установления обязательных требований к деятельности эмитентов, профессиональных участников рынка и его стандартам;
- ♦ государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и проспектов этих бумаг и контроля за выполнением эмитентами условий и обязательств, предусмотренных в них;
- ♦ создания системы защиты прав владельцев ценных бумаг и контроля за соблюдением их прав эмитентами и профессиональными участниками рынка;
- ♦ аттестации специалистов на право ведения операций с ценными бумагами;
- ♦ лицензирования деятельности профессиональных участников фондового рынка;
- ♦ запрещения и пресечения деятельности лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность на рынке ценных бумаг без соответствующей лицензии.

Все виды профессиональной деятельности на фондовом рынке, предусмотренные законодательством РФ о ценных бумагах, осуществляют на основе специального разрешения — лицензии, выдаваемой Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР РФ). Деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг лицензируют тремя видами лицензий: лицензией профессионального участника, лицензией на осуществление деятельности по ведению реестра владельцев, лицензией фондовой биржи. Органы, выдавшие лицензии, контролируют деятельность профессиональных участников фондового рынка и принимают решение об отзыве выданной лицензии при нарушении законодательства РФ о ценных бумагах.

Условием оказания брокером и (или) дилером услуг по подготовке проспекта ценных бумаг является его соответствие установленным нормативно-правовым актам ФСФР РФ, требованиям и размеру собственного капитала, квалификационным требованиям к сотрудникам (персоналу). Кредитные организации осуществляют профессиональную деятельность на фондовом рынке в порядке, определенном федеральным законодательством о ценных бумагах для профессиональных участников

данного рынка. Дополнительным основанием для отказа выдачи лицензии кредитной организации на проведение операций с ценными бумагами, ее приостановления или аннулирования служат аннулирование или отзыв лицензии на осуществление банковских операций, выданной Центральным банком России.

Федеральным законом «Об акционерных обществах» определены дополнительные меры государственного регулирования деятельности участников фондового рынка:

- ♦ установление минимальных размеров уставного и резервного капитала;
- ♦ предельное ограничение количества привилегированных акций в уставном капитале (их объем не должен превышать 25%);
- ♦ условия и порядок увеличения (уменьшения) уставного капитала;
- ♦ порядок выплаты дивидендов акционерам с учетом чистых активов акционерного общества;
- ♦ ограничения на совершение крупных сделок с эмиссионными ценными бумагами (акциями) и др.

Федеральная служба по финансовым рынкам является органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг. Она принимает решения по вопросам регулирования данного рынка, деятельности профессиональных участников этого рынка и саморегулируемых организаций — профессиональных участников фондового рынка, а также контроля за соблюдением законодательства РФ и нормативных актов о ценных бумагах.

Решения ФСФР РФ по данным вопросам принимают в форме постановлений. Регулирование операций с валютными фондовыми инструментами также осуществляет ФСФР РФ по согласованию с Центральным банком России.

Глава 9

ТЕХНОЛОГИЯ УПРАВЛЕНИЯ ПОРТФЕЛЕМ КОРПОРАТИВНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

9.1. Финансовые инвестиции (вложения) предприятий (корпораций)

Финансовые инвестиции характеризуют вложения денежных средств в различные виды финансовых активов. В российской практике они представлены финансовыми вложениями.

Для признания активов в качестве финансовых вложений необходимо единовременное соблюдение следующих условий:

- ◆ наличие правильно оформленных документов, подтверждающих право предприятия на финансовые вложения и на получение денежных средств или других активов, вытекающих из этого права;
- ◆ переход к предприятию финансовых рисков, связанных с финансовыми вложениями (ценового риска, риска неплатежеспособности должника, риска ликвидности и др.);
- ◆ способность приносить предприятию экономическую выгоду (доход) в будущем в форме процентов, дивидендов, прироста курсовой стоимости (в последнем случае доход формируют в виде разницы между ценой продажи финансового актива и его покупной стоимостью; в результате его обмена; вследствие роста текущей рыночной стоимости и пр.).

К финансовым вложениям предприятий (корпораций) относят:

- ◆ государственные и муниципальные ценные бумаги, включая долговые финансовые инструменты, в которых определены дата и стоимость погашения (облигации, векселя);
- ◆ вклады в уставные (складочные) капиталы других организаций (например, дочерних и зависимых хозяйственных обществ);
- ◆ предоставленные другим организациям займы;
- ◆ депозитные вклады в банках;
- ◆ дебиторскую задолженность, приобретенную на основании уступки права требования;

- ♦ вклады организации — товарища по договору простого товарищества.

В состав финансовых вложений не включают:

- ♦ собственные акции, выкупленные акционерным обществом у акционеров для последующей перепродажи или аннулирования;
- ♦ векселя, выданные предприятием-векселедержателем предприятию-продавцу при расчетах по товарным операциям;
- ♦ вложения предприятия в движимое и недвижимое имущество, имеющее материально-вещественную форму и предоставляемое предприятием за плату во временное пользование (владение) с целью извлечения дохода;
- ♦ драгоценные металлы, ювелирные изделия, произведения искусства и иные материальные ценности, приобретенные для осуществления обычных видов деятельности.

Портфельные инвестиции — более частное понятие, выражающее вложение денежных средств инвесторов в ценные бумаги организаций-эмитентов.

Согласно ГК РФ (часть I) можно выделить следующие признаки эмиссионных ценных бумаг (акций и корпоративных облигаций):

- ♦ это документы;
- ♦ их составляют по установленной форме;
- ♦ они удостоверяют имущественные права;
- ♦ осуществление и передача данных прав возможны только при предъявлении этих документов;
- ♦ их размещают выпусками.

С позиции корпоративных финансов можно выделить дополнительные признаки эмиссионных ценных бумаг:

- ♦ ценные бумаги — денежные документы, удостоверяющие имущественное право в форме статуса собственности (акции) или имущественное право как отношение займа владельца к эмитенту (корпоративные облигации);
- ♦ ценные бумаги — документы, свидетельствующие об инвестировании денежных средств;
- ♦ акции акционерных обществ выражают требования, предъявляемые к реальным активам;
- ♦ ценные бумаги приносят их владельцам определенный доход в форме дивидендов и процентов.

Выпуск финансовых инструментов — совокупность ценных бумаг одного эмитента, обеспечивающая равный объем прав владельцам и разме-

щаемая первоначально на одинаковых условиях. Все бумаги одного выпуска должны иметь один государственный регистрационный номер. В роли эмитента выступает юридическое лицо или орган исполнительной власти, несущий от своего имени обязанности перед владельцами ценных бумаг по осуществлению закрепленных ими прав.

Ценные бумаги могут являться объектом следующих операций:

- 1) выпуска (эмиссии) для первоначального размещения на фондовом рынке (например, для образования уставного капитала вновь создаваемого акционерного общества);
- 2) обращения, т. е. купли-продажи путем заключения гражданско-правовых сделок, влекущих за собой переход прав собственности на эмиссионные ценные бумаги;
- 3) погашения, т. е. изъятия из обращения с выплатой владельцам соответствующего вознаграждения (например, при уменьшении уставного капитала акционерного общества);
- 4) залога и страхования (например, высоколиквидные ценные бумаги — акции эмитента — предоставляют право акционерному обществу получить в банке кредит под залог таких ценных бумаг);
- 5) срочных контрактов (опционных и фьючерсных сделок).

Права, которые удостоверяют эмиссионные ценные бумаги, обязательные реквизиты, требования к форме ценной бумаги и другие необходимые требования закреплены в законодательстве РФ. Отсутствие обязательных реквизитов или несоответствие их установленной форме делают ценную бумагу недействительной.

Финансовое инвестирование в отличие от реального не предполагает обязательного создания новых производственных мощностей и контроля за их эксплуатацией. Финансовый инвестор не принимает непосредственного участия в управлении реальными активами, полагаясь на опыт менеджеров. Поэтому внешне процесс финансового инвестирования проявляется в акте купли-продажи ценных бумаг, которые по ряду своих характеристик (доходность, ликвидность, безопасность) служат более гибким инструментом финансирования, чем традиционный банковский кредит. Кроме того, посредством выпуска финансовых инструментов (акций и корпоративных облигаций) обеспечивают наиболее оптимальную структуру капитала компании-эмитента, которой невозможно достичь, если использовать преимущественно один источник ее финансирования, например собственные средства, банковский кредит или финансовый лизинг. Опыт корпораций в странах с развитой рыночной экономикой подтверждает, что оптимальная структура их капитала может быть сформирована только при комплексном привлечении различных финансовых источников.

Не случайно Стратегией развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 гг. предусмотрено значительное расширение операций с финансовыми активами на данном рынке¹:

- ♦ стоимость корпоративных облигаций в обращении по отношению к ВВП удвоится (с 2,2% в 2005 г. до 4,5% в 2008 г.);
- ♦ капитализация рынка акций по отношению к ВВП достигнет к началу 2009 г. 70%, а доля операций с российскими акциями на отечественных торговых площадках составит в 2008 г. не менее 70%;
- ♦ привлечение финансовых средств путем размещения российскими компаниями акций и облигаций на внутреннем рынке составит в 2008 г. не менее 20% инвестиций в основной капитал крупных и средних предприятий, а с учетом привлечения кредитов и займов у российских банков и на мировом рынке капитала достигнет 35–40% (в 2005 г. примерно 10%).

Финансовая деятельность предприятий (корпораций) реального сектора экономики является относительно независимой от других видов деятельности. Однако она выполняет вспомогательную функцию по отношению к текущей и инвестиционной деятельности, обеспечивая их дополнительными денежными ресурсами (в форме доходов, полученных от эмиссии корпоративных ценных бумаг).

Доходность финансовых активов во многих случаях значительно ниже, чем текущих (операционных) активов, авансируемых в производственно-коммерческий процесс, где формируют основную массу прибыли предприятий. Вместе с тем доходы от продажи финансовых активов создают для них дополнительный приток денег в периоды, когда возникает дефицит денежных средств, для расширения масштабов производства.

Финансовые инвестиции, в отличие от текущих, предоставляют предприятиям более широкий диапазон выбора инструментов для вложения капитала, включая низкорисковые (государственные облигации) и высокорисковые инструменты инвестирования (акции и корпоративные облигации). Компания-инвестор осуществляет инвестиционную деятельность в более широком спектре — от консервативной до агрессивной стратегии поведения на рынке ценных бумаг.

В отличие от реальных капиталовложений финансовые инвестиции более ликвидны благодаря способности обращения финансовых инструментов на вторичном фондовом рынке. Быстрое изменение ситуации на данном рынке предполагает необходимость более оперативного управления портфелем финансовых активов по сравнению с ре-

¹ Финансовый вестник, 2006, № 14. С. 45.

альными инвестиционными проектами. Поэтому портфельный инвестор вынужден систематически анализировать и своевременно корректировать состав и структуру своего фондового портфеля.

9.2. Типы портфелей ценных бумаг

Портфельная стратегия корпорации-инвестора предполагает включение в фондовый портфель большого количества видов (типов) ценных бумаг различных эмитентов. Данная стратегия в целом определяется общими направлениями развития фондового рынка. В условиях активизации финансовых сделок на вторичном (биржевом) рынке формирование портфелей ценных бумаг представляет интерес для многих инвесторов, заинтересованных выгодно разместить свободные денежные средства.

Фондовый (инвестиционный) портфель — это совокупность финансовых инструментов, принадлежащих инвестору на праве собственности, с различными сроками погашения, неодинаковой ликвидностью, доходностью и уровнем финансового риска. При оптимальном сочетании составляющих портфель элементов (ценных бумаг) его владелец может получить ожидаемый доход при минимальном уровне риска.

Фондовый портфель образуют на основе диверсификации вложений капитала. Это означает, что чем больше видов (типов) ценных бумаг включено в портфель, тем более весомый доход в общем объеме принесит рост курсовой стоимости одного из них.

Портфели могут иметь:

- ◆ односторонний целевой характер;
- ◆ сбалансированный характер, если в портфеле находятся финансовые инструменты, приобретенные для решения различных задач, и его содержимое сбалансировано в отношении целей, которых придерживается инвестор;
- ◆ бессистемный характер, если приобретение ценных бумаг на фондовом рынке России осуществляют хаотично, без ясно выраженной цели. В данном случае риски портфеля особенно велики.

Портфель может содержать ценные бумаги одного вида, а также изменять свой состав и структуру путем замещения (ротации) одних финансовых инструментов другими. С учетом характерных особенностей ценных бумаг инвестор формирует свой фондовый портфель, соблюдая баланс между существующим риском и доходностью за каждый период.

Тип портфеля — это обобщенная характеристика с позиций задач его формирования или видов ценных бумаг, входящих в портфель. На практике часто применяют следующую классификацию: портфели роста, дохода, рискованного капитала, сбалансированные, стабильного капитала

и дохода, краткосрочных и долгосрочных ценных бумаг с фиксированным доходом, региональные и отраслевые.

Портфель роста ориентирован на акции, быстро растущие на рынке по курсовой стоимости. Цель подобного портфеля — увеличение капитала инвестора. Поэтому владельцу портфеля дивиденды в текущем периоде выплачиваются в небольшом объеме. В данный портфель могут входить акции молодых, быстро растущих компаний. Инвестиции в такой портфель являются достаточно рискованными, но могут принести высокий доход в будущем.

Портфель дохода ориентирован на получение высоких текущих доходов в форме дивидендных и процентных выплат. В данный портфель включают акции, приносящие высокий текущий доход, но имеющие умеренный рост курсовой стоимости, а также облигации, для которых характерны весомые текущие выплаты процентов. Особенность портфеля этого типа — ориентация на получение высокого текущего дохода при минимальном уровне риска, приемлемого для консервативного инвестора. Поэтому объектами такого портфельного инвестирования являются корпоративные ценные бумаги самых надежных акционерных компаний, работающих в топливно-энергетическом и металлургическом комплексах, в сфере связи и других приоритетных отраслях хозяйства.

Портфель рискованного капитала состоит из ценных бумаг компаний, которые внедряют новые технологии и продукты, требующие больших единовременных затрат на научно-исследовательские разработки, но предлагают высокий доход в ближайшей перспективе.

Сбалансированный портфель включает ценные бумаги с различными сроками обращения. Цель такого портфеля — обеспечить регулярные поступления денежных средств по различным финансовым инструментам с допустимым уровнем риска. Данный портфель обычно состоит из ценных бумаг с быстро растущей курсовой стоимостью и высокодоходных финансовых инструментов. Инвестор определяет соотношение между ними самостоятельно, исходя из своего отношения к риску. В состав такого портфеля включают, как правило, обыкновенные и привилегированные акции, корпоративные и государственные облигации. В зависимости от деловой ситуации на фондовом рынке в те или иные финансовые инструменты вкладывают значительную часть своих денежных средств умеренные инвесторы.

Сбалансированный портфель — разновидность более широкого портфеля роста и дохода. Формирование данного типа портфеля осуществляют, чтобы избежать возможных потерь на фондовом рынке — как от падения курсовой стоимости ценных бумаг, так и от низких дивидендных и процентных выплат по ним. Одна часть финансовых инструментов дает рост курсовой стоимости финансовых активов, а другая часть — весомый доход. Потеря одной части может быть компенсирована увеличением дру-

гой. Портфель краткосрочных ценных бумаг формируют исключительно из высоколиквидных их видов, которые могут быть быстро реализованы. В России подобные ценные бумаги практически отсутствуют. В США к ним относят казначейские векселя федерального правительства.

Портфель долгосрочных ценных бумаг с фиксированным доходом ориентирован на долгосрочные облигации со сроком обращения свыше 5 лет. В него могут включаться акции других акционерных компаний. Формирование специализированного портфеля означает вложение средств в специальные финансовые инструменты срочного рынка (опционы и фьючерсы).

Региональные и отраслевые портфели включают ценные бумаги, выпускаемые отдельными субъектами и местными органами власти (облигации субфедеральных и муниципальных займов), а также частными компаниями, либо ценные бумаги корпораций, участвующих в данной отрасли экономики и обеспечивающих высокую доходность по ним.

Следует подчеркнуть, что инвесторы в РФ чаще всего используют первые два типа портфеля, так как они менее рискованны при выборе инвестиционной стратегии.

По соотношению дохода и риска выделяют следующие виды портфелей.

1. Портфель агрессивного инвестора. Его задача — получение значительного дохода при высоком уровне риска (выбирают ценные бумаги, курс которых существенно изменяется в результате краткосрочных вложений для получения высокого дивидендного или процентного дохода). Данный портфель в целом высокодоходный, но очень рискованный.
2. Портфель умеренного инвестора. Позволяет при заданном уровне риска получить приемлемый доход. Такой портфель предусматривает длительное вложение капитала и его рост. В портфеле преобладают эмиссионные ценные бумаги крупных и средних, но надежных эмитентов с продолжительной рыночной историей.
3. Портфель консервативного инвестора. Он предусматривает минимальные риски при использовании надежных ценных бумаг, но с медленным ростом курсовой стоимости. Гарантии получения дохода сомнения не вызывают, но сроки его получения различны. В таком портфеле преобладают государственные ценные бумаги, акции и облигации крупных и надежных эмитентов.
4. Портфель неэффективного инвестора. Подобный портфель не имеет четко определенных целей и обладает низким уровнем риска и дохода. В портфеле преобладают произвольно подобранные финансовые инструменты.

В современных условиях отечественные инвесторы широко используют различные типы портфелей ценных бумаг. Наиболее предпочтительным из них является портфель, обеспечивающий оптимальное соотношение между риском и доходом, что отвечает конкретным интересам его владельца (портфельного инвестора).

9.3. Основные принципы и последовательность формирования фондового портфеля

Портфельные инвестиции непосредственно связаны с формированием фондового портфеля, который должен удовлетворять требования инвесторов в части доходности, ликвидности и безопасности входящих в него ценных бумаг. Чтобы добиться реализации данного условия на практике целесообразно соблюдать ряд базовых принципов:

1. Принцип обеспечения реализации инвестиционной стратегии. Он определяет соответствие между целями стратегии акционерной компании на финансовом рынке и ее инвестиционным портфелем. Необходимость такой увязки вызывается преемственностью краткосрочного и долгосрочного прогнозирования инвестиционной деятельности. При этом задачи краткосрочного планирования состава и структуры портфеля подчиняют долгосрочным стратегическим целям.
2. Принцип обеспечения соответствия портфеля инвестиционным ресурсам, т. е. денежным средствам, которые можно вложить в фондовый портфель. Данный принцип предполагает сохранение финансовой устойчивости и платежеспособности корпорации. Реализация данного принципа на практике определяет ограниченность включаемых в портфель финансовых инструментов рамками возможного их финансирования.
3. Принцип оптимизации соотношения доходности и риска определяет пропорции между данными параметрами исходя из приоритетных целей инвестора. Реализация этого принципа достигается путем диверсификации объектов инвестирования.
4. Принцип оптимизации доходности и ликвидности выражает необходимые соотношения между данными параметрами. Данный принцип должен учитывать обеспечение финансового равновесия и платежеспособности акционерного общества в краткосрочном периоде.
5. Принцип обеспечения управляемости фондовым портфелем. Он определяет ограниченность отбираемых в портфель финансовых инструментов возможностями имеющихся у инвестора денежных ресурсов. При их недостаточной эффективности целесообразно ре-

инвестировать вложенные денежные средства в более доходные виды финансовых активов.

Формирование фондового портфеля акционерного общества с учетом указанных принципов осуществляют в следующей логической последовательности:

- 1) конкретизация целей инвестиционной стратегии с учетом конъюнктуры фондового рынка и финансовых возможностей инвестора;
- 2) определение текущих (локальных) целей;
- 3) оптимизация пропорций портфеля по основным видам входящих в него финансовых инструментов;
- 4) планирование вариантов портфеля путем отбора наиболее эффективных финансовых активов и выбор наиболее приемлемого из них;
- 5) диверсификация выбранного (окончательного) варианта портфеля;
- 6) оценка доходности, ликвидности и риска портфеля;
- 7) выбор схемы дальнейшего управления портфелем, включая его мониторинг.

Разработаны минимальные стандарты, показывающие порог безопасности и, следовательно, способность акционерных компаний выполнять финансовые обязательства перед инвесторами и кредиторами. Эти стандарты используют аналитики для установления того минимального уровня, выше которого ценные бумаги считают привлекательными.

Стандартными показателями являются:

- ♦ обеспечение процентных платежей за счет полученной прибыли (процентное покрытие);
- ♦ способность корпорации погасить свои долговые обязательства;
- ♦ отношение долга к акционерному капиталу и чистым активам;
- ♦ обеспечение долга активами;
- ♦ объективная оценка платежеспособности. Оборотные активы больше краткосрочных обязательств.

Определив инвестиционные качества ценных бумаг, инвестор обязан оценить такие факторы, как: соотношение между рыночной ценой и доходностью, пригодность финансового инструмента для достижения целей портфеля, выгода от конвертируемости корпоративных облигаций в обыкновенные акции, налоговый аспект предстоящей покупки, возможные изменения ставки ссудного процента, темпы инфляции в стране и др.

После приобретения финансовых инструментов целесообразно осуществлять мониторинг своего фондового портфеля и изучение рейтинга компаний-эмитентов, прибегая к услугам специальных рейтинговых агентств.

9.4. Концептуальный подход к управлению портфелем ценных бумаг акционерного общества

В условиях становления отечественного фондового рынка важно определить концепцию управления портфелем ценных бумаг акционерного общества. Общество может привлекать денежные средства за счет эмиссии собственных ценных бумаг (пассивные операции) и вкладывать привлеченные средства в высокодоходные активы (активные операции). Цель таких операций — увеличение акционерного капитала и получение дополнительной прибыли. Если вложения в ценные бумаги и привлеченные с их помощью денежные средства составляют множество позиций и включают ряд партнеров акционерного общества (корпорации), то возникает проблема объединения финансовых инструментов в единое целое — фондовый портфель (аналоги: портфель ценных бумаг, портфель финансовых активов, инвестиционный портфель и т. д.). Он представляет собой набор фондовых инструментов, выбираемый в расчете на достижение одной или нескольких целей (общей цели) владельца портфеля.

Эффективный портфель (англ. — *efficient portfolio*) — это такой портфель, который обеспечивает инвестору максимально возможный уровень доходности при заданном уровне риска или минимальный риск при требуемой норме доходности. Портфель ценных бумаг конкретного инвестора на финансовом рынке представляет собой своеобразный продукт. Его продажа целиком или долями удовлетворяет потребности владельца в денежных средствах.

Управление портфелем — это формирование оптимального набора финансовых инструментов, их анализ и оценка, а также изменение состава и структуры портфеля в соответствии с фактической динамикой тех или иных финансовых активов. Например, если доходность, риск или стоимость вложений не соответствуют целям или ожиданиям инвестора, портфель должен быть переформирован, что означает продажу одних финансовых инструментов и приобретение на вырученные средства других.

В портфель могут входить ценные бумаги одного (обыкновенные акции) или нескольких типов (привилегированные акции, государственные и корпоративные облигации, депозитные сертификаты, векселя, залоговые свидетельства, страховой полис и др.). При портфельных инвестициях не ставят задачу прямого и непосредственного управления объектом вложения денежных средств. Цель портфельных инвестиций (в отличие от реальных) состоит в получении дополнительного дохода от формируемых ими денежных потоков (в форме дивидендов и процентов), а также получении дохода от роста курсовой стоимости включенных в портфель эмиссионных ценных бумаг. В процессе портфельного инвестирования владелец портфеля может достичь желаемой цели за счет диверсификации рисков. Реальные инвестиции (капиталовложения), наоборот, связа-

ны с концентрацией инвестиционных рисков на одном или нескольких объектах.

Образуя портфель, инвестор следует выбранной им инвестиционной стратегии и старается добиться того, чтобы портфель был доходным, ликвидным и безопасным. Под безопасностью портфельных инвестиций понимают способы страхования от возможных рисков и стабильность получения дохода. Безопасности достигают, как правило, в ущерб доходности и росту вложений. Под ликвидностью подразумевают способность финансового инструмента быстро трансформироваться в денежные средства для приобретения товаров и услуг.

Практически все фондовые портфели имеют денежную составляющую в форме национальной и иностранной валюты или срочных финансовых инструментов. Это связано с необходимостью получения стабильной прибыли, хеджированием рисков по финансовым активам или оперативным высвобождением денежных средств из какого-либо фондового инструмента. На финансовом рынке можно реализовать портфель с заданным соотношением риск/доход, которое важно улучшить в выгодной для инвестора пропорции.

При формировании портфеля имеют значение расширение и диверсификация его доходной базы, а также повышение финансовой устойчивости и снижение общего риска активных операций. Таким образом, цель формирования и управления портфелем сводится к поиску такого распределения инвестируемого капитала между финансовыми активами, чтобы по истечении срока жизни портфеля его возможная доходность была максимальной. Следовательно, портфельные инвестиции позволяют улучшить условия инвестирования на рынке капитала, придав совокупности финансовых инструментов такие качества, которые недостижимы с позиции отдельно взятой ценной бумаги и возможны только при их комбинации. Только в процессе формирования и управления портфелем достигается новое инвестиционное качество ценных бумаг с необходимыми инвестору параметрами. Ключевая цель инвестора — обеспечить оптимальное соотношение между риском и доходом на протяжении всего срока владения портфелем. Соотношение между такими показателями приведено на рис. 9.1.

Процедура управления фондовым портфелем предполагает:

- ♦ фундаментальный и технический анализ фондового рынка;
- ♦ отбор ценных бумаг, включаемых в инвестиционный портфель;
- ♦ финансовый анализ его состава и структуры по общепринятым критериям;
- ♦ регулирование содержания фондового портфеля для достижения поставленных перед ним целей при сохранении минимальных затрат по его созданию;

- ♦ реинвестирование высвобождающихся денежных средств от продажи неэффективных финансовых инструментов.

Цели портфельного инвестирования можно сформулировать следующим образом:

- ♦ получение оптимального дохода (в форме дивиденда, процента, дисконта);
- ♦ сохранение акционерного капитала;
- ♦ обеспечение прироста капитала на основе увеличения курсовой стоимости ценных бумаг (акций).

К формированию и управлению портфелем ценных бумаг предъявляют определенные требования.

Во-первых, выбор оптимального типа портфеля из двух возможных вариантов:

- 1) портфель, ориентированный на первоочередное получение дохода за счет выплаты дивидендов и процентов;
- 2) портфель, ориентированный на преимущественный прирост курсовой стоимости входящих в него финансовых инструментов (акций).

Во-вторых, установление наиболее выгодного сочетания риска и дохода, т. е. оптимальное сочетание ценных бумаг с различными уровнями дохода и риска.

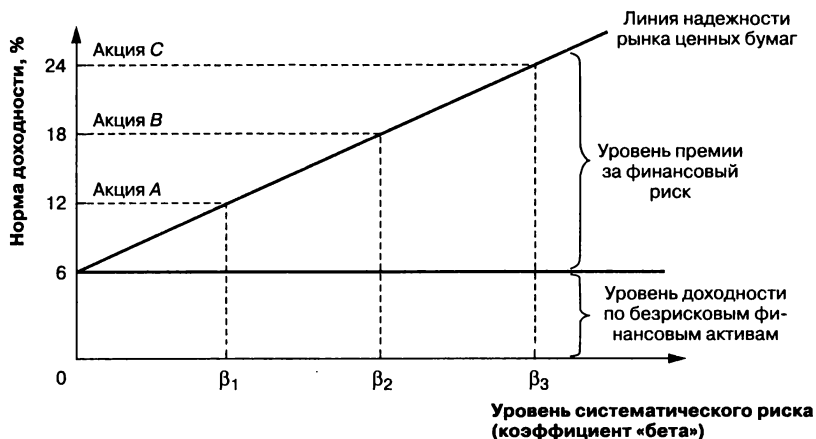


Рис. 9.1. Линия надежности рынка ценных бумаг (Security Marker Line, SML)

Примечание. Уровень риска может быть измерен с помощью бета-коэффициента, дисперсии, среднего квадратического отклонения, коэффициента вариации и другими статистическими методами.

Эту задачу решают исходя из общего правила, действующего на фондовом рынке: чем выше потенциальный риск ценной бумаги, тем весомее доход, который она должна приносить владельцу, и наоборот.

В-третьих, ликвидность портфеля рассматривают с двух позиций:

- ◆ как способность быстрой трансформации всего портфеля или его части в денежные средства (с минимальными затратами на реализацию ценных бумаг);
- ◆ как способность акционерной компании (корпорации) своевременно погашать свои обязательства перед кредиторами, которые участвовали в формировании портфеля (например, перед владельцами облигаций).

В-четвертых, определение первоначального состава портфеля и его возможного изменения с учетом деловой ситуации, сложившейся на рынке ценных бумаг (спроса и предложения на финансовые инструменты, уровня цен на них и конкуренции).

С учетом структуры фондового портфеля инвестор может быть агрессивным или консервативным. Умеренный инвестор занимает промежуточное положение («золотую середину»). Агрессивный инвестор стремится получить от своих вложений максимальный доход, поэтому приобретает акции промышленных акционерных компаний (корпораций). Консервативный инвестор приобретает главным образом государственные облигации и краткосрочные ценные бумаги, имеющие небольшую степень риска, но приносящие невысокий доход (табл. 9.1).

Таблица 9.1. Примерная структура портфеля ценных бумаг различных инвесторов, %

Виды ценных бумаг	Фондовый портфель		
	агрессивного инвестора	умеренного инвестора	консервативного инвестора
Акции	60	35	10
Государственные облигации	20	35	50
Корпоративные облигации	10	15	20
Краткосрочные ценные бумаги со сроком обращения до одного года	10	15	20
Всего	100	100	100

В-пятых, выбор стратегии дальнейшего управления фондовым портфелем. Возможные варианты при выборе стратегии следующие:

- 1) в фондовом портфеле каждому виду ценных бумаг задается удельный вес, который остается стабильным в течение определенного времени (месяца). Поскольку на рынке происходят колебания курсовой стоимости эмиссионных ценных бумаг, целесообразно перио-

- дически пересматривать состав портфеля, чтобы сохранить выбранные соотношения между финансовыми инструментами;
- 2) инвестор придерживается гибкой шкалы удельных весов ценных бумаг в общем портфеле. Первоначально определяют весовые соотношения между видами финансовых инструментов. В последующем эти весовые соотношения корректируют исходя из анализа инвестиционной ситуации на рынке ценных бумаг и ожидаемых изменений спроса и предложения на финансовые инструменты;
 - 3) инвестор активно использует опционные и фьючерсные контракты, чтобы оптимизировать состав портфеля исходя из колебаний цен на фондовом рынке.

В процессе инвестиционной деятельности могут изменяться цели вкладчика, что приводит к необходимости корректировки состава и структуры портфеля. Обновление портфеля заключается в пересмотре соотношения между доходностью и риском входящих в него финансовых активов. При решении вопроса о реструктуризации инвестиционного портфеля одновременно рассматривают возможность реинвестирования высвобождаемого капитала.

В случае приобретения ценных бумаг одного эмитента инвестору целесообразно исходить из принципа финансового левеиджа, который выражает соотношение между корпоративными облигациями, с одной стороны, и привилегированными и обыкновенными акциями — с другой. Финансовый левеидж (рычаг) определяют по формуле:

$$\text{ФЛ} = [K_0 / (P_a + O_a)] \times 100,$$

где ФЛ — финансовый левеидж, %; K_0 — сумма эмиссии корпоративных облигаций; P_a — сумма выпуска привилегированных акций; O_a — сумма эмиссии обыкновенных акций.

Финансовый левеидж служит измерителем финансовой стабильности акционерной компании, что отражается на уровне доходности ее собственного капитала через величину чистой прибыли. Высокий уровень данного показателя (свыше 59%) опасен для акционерного общества, так как приводит к его финансовой нестабильности. Это связано с тем, что проценты по облигационным займам выплачивают из прибыли до налогообложения (их показывают в составе прочих расходов), а дивиденды по акциям из чистой прибыли — после налогообложения. Чрезмерная выплата процентов по облигационным займам понижает не только налогооблагаемую, но и чистую прибыль акционерного общества-эмитента.

Не случайно Федеральным законом «Об акционерных обществах» введено ограничение на выпуск облигаций, выпуск которых возможен после полной оплаты уставного капитала. Номинальная стоимость всех выпущенных обществом облигаций не может превышать размер уставного капитала и (или) величину обеспечения, предоставленного обществу

третьими лицами для цели их выпуска. При отсутствии обеспечения, предоставленного третьими лицами, выпуск облигаций допускается не ранее третьего года существования общества и при условии надлежащего утверждения годовой бухгалтерской отчетности за два завершённых финансовых года.

Общество вправе размещать облигации с единовременным сроком погашения или облигации со сроком погашения по сериям в определённые сроки. Погашение облигаций можно осуществлять в денежной форме или иным имуществом исходя из решения об их выпуске. Общество вправе предусмотреть возможность досрочного погашения облигаций по желанию их владельцев. При этом в решении о выпуске облигаций должны быть установлены стоимость погашения и срок, не ранее которого они могут быть предъявлены к досрочному погашению.

При управлении портфелем корпоративных облигаций инвестор преследует две основные цели: поддержание необходимой ликвидности и получение процентного дохода. Предполагается, что весь портфель облигаций достаточно надежен, поэтому управление им состоит в поддержании оптимального соотношения между «короткими» (обеспечивающими ликвидность) и «длинными» (предлагающими весомый доход) облигациями. Для минимизации процентных рисков банки-инвесторы образуют иммунизированные портфели, дюрация которых соответствует дюрации определённой группы их пассивов. Дюрация (англ. *duration* — продолжительность) — это средневзвешенный срок до погашения финансового инструмента. Математически она представляет собой сумму отрезков времени, по истечении которых осуществляют непогашенные платежи по финансовому активу. Весовыми единицами являются доли приведенной к текущему моменту времени стоимости соответствующих платежей в общей приведенной стоимости данного актива.

Осуществляя выбор между приобретением краткосрочных и долгосрочных ценных бумаг с различными сроками погашения, инвестор должен принимать во внимание два ключевых параметра управления фондовым портфелем: кривую доходности и дюрацию. Эти показатели помогают финансовому менеджеру (аналитику) более точно учесть риск и доходность при выборе сочетания сроков погашения эмиссионных ценных бумаг. Отметим, что консервативные инвесторы обычно избегают приобретать высокорисковые финансовые инструменты.

Распространённым методом снижения риска потерь инвестора служит диверсификация портфеля, т. е. приобретение различных видов (типов) ценных бумаг для включения их в инвестиционный портфель. Минимизации финансового риска достигают за счет того, что фондовый портфель формируют из ценных бумаг широкого круга эмитентов разных отраслей национального хозяйства.

9.5. Диверсификация фондового портфеля

Диверсификация — это включение в портфель различных видов (типов) ценных бумаг с целью повышения доходности или снижения финансового риска. Приобретая разнообразные финансовые инструменты, инвестор может в конечном итоге добиться более высокой прибыльности вложений либо понизить риск за счет увеличения количества включаемых в портфель финансовых активов. Если портфель разнообразен, то входящие в него ценные бумаги обесцениваются неодинаково и вероятность равновеликого обесценения всего портфеля незначительна. Диверсификация обеспечивает инвестору получение стабильного дохода, если в портфеле наряду с акциями присутствуют также государственные и корпоративные облигации, депозитные сертификаты и др.

Диверсификация — обязательное условие управления денежными средствами, вложенными в финансовые инструменты. Отдельные специалисты полагают, что оптимальная величина фондового портфеля составляет от 8 до 12 различных видов (типов) ценных бумаг (рис. 9.2).

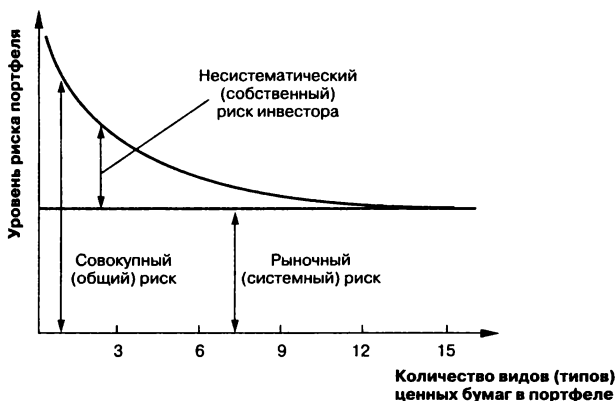


Рис. 9.2. Зависимость риска фондового портфеля от количества включенных в него видов (типов) финансовых инструментов

Примечание. Уровень риска фондового портфеля измеряют с помощью бета-коэффициента, стандартного отклонения, коэффициента вариации и др. При большем количестве их видов (свыше 12) фондовый портфель становится трудноуправляемым, так как возникает эффект излишней диверсификации. Последний приводит к таким негативным последствиям, как:

- ♦ рост затрат инвестора на изучение фондового рынка (фундаментальный и технический анализ);
- ♦ высокие издержки по приобретению мелких пакетов ценных бумаг;
- ♦ возможное приобретение недостаточно надежных финансовых инструментов.

Затраты по управлению излишне диверсифицированным портфелем не принесут его владельцу ожидаемого финансового результата, так как доходность портфеля вряд ли будет возрастать более высокими темпами, чем издержки по управлению им.

На практике диверсификация может быть случайной и целенаправленной. При случайной диверсификации выбор ценных бумаг и включение их в инвестиционный портфель осуществляют произвольно, вне связи с поставленной целью инвестирования. В случае целенаправленной диверсификации подбор финансовых инструментов происходит для достижения инвестором цели, ради которой он формирует фондовый портфель. В процессе инвестиционной деятельности могут изменяться цели вкладчика, что приводит к необходимости периодического пересмотра состава портфеля. Пересмотр (обновление) портфеля сводится к изменению соотношения между входящими в него ценными бумагами с различной доходностью, ликвидностью и риском. По результатам портфельного анализа принимают решение о продаже определенных видов финансовых инструментов.

Эмиссионную ценную бумагу продают, если она:

- ◆ не принесла инвестору желаемого дохода и не ожидается роста ее доходности в будущем;
- ◆ выполнила свою функцию;
- ◆ появились более доходные сферы вложения собственных денежных средств.

Однако на практике встречаются причины более частного характера, приводящие к необходимости реструктуризации фондового портфеля как в отношении акций, так и в отношении корпоративных облигаций. Например, изменение дивидендной политики в сторону снижения предлагаемых дивидендов; существенное превышение рыночной цены над реальной стоимостью акций; снижение размера чистой прибыли, приходящейся на одну акцию; ожидаемый спад в отрасли, где функционирует эмитент, и пр. При управлении фондовым портфелем инвестор должен учитывать указанные факторы при его диверсификации.

9.6. Оценка доходности портфеля корпоративных ценных бумаг

Эффективный портфель обеспечивает владельцу максимальную доходность для принятого уровня риска или минимальный риск при требуемой норме доходности. Образовать подобный портфель непросто, поэтому целесообразно использовать различные варианты инвестирования, чтобы получить оптимальное сочетание доходности и риска.

Формируя портфель, инвестор должен владеть методикой оценки инвестиционных качеств ценных бумаг. Для этого применяют ретроспективный, перспективный, сравнительный и технический (оперативный) финансовый анализ. Содержание аналитической работы состоит в следующем:

- 1) фундаментальный анализ инвестиционной ситуации предполагает исследование глубинных процессов, происходящих на рынке ценных бумаг, и установление причинно-следственных связей между явлениями;
- 2) анализ хозяйственно-финансовой деятельности компаний-эмитентов, который направлен на выявление их финансовой устойчивости и платежеспособности по данным публикуемой ими бухгалтерской отчетности;
- 3) технический анализ рыночной конъюнктуры предполагает изучение динамических рядов курсов эмиссионных ценных бумаг с помощью построения графиков;
- 4) прогнозирование и оценка стоимости корпоративных ценных бумаг представляет собой расчет показателей их эффективности на базе известных значений рыночных цен, текущей доходности и срока обращения на фондовом рынке.

Таким образом, стремление получить наиболее достоверную и полезную информацию по интересующим инвестора вопросам о рынке ценных бумаг представляется правомерным и оправданным. Однако следует учитывать возможность устаревания собранной информации из-за быстрого изменения ситуации при проведении финансовых операций, особенно на срочном биржевом рынке. Итак, можно сделать вывод о том, что в процессе сбора и обработки информации важно найти оптимальный вариант сочетания числовых значений таких факторов, как стоимость, достоверность и оперативность информации. На практике используют несколько методов определения величины доходности и риска отдельных финансовых инструментов и портфеля в целом: статистический, экспертный и комбинированный. Выбор метода определения величины риска зависит от конкретных условий, в которых принимают инвестиционные решения. Если инвестор принимает решения в условиях определенности, то он знает конечный финансовый результат от проводимых на фондовом рынке операций и может не прибегать к указанным методам. Если решения принимают в условиях риска, то можно использовать статистический и комбинированный методы. Если решения принимают в условиях неопределенности, то можно воспользоваться услугами экспертов и аналитиков.

Основная задача оценки эффективности фондового портфеля — выявление среди множества ценных бумаг тех, в которые можно вложить денежные средства, не подвергая свои вложения высокому риску. На прак-

тике существует прямая зависимость между доходностью и уровнем риска финансовых инструментов. Минимальный уровень риска имеют денежные средства, но они наименее доходны и больше всего обесцениваются в результате инфляции. Поэтому денежная составляющая портфеля ценных бумаг не должна превышать 10% от общего его объема в стоимостном выражении. Вторыми по степени риска являются облигации государственных займов, которые предлагают сравнительно невысокую годовую доходность (5–8%). Третьими — вложения в банковские и корпоративные облигации, а также акции известных промышленных компаний топливно-энергетического и металлургического комплексов, связи.

Наконец, в четвертую группу включают инвестиции в акции других акционерных обществ, включая и непубличные компании.

Акционерные промышленные компании, а также негосударственные финансовые посредники получают следующие виды доходов по ценным бумагам:

- ♦ дивиденды и проценты в форме текущих выплат по ним;
- ♦ доход от увеличения курсовой стоимости финансовых инструментов, находящихся в портфеле инвестора (реализуются при их перепродаже на организованном рынке в виде разницы между ценой продажи и ценой приобретения);
- ♦ премии и разницы при вложении денежных средств в производные финансовые инструменты;
- ♦ дисконтный доход по облигациям (в виде разницы между ценой погашения и ценой приобретения);
- ♦ комиссионное вознаграждение, возникающее при управлении портфельными инвестициями в порядке доверительного управления, размещения новых выпусков эмиссионных ценных бумаг и пр.

Соотношение между указанными видами доходов зависит от:

- ♦ типа инвестиционной стратегии компании (в активных портфелях доля стоимости эмиссионных ценных бумаг выше, чем в пассивных);
- ♦ сравнительно низких доходов от дивидендов и процентов в спекулятивных портфелях;
- ♦ приоритетности услуг финансовых посредников, оказываемых эмитентам и инвесторам (например, консультационных, информационных, посреднических и пр.) услуг.

Выгода инвестора от владения финансовыми инструментами равна доходу от прироста их курсовой стоимости и текущего дохода. Полный доход (ПД) инвестора от финансовых активов складывается из двух величин: текущего дохода (ТД) и дохода от изменения цены актива (Д_{иц}), т. е. прироста капитала:

$$\text{ПД} = \text{ТД} + \text{Д}_{\text{инв}}$$

Прирост капитала может быть и отрицательной величиной, если стоимость финансового актива снижается. Полный доход — это важный показатель, но он не отражает эффективности инвестиций в финансовые активы. Для характеристики эффективности портфельных инвестиций используют величину, равную отношению полного дохода к начальному объему инвестированных средств (в годовом интервале):

$$\text{Д}_{\text{инв}} = \frac{\text{ПД}}{\text{И}_{\text{но}}} \times 100,$$

где $\text{Д}_{\text{инв}}$ — доходность портфельных инвестиций, %; ПД — полный доход инвестора, тыс. руб.; $\text{И}_{\text{но}}$ — начальный объем инвестиций, тыс. руб.

Инвестор стремится вложить свои денежные средства в наиболее доходные финансовые активы. Однако неопределенность будущих доходов требует учета возможных отклонений уровня доходности от ожидаемого значения, т. е. учета фактора риска, связанного с вложением денежных средств в данный финансовый инструмент. Портфель ценных бумаг имеет ограничения по сроку жизни, а также по минимальной и максимальной сумме инвестиций. Его доходность определяют тремя величинами: ожидаемой, возможной и средней. Ожидаемая (минимальная) доходность — величина, которая будет получена по окончании срока жизни портфеля при сочетании наименее благоприятных обстоятельств. Возможная (максимальная) доходность — величина, получаемая при наиболее благоприятном развитии событий.

Повышение доходности связано для инвестора с увеличением риска. Поэтому в процессе инвестирования целесообразно учитывать оба фактора, которые сравнивают со среднерыночным уровнем доходности.

Совокупную доходность портфеля с годичным периодом устанавливают по базовой формуле:

$$\text{Доходность портфеля, \%} = \frac{\text{ПДП} + \text{РКП} + \text{НКП}}{\text{НИ} \times [\text{ДС} \times \frac{\text{T}_1}{12}] - [\text{ИС} \times \frac{\text{T}_2}{12}]},$$

где ПДП — полученные дивиденды и проценты; РКП — реализованная курсовая прибыль; НКП — нерезализованная курсовая прибыль; НИ — начальные инвестиции в фондовый портфель; ДС — дополнительные средства, вкладываемые в фондовый портфель; T_1 — число месяцев нахождения денежных средств, вложенных в финансовые инструменты, находящиеся в портфеле; ИС — извлеченные денежные средства из фондового портфеля; T_2 — число месяцев отсутствия извлеченных денежных средств в портфеле.

Данная формула включает как реализованные (текущие поступления плюс прирост курсовой стоимости эмиссионных ценных бумаг), так и не-

реализованные доходы в результате прироста курсовой стоимости за год. Внесенные дополнительные суммы и извлеченные средства взвешивают по числу месяцев, когда они были вложены в фондовый портфель. Для определения доходности этого портфеля по акционерному обществу-инвестору используют следующие исходные данные (табл. 9.2).

Таблица 9.2. Исходная информация для расчета доходности фондового портфеля ОАО

Показатели	Сумма, млн руб.		
	2008 год	2009 год	2010 год
Стоимость портфеля на начало года	76,0	86,2	96,6
Стоимость портфеля на конец года	86,2	96,6	107,6
Реализованный прирост курсовой стоимости эмиссионных ценных бумаг	9,8	10,4	10,9
Нереализованный прирост курсовой стоимости эмиссионных ценных бумаг	1,4	1,7	2,4
Полученные доходы в форме дивидендов и процентов	3,1	4,1	5,7
Привлечение дополнительных денежных средств или изъятие их из портфеля	–	–	–

1. Доходность инвестиционного портфеля в 2008 г.:

$$\text{ДИП}_1 = \frac{9,8 + 1,4 + 3,1}{0,5 \times (76,0 + 86,2)} \times 100 = 17,63\%.$$

2. Доходность инвестиционного портфеля в 2009 г.:

$$\text{ДИП}_2 = \frac{10,4 + 1,7 + 4,1}{0,5 \times (86,2 + 96,6)} \times 100 = 17,72\%.$$

3. Доходность инвестиционного портфеля в 2010 г.:

$$\text{ДИП}_3 = \frac{10,9 + 2,4 + 5,7}{1,5 \times (96,6 + 107,6)} \times 100 = 18,6\%.$$

Значение параметра доходности инвестиционного портфеля, полученное в результате финансовых вычислений, можно использовать для анализа его прибыльности, скорректированной с учетом параметров фондового рынка. Такой сравнительный анализ удобен для инвестора, поскольку позволяет определить, насколько положительно зарекомендовал себя конкретный портфель относительно рынка ценных бумаг в целом.

9.7. Мониторинг фондового портфеля

Система мониторинга (оперативного управления) инвестиционного портфеля характеризует разработанный корпорацией механизм наблюдения за доходностью, ликвидностью и безопасностью входящих в него ценных бумаг в условиях постоянно меняющейся рыночной конъюнктуры.

Ключевые задачи мониторинга следующие:

- 1) систематическое наблюдение за динамикой рыночной стоимости эмиссионных ценных бумаг и отклонением этой стоимости от среднерыночного курса;
- 2) изучение причин, вызвавших эти отклонения;
- 3) разработка мер по соответствующей корректировке состава и структуры портфеля и вывод из него неэффективных финансовых инструментов;
- 4) формирование нового портфеля ценных бумаг, отвечающих инвестиционной стратегии владельца.

Для решения этих задач используют различные методы анализа состояния фондового рынка и инвестиционных качеств ценных бумаг различных эмитентов. Наиболее предпочтительными считают два направления анализа: фундаментальный и технический.

Фундаментальный анализ используют при длительной работе с крупными акционерными компаниями и при ориентации на среднесрочные и долгосрочные вложения капитала. Технический анализ более оперативен и основан на информации о динамике биржевых курсов акций. Этого вполне достаточно для принятия текущих инвестиционных решений. Часто эти методы комбинируют. В условиях недостаточности развития рынка ценных бумаг в России наиболее предпочтительным является фундаментальный анализ. Его используют для выявления неправильно оцененных финансовых инструментов (акций), когда оценка финансовым аналитиком будущих доходов и дивидендов корпорации-эмитента существенно отличается от общепринятого мнения.

В рамках фундаментального анализа существуют два подхода к выявлению неверно оцененных финансовых инструментов. При первом подходе делают попытку определить внутреннюю, или реальную, стоимость ценной бумаги (акции). После этого внутреннюю стоимость сравнивают с текущим рыночным курсом ценной бумаги. Если рыночный курс значительно выше внутренней стоимости, то считают, что бумага переоценена. Если рыночный курс существенно меньше внутренней стоимости, то ценная бумага недооценена. Часто аналитик оценивает ожидаемую доходность ценной бумаги в определенном периоде. Данную оценку сопоставляют с доходностью аналогичных ценных бумаг, которые обращаются на фондовом рынке.

Второй подход состоит в том, что оценивают только одну или две финансовые переменные и сравнивают результаты этих оценок с действующей общей оценкой. Например, можно оценить такие параметры, как доход или чистая прибыль, приходящиеся на одну акцию в предстоящем

периоде (квартале, году). Если показатели аналитика выше оценок других специалистов, то акции можно считать привлекательными для инвестирования.

Результаты фундаментального анализа оформляют в виде исследовательского отчета.

Фундаментальный анализ включает задачи трех уровней:

- 1) изучение общей экономической ситуации в стране;
- 2) анализ отдельных сегментов рынка ценных бумаг;
- 3) изучение финансового состояния отдельных компаний-эмитентов.

Изучение общей экономической ситуации основано на показателях, характеризующих динамику валового внутреннего продукта (ВВП), объема промышленного производства, денежной массы, личных доходов населения, индекса потребительских цен, темпа инфляции, финансового состояния государства (бюджетного профицита или дефицита, объема внутреннего и внешнего долга и др.). Статистическое отслеживание финансовых вложений осуществляют только по крупным и средним предприятиям (табл. 9.3).

Таблица 9.3. Динамика финансовых вложений по крупным и средним предприятиям Российской Федерации; млрд руб.

Наименование отрасли	Годы									
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
По народному хозяйству – всего	70,9	121,6	298,7	183,9	775,2	1245,0	2429,8	2091,3	3390,5	4867,6
В том числе:										
краткосрочные	20,2	30,7	61,7	116,9	476,5	961,4	1959,5	1665,6	2412,3	4014,1
долгосрочные	50,7	90,9	237,0	67,0	298,7	283,6	470,3	425,7	978,2	853,5
Из него:										
промышленность – всего	44,8	69,3	122,2	115,2	288,8	750,7	1587,6	1223,9	2113,6	3186,1
В том числе:										
краткосрочные	9,8	14,2	25,6	67,1	220,7	608,4	1398,0	1012,0	1565,0	2765,1
долгосрочные	35,0	55,1	96,6	48,1	68,1	142,3	189,6	211,9	548,6	421,0

Источник: Российский статистический ежегодник за соответствующие годы.

Из приведенных в этой таблице показателей можно сделать следующие выводы:

- 1) в период массовой приватизации государственных предприятий (1993–1997 гг.), которая сопровождалась их акционированием, наблюдался рост финансовых вложений;

- 2) в результате финансового кризиса в августе–сентябре 1998 года произошло значительное обесценение финансовых вложений предприятий (акционерных обществ), а также государственных облигаций;
- 3) в 1999–2005 гг. наблюдалось не только восстановление, но и существенное увеличение объема финансовых вложений, прежде всего в сырьевом секторе промышленности.

Однако заметным обновлением основного капитала данный процесс не сопровождается. Поэтому финансовый сектор экономики России по-прежнему функционирует в отрыве от реального сектора и не обеспечивает потребности воспроизводства основного капитала в народном хозяйстве.

Анализ отдельных сегментов фондового рынка осуществляют в разрезе отраслей хозяйства и видов рынка — акций, корпоративных облигаций, государственных ценных бумаг. Для каждого конкретного момента устанавливают отрасли, которые находятся на подъеме и обеспечивают инвесторам наиболее выгодное вложение капитала. При фундаментальном анализе отрасли подразделяют на три типа: устойчивые, циклические и растущие.

К устойчивым относят отрасли, выпускающие жизненно важную для населения продукцию, а также оказывающие населению необходимые услуги (пищевая промышленность, радиовещание и телевидение, связь, коммунальное хозяйство и др.). Ценные бумаги этих отраслей наиболее надежны, однако не отличаются высокой доходностью.

Циклические отрасли производят товары длительного пользования (энергомашиностроение, авиастроение, судостроение, автомобилестроение, станкостроение, сельхозмашиностроение и др.). Результативность вложений в данные отрасли зависит от стадии цикла, на которой они находятся. Те из них, которые проходят стадию подъема, обеспечивают высокую доходность инвестиций в ценные бумаги.

Растущие отрасли отличаются высокими темпами объема производства, превосходящими темпы роста ВВП по стране в целом. В России это отрасли горнодобывающей промышленности, электроэнергетики, нефтепереработки, нефтехимии, металлургии и другие базовые сферы экономической деятельности. Инвестиции в такие отрасли сопряжены с большим риском, но они предлагают вкладчикам высокий доход в настоящем и будущем.

Анализ финансового состояния отдельных акционерных компаний позволяет отобрать те из них, которые в наибольшей степени отвечают интересам вкладчиков. Оценка инвестиционной привлекательности акционерных обществ-эмитентов включает четыре этапа:

- 1) изучение текущего финансового состояния и перспектив его изменения;
- 2) анализ показателей деятельности акционерных компаний (ликвидности баланса, платежеспособности, оборачиваемости активов и собственного капитала, рентабельности продаж, активов и собственного капитала и пр.);
- 3) анализ состава и структуры капитала (пассива баланса);
- 4) оценка потенциала акций.

Для определения потенциала акций существует система показателей, отражающих качество финансовых инструментов (табл. 9.4).

Таблица 9.4. Результативные показатели инвестиционной привлекательности акций АО

Показатели	Расчетные формулы
1. Чистая прибыль на одну обыкновенную акцию	Чистая прибыль (за вычетом суммы дивидендов по привилегированным акциям), деленная на количество обыкновенных акций у акционеров
2. Соотношение рыночной цены и годового дохода по акции (цена/доход)	Рыночная цена акции, деленная на чистую прибыль по одной обыкновенной акции
3. Дивиденд на одну обыкновенную акцию	Величина дивидендного покрытия, деленная на количество обыкновенных акций у акционеров
4. Соотношение рыночной цены и номинальной стоимости акции	Рыночная цена акции, деленная на ее номинал
5. Норма выплаты дивиденда к чистой прибыли, приходящейся на одну обыкновенную акцию	Дивиденд на одну обыкновенную акцию, деленный на чистую прибыль на одну обыкновенную акцию
6. Соотношение между бухгалтерской и рыночной стоимостью акции	Бухгалтерская стоимость одной обыкновенной акции, деленная на ее рыночную цену

В ходе анализа проводят сравнение этих показателей с данными других акционерных компаний, а также с величинами, сложившимися в предшествующие периоды. По результатам фундаментального анализа составляют справку, отражающую основные финансовые показатели и коэффициенты по рассмотренным акционерным компаниям. Только после этого делают выводы относительно покупки, продажи или сохранения в портфеле ценных бумаг, эмитированных данными акционерными компаниями. При техническом анализе инвестиционной ситуации используют графические методы изучения динамики цен на фондовом рынке за предыдущие периоды. Финансовые аналитики исследуют не только движение цен на акции, но и объем их продажи, количество позиций, не закрытых на конец торгового дня, иную информацию фондовых бирж.

Если фундаментальные аналитики изучают закономерности, которые будут действовать в будущем, то технических аналитиков интересуют прошедшие события.

В процессе технического анализа решают три главные задачи:

- 1) исследование динамики рыночных цен;
- 2) нахождение оптимального момента времени для покупки или продажи ценных бумаг;
- 3) проверка полноты и достоверности фундаментального анализа.

К основным методам технического анализа относят:

- ♦ графическое моделирование рынка (линейные графики, гистограммы, «японские свечи» и др.);
- ♦ математическую аппроксимацию (фильтрация; скользящие средние линии и осцилляторы) с использованием компьютерной техники;
- ♦ использование теории циклического развития фондового рынка для определения факторов, вызывающих колебание цен на финансовые инструменты.

С помощью графического метода (гистограмм) для каждого биржевого дня определяют максимальный и минимальный уровни цен, а также цену при закрытии биржи, т. е. показывают уровень и размах колебаний цен. Их совокупность за достаточно длительный период времени позволяет изучить основные тенденции (тренды) цен на акции.

Совокупность применяемых к портфелю методов и технических приемов — это способ управления, который может быть активным или пассивным. Мониторинг может быть способом как активного, так и пассивного управления. Организация мониторинга портфеля ценных бумаг акционерной компании (корпорации) представлена в табл. 9.5.

Таблица 9.5

Активный способ управления	Пассивный способ управления
1. Отбор ценных бумаг, пригодных для покупки и низководходных для продажи	1. Отбор ценных бумаг в достаточно диверсифицированный фондовый портфель
2. Расчет параметров нового портфеля и риска с учетом ротации ценных бумаг	2. Оптимизация портфеля по составу и структуре входящих в него финансовых инструментов
3. Оценка эффективности старого и нового портфеля с учетом расходов по купле-продаже ценных бумаг	3. Расчет минимально необходимой доходности
4. Формирование нового портфеля	4. Падение доходности ниже минимального уровня
	5. Формирование нового портфеля

Конечной целью мониторинга служит выбор ценных бумаг, обладающих инвестиционными качествами, соответствующими данному типу портфеля. Активная модель управления предполагает систематическое наблюдение и быстрое приобретение ценных бумаг, отвечающих инвестиционным целям владельца портфеля, а также оперативное изучение его состава и структуры. Для фондового рынка России характерны быстрое изменение котировок эмиссионных ценных бумаг и высокий уровень риска. Поэтому ему соответствует активная модель мониторинга, которая способствует более рациональному управлению портфелем. С помощью мониторинга можно прогнозировать размер возможных доходов от операций с ценными бумагами. Финансовый директор, осуществляющий активное управление портфелем, обязан купить эффективные ценные бумаги и быстро продать низкодоходные. Важно не допускать снижения стоимости портфеля и потери им инвестиционных качеств. Поэтому целесообразно сравнивать стоимость, доходность, ликвидность и безопасность нового портфеля с аналогичными показателями прежнего, чтобы принимать обоснованные управленческие решения. Активный способ управления предполагает значительные финансовые расходы, связанные с инвестиционной, аналитической, экспертной и торговой деятельностью на фондовом рынке. Эти расходы могут нести только крупные корпорации и банки, имеющие большой портфель эмиссионных ценных бумаг и стремящиеся к получению максимального дохода от профессиональной деятельности на фондовом рынке.

В процессе мониторинга портфеля финансовые менеджеры часто используют методы, основанные на анализе кривых доходности, и операции СВОП (обмен одних ценных бумаг на другие: корпоративных облигаций на акции; привилегированных акций на обыкновенные).

В первом случае в процессе инвестирования ориентируются на предполагаемые изменения доходности эмиссионных ценных бумаг, чтобы использовать в интересах инвестора предполагаемые колебания процентных ставок. Финансовые менеджеры не только прогнозируют состояние финансового рынка, но и в соответствии с этим прогнозом корректируют инвестиционный портфель. Например, если кривая доходности в данный момент на сравнительно низком уровне и будет согласно прогнозу повышаться, то это может привести к падению курса наиболее надежных финансовых инструментов (облигаций федеральных и субфедеральных займов). Поэтому целесообразно приобретать краткосрочные облигации, которые по мере роста процентных ставок предъявляют к продаже, а полученные средства реинвестируют в более доходные финансовые активы. Здесь краткосрочные облигации выступают в роли дополнительного резерва денежной наличности (ликвидности) корпорации. Если кривая доходности высока и будет иметь тенденцию к снижению, то инвестор пере-

ключается на покупку долгосрочных облигаций, которые обеспечивают более весомую норму доходности.

Во втором случае используют стратегию свопинга, которая предполагает постоянную ротацию ценных бумаг через фондовый рынок. При этом инвестор должен систематически отслеживать все изменения на данном рынке. При появлении на фондовом рынке более доходных бумаг их покупают, а бумаги, ранее включенные в портфель, при падении доходности реализуют. Как активную тактику можно рассматривать арбитраж. При арбитраже некоторые временные расхождения курсов между отдельными рынками, либо их сегментами используют для получения дополнительной прибыли.

Арбитраж — это операции, выполняемые с целью получения прибыли посредством либо купли-продажи ценных бумаг одной корпорации-эмитента на разных сегментах фондового рынка, либо взаимно конвертируемых финансовых инструментов.

Другой вариант — поиск недооцененных ценных бумаг (акций). При этом инвестор выигрывает не столько за счет диверсификации портфеля, сколько за счет приобретения бумаг на нижних точках колебаний курсовой стоимости и продажи их по более высокой цене.

Следовательно, активный мониторинг — это непрерывный процесс управления портфелем с периодическим пересмотром последнего. Частота пересмотра зависит от общей ситуации на финансовом рынке (включая динамику процентных ставок по банковским кредитам и депозитам).

Пассивная модель управления предполагает формирование сильно диверсифицированных портфелей с заранее зафиксированным уровнем риска, рассчитанным на длительный период времени. Подобный подход возможен для развитого фондового рынка с относительно стабильной конъюнктурой. В условиях общей экономической нестабильности и высоких темпов инфляции в России (8–10% в год) пассивный мониторинг мало эффективен. Следует отметить, что основной идеей стратегии пассивного портфельного инвестирования является предположение об эффективности фондового рынка, на котором практически нет возможности получить дополнительный доход (прибыль) без адекватного увеличения риска. Поэтому ключевая цель пассивной модели управления — максимально возможное снижение несистематического риска путем диверсификации портфеля. Главная цель активного управления портфелем — получение прибыли выше среднерыночного уровня, что связано с дополнительными расходами инвестора на изучение рыночной ситуации и приобретение новой полезной информации.

Наиболее общие правила пассивного управления фондовым портфелем следующие:

- ♦ такое управление рационально только в отношении портфеля, состоящего из малорисковых ценных бумаг;
- ♦ ценные бумаги должны быть долгосрочными, чтобы портфель существовал в неизменном виде длительное время. Это дает возможность реализовать на практике основное преимущество пассивного управления — незначительный объем накладных расходов по сравнению с активным мониторингом. Структура фондового портфеля не меняется в течение длительного периода либо периодически колеблется в зависимости от конъюнктуры рынка.

В рамках пассивной модели управления можно выделить стратегию «купить-продать», которая предполагает, что после формирования портфеля включенные в него финансовые инструменты хранятся как можно дольше, несмотря на текущие колебания рынка. Примером пассивной стратегии может служить образование индексных портфелей. В состав таких портфелей входят ценные бумаги, на базе которых определяют тот или иной индекс. При этом рыночная стоимость портфеля изменяется в том же направлении, что и фондовый индекс. В результате корпорация минимизирует расходы на сбор и анализ информации, выплату комиссионного вознаграждения брокерам и другие издержки.

В России портфель не может быть стабильным, так как велика вероятность потери не только его стоимости, но и доходности. Поэтому падение доходности ниже минимального уровня служит сигналом, который заставляет инвестора пересматривать свой портфель.

Портфель ценных бумаг крупного инвестора, как правило, состоит из нескольких структурных частей. К одной части применяют активное управление, а к другой — пассивное. Можно также использовать различные комбинации указанных моделей.

Выбор тактики управления зависит от типа портфеля. Например, трудно ожидать высокого дохода, если к портфелю агрессивного роста применяют тактику пассивного управления. Вряд ли будут оправданы высокие расходы на активное управление портфелем, ориентированным на стабильный доход.

Существуют два варианта управления портфелем:

- 1) выполнение управленческих функций владельцем портфеля, если он имеет лицензию на осуществление операций с ценными бумагами;
- 2) передача всех функций по управлению портфелем другому юридическому лицу — доверительному управляющему (банку или финансовой компании).

Второй способ управления предпочтителен для крупных инвесторов. При этом владелец портфеля обязан создать специальное структурное подразделение (фондовый отдел в составе службы финансового директора), которое будет управлять этим портфелем. Для акционерных компа-

ний с небольшим портфелем функции фондового отдела может выполнять один квалифицированный специалист.

Во втором варианте владелец портфеля доверяет осуществлять управление им другому юридическому лицу на основе договора доверительного управления имуществом (включая ценные бумаги). С помощью такого договора можно управлять фондовым портфелем промышленных, строительных, торговых и других акционерных обществ.

9.8. Риски, характерные для портфельных инвестиций, и способы их минимизации

Основу для принятия инвестиционных решений составляет соизмерение возможных потерь с предполагаемой выгодой (доходом) от инвестиций.

Инвестор вкладывает свободные денежные средства в финансовые инструменты с целью получения определенного дохода в абсолютном выражении.

Доходность — относительный показатель, измеряемый отношением полученного дохода (в форме дивидендов и процентов) к вложенному в финансовые активы капиталу. Инвестора интересует также будущий доход и оценка риска вложений в ценные бумаги. Риск оценивают интуитивно, допуская вероятность отклонения величины дохода от ожидаемого значения. Практика работы на фондовом рынке выработала следующее условие: чем выше предполагаемый доход, тем больше риск, связанный с приобретением тех или иных финансовых инструментов. Риски в инвестиционной деятельности характеризуют снижением доходности реальных и портфельных инвестиций. Это сопровождается прямыми финансовыми потерями или упущенной выгодой, возникающей при осуществлении финансовых операций в связи с высокой степенью неопределенности ожидаемых результатов.

По уровню финансовых потерь выделяют три вида риска.

1. Допустимый финансовый риск, денежные потери при котором не превышают расчетной величины прибыли от владения инвестиционным портфелем.
2. Критический финансовый риск, потери при котором не превышают расчетной величины дохода по инвестиционному портфелю.
3. Катастрофический финансовый риск, потери при котором характеризуются полной или частичной утратой капитала (как собственного, так и заемного), что неизбежно приводит к банкротству инвестора.

По совокупности изучаемых ценных бумаг риски классифицируют на:

- 1) индивидуальный финансовый риск, присущий отдельным видам финансовых инструментов;
- 2) портфельный риск, характерный для совокупности ценных бумаг, объединенных в инвестиционный портфель.

На конечный финансовый результат от инвестиционной деятельности влияет множество случайных факторов макро- и микроэкономического характера. Поэтому при осуществлении портфельных инвестиций следует в первую очередь снижать риски, зависящие от инвестора. Они могут быть связаны с недостаточной квалификацией финансовых менеджеров, их склонностью выбирать излишне рискованные портфельные стратегии, неэффективной структурой капитала и другими субъективными причинами. Финансовую сделку считают рискованной, если ее эффективность (доходность) не полностью известна инвестору в момент ее заключения. Неопределенность эффективности и, следовательно, рискованность — свойство любой сделки по купле-продаже ценных бумаг.

Для измерения последствий действий инвестора в условиях неопределенности используют коэффициент финансового риска (КФР):

$$\text{КФР} = U / \text{ФИ},$$

где U — максимально допустимая сумма убытка; ФИ — сумма финансовых инвестиций, направляемых на формирование портфеля ценных бумаг.

Данный коэффициент выражает уровень риска, ведущего к банкротству инвестора. Риск приемлем, если коэффициент финансового риска не превышает 0,2 (или 20%). Риск внушает опасения, если данный коэффициент $> 0,2$, но $< 0,6$. При значении коэффициента более 0,6 имеются опасения ожидать банкротства инвестора. Каждый финансовый инструмент, входящий в портфель, имеет неодинаковый уровень риска, поэтому для его измерения используют специальные статистические приемы (дисперсию, среднее квадратическое отклонение, коэффициент вариации и др.)¹.

Риск фондового портфеля инвестора включает в себя многие виды локальных рисков (табл. 9.6).

Систематический риск обусловлен макроэкономической ситуацией в стране, уровнем деловой активности на финансовом рынке. Он не связан с конкретными ценными бумагами, является недиверсифицируемым и непонижаемым. Это общий риск совокупности вложений в финансовые инструменты. Анализ систематического риска сводится к вопросу, стоит ли вообще иметь дело с портфельными инвестициями, не выгоднее ли вложить свободные денежные средства инвестора в реальные активы.

¹ Более подробно см.: Бочаров В. В. Финансовый инжиниринг. — СПб.: Питер, 2004. С. 293–305, 324–342.

Таблица 9.6. Систематизация рисков на рынке ценных бумаг

Виды систематических рисков	Виды несистематических рисков
Макроэкономические, отраслевые и региональные риски	7. Риск акционерного общества 7.1. Кредитный (деловой) риск 7.2. Риск ликвидности 7.3. Процентный риск 7.4. Риск недобросовестного проведения операций на фондовом рынке
1. Страновой (экономический, политический и др.) 2. Риск законодательных изменений 3. Валютный риск 4. Инфляционный риск 5. Отраслевой риск 6. Региональный риск	8. Риски управления портфелем 8.1. Капитальный 8.2. Селективный 8.3. Отзывной 8.4. Риск поставки ценных бумаг 8.5. Операционный 8.6. Риск урегулирования расчетов 8.7. Квалификационный 8.8. Прочие виды рисков

Несистематический риск считают диверсифицируемым. Он объединяет (агрегирует) все виды рисков, связанных с конкретными ценными бумагами и эмитентами. Данный риск может быть понижен за счет подбора и включения в портфель менее рискованных финансовых инструментов со среднерыночным уровнем доходности.

Участники фондового рынка в России несут риски:

- ◆ как эмитенты ценных бумаг;
- ◆ как инвесторы;
- ◆ по операциям с ценными бумагами по поручению клиентов в качестве андеррайтеров, если они выступают в роли дилера на данном рынке.

К финансовым рискам эмитентов можно отнести: процентный, временной, риск ликвидности, риск законодательных изменений, капитальный риск, риск неисполнения обязательств эмитента перед владельцем его ценных бумаг и др.

Инвесторов касаются следующие виды рисков: селективный, кредитный, информационный, отраслевой, операционный, риск ликвидности и пр.

В состав способов, минимизирующих влияние финансового риска, входят:

- ◆ диверсификация инвестиционного портфеля;
- ◆ сбор и обработка представительной информации о предмете сделки с ценными бумагами;

- ◆ самострахование (создание финансовых резервов для возмещения возможных убытков);
- ◆ страхование операций с ценными бумагами;
- ◆ хеджирование — страхование от неблагоприятного изменения цен путем заключения контрактов, предусматривающих поставку ценных бумаг в будущем по фиксированным ценам (опционных и фьючерсных контрактов);
- ◆ операции СВОП — финансовые сделки по обмену между двумя субъектами рынка финансовыми активами или обязательствами с целью улучшения структуры фондового портфеля, снижения риска и затрат по его формированию;
- ◆ избежание риска — отказ от особо рискованных финансовых сделок;
- ◆ лимитирование концентрации риска и др.

Следовательно, финансовый директор акционерной компании (корпорации) в процессе принятия инвестиционных решений должен учитывать совокупность рисков, связанных с вложением свободных денежных средств в ценные бумаги.

Глава 10

ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА КОРПОРАЦИИ

10.1. Базовые дивидендные теории

Дивидендная политика корпорации — составная часть общей финансовой политики, направленной на оптимизацию пропорций между потребляемой и реинвестируемой частями полученной чистой прибыли для обеспечения роста рыночной стоимости акционерного капитала. Если принято решение распределить чистую прибыль среди акционеров, то необходимо ответить на три главных вопроса.

1. Какую сумму следует распределить между ними?
2. Нужно ли выплачивать дивиденды в денежной форме или передать акционерам соответствующие денежные средства через выкуп части акций, которыми они владеют?
3. Насколько стабильными должны быть данные выплаты, иными словами, должны ли распределяемые среди акционеров суммы дивидендов быть из года в год постоянными (с возможной поправкой на темп инфляции) или их можно корректировать исходя из денежных потоков компании и ее потребностей в инвестициях?

Разработаны два различных подхода в теории дивидендной политики. Первый подход получил название «Теория начисления дивидендов по остаточному принципу». Ее последователи полагают, что дивидендная политика ориентирована не на цену акций и стоимость капитала. Поэтому оптимальная стратегия в дивидендной политике заключается в том, что дивиденды начисляют после того, как изучены все возможности капитализации (реинвестирования) чистой прибыли. В результате дивиденды выплачивают только в том случае, если за счет чистой прибыли и других собственных источников могут быть профинансированы все приемлемые инвестиционные проекты. Если всю сумму чистой прибыли направляют на цели развития, то дивиденды не выплачивают, если у корпорации нет прибыльных проектов, то ее можно направить на выплату дивидендов.

Основные теоретические разработки в рамках первого подхода были выполнены в 1961 г. М. Миллером и Ф. Модильяни. Они выдвинули идею о наличии так называемого «эффекта клиентуры», согласно которой акционеры в большей степени предпочитают стабильность дивидендной политики, чем получение каких-либо нерегулярных высоких дивидендов.

М. Миллер и Ф. Модильяни считали, что дисконтированная стоимость обыкновенных акций после возмещения за счет чистой прибыли всех осуществленных капиталовложений плюс полученная по остаточному принципу сумма дивидендов примерно равны издержкам, которые необходимо понести для изыскания дополнительных источников финансирования корпорации. Тем не менее эти ученые все же признавали влияние дивидендной политики на цену акционерного капитала, но объясняли его не собственно влиянием величины дивидендов, а информационным эффектом — информация о дивидендах, в частности об их увеличении, провоцирует акционеров на повышение цены акций.

Свою теорию М. Миллер и Ф. Модильяни сопровождали значительным количеством ограничений: нет налогов на юридических и физических лиц; отсутствуют расходы по эмиссии и транзакционные затраты; инвесторам безразличен выбор между текущими дивидендами или доходами от прироста капитала; инвестиционная политика корпорации не зависит от дивидендной; инвесторы и менеджеры имеют одинаковую информацию относительно будущих перспектив. Ограничения этих ученых нереальны и не могут быть соблюдены на практике. Несмотря на свою уязвимость в аспекте практического применения, теория М. Миллера и Ф. Модильяни стала отправным пунктом поиска наиболее оптимальных решений для осуществления дивидендной политики.

Второй подход носит название «Теория предпочтительности дивидендов». Ее авторы (М. Гордон и Д. Линтнер) утверждали, что дивидендная политика непосредственно влияет на совокупное богатство (доход) акционеров. Основной аргумент, приводимый основоположником теории М. Гордоном, состоит в том, что инвесторы (исходя из принципа минимизации риска) всегда предпочитают текущие дивиденды возможным будущим доходам от прироста курсовой стоимости акций. Исходя из данной теории, максимизация дивидендных выплат предпочтительнее, чем капитализация прибыли.

Кроме того, текущие дивидендные выплаты понижают уровень неопределенности инвесторов относительно инвестирования в акции данной корпорации, тем самым их устраивает меньшая норма дохода на вложенный капитал, что приводит к росту рыночной стоимости акционерного капитала. Напротив, если дивиденды не выплачивают, то неопределенность возрастает, снижается необходимая акционерам норма дохода, что приводит к падению рыночной оценки акционерного капитала.

Оппоненты данной теории утверждают, что полученный в форме дивидендов доход все равно реинвестируют затем в акции своей или аналогичной компании, что не позволяет использовать фактор риска как аргумент в пользу той или иной дивидендной политики. Фактор риска определяется менталитетом акционеров (их склонностью к риску или нежеланием рисковать своими сбережениями).

Теория минимизации дивидендов (или теория налоговых предпочтений) заключается в том, что эффективность дивидендной политики определяют критерием минимизации налоговых выплат по текущим и будущим доходам акционеров.

Поскольку налогообложение текущих дивидендных доходов всегда выше, чем предстоящих (с учетом фактора стоимости денег во времени, налоговых льгот на реинвестируемую прибыль и т. д.), дивидендная политика должна обеспечивать минимизацию дивидендных выплат и соответственно максимизацию капитализируемой (реинвестируемой) прибыли. Это обеспечивает наибольшую налоговую защиту доходов собственников (акционеров).

Рассмотренные теории взаимосвязаны и заключаются в обеспечении:

- 1) максимизации совокупного достояния акционеров;
- 2) достаточного финансирования текущей и инвестиционной деятельности корпорации.

Указанные задачи являются приоритетными при изучении всех элементов дивидендной политики: факторов, ее определяющих; порядка и форм выплаты дивидендов; налогообложения дивидендных выплат и др.

10.2. Формирование дивидендной политики акционерной компании (корпорации)

Важная роль при разработке финансовой политики корпорации принадлежит выбору дивидендной политики. При реализации дивидендной политики используют различные теории.

Сигнальная теория дивидендов (теория сигналов) базируется на том, что основные модели оценки текущей рыночной стоимости акций в качестве исходного элемента используют размер выплачиваемых по ним дивидендов. Таким образом, рост уровня дивидендных выплат определяет автоматическое повышение котированной рыночной стоимости акций на фондовом рынке.

При продаже таких акций акционеры получают дополнительный доход. Кроме того, выплата высоких дивидендов свидетельствует о том, что корпорация находится на подъеме и ожидает существенного роста массы прибыли в будущем периоде. Данная теория связана с равнодоступностью информации для всех участников фондового рынка, что:

- 1) выплата дивидендов должна обеспечить защиту интересов собственников (акционеров) и в этом аспекте их максимизация выражает положительную тенденцию;
- 2) в то же время максимизация дивидендных выплат снижает долю прибыли, реинвестируемой в развитие производства.

При разработке дивидендной политики акционерной компании используют три подхода: агрессивный, умеренный и консервативный. Каждому из этих подходов соответствует определенный тип дивидендной политики (табл. 10.1).

Таблица 10.1. Основные подходы к выбору дивидендной политики

Наименование подхода	Тип дивидендной политики
1. Агрессивный	Соблюдение постоянства дивидендных выплат в течение длительного периода вне зависимости от динамики курса акций
2. Умеренный	Постоянное процентное распределение чистой прибыли на выплату дивидендов и развитие производства
3. Консервативный	Обеспечение гарантированного минимума и «экстрадивидендов». Выдача акций вместо денежных средств

При определении дивидендной политики необходимо учитывать, что классическая формула «курс акций прямо пропорционален дивиденду и обратно пропорционален процентной ставке по альтернативным вложениям капитала» на практике применим не во всех случаях. Инвесторы могут высоко оценить акции компании-эмитента даже без выплаты дивидендов, если они правильно информированы о перспективах ее развития, причинах снижения их выплаты или их невыплаты и направлениях реинвестирования чистой прибыли. Западные финансисты полагают, что доля дивидендных выплат в устойчиво работающих компаниях должна составлять не более 30–40%, в то время как остальная часть чистой прибыли (60–70%) может быть направлена на цели развития.

Примерные этапы разработки дивидендной политики корпорации приведены в табл. 10.2.

Таблица 10.2. Основные этапы формирования дивидендной политики акционерного общества-эмитента

Наименование этапа	Содержание этапа
1. Учет ключевых факторов, влияющих на разработку дивидендной политики	Внешние (макроэкономические) и внутренние (корпоративные) факторы
2. Выбор типа дивидендной политики	Агрессивный, умеренный, консервативный
3. Разработка порядка распределения прибыли в соответствии с избранным типом дивидендной политики	Определение нормы распределения чистой прибыли на выплату дивидендов (%)
4. Расчет прибыли и разводненной прибыли, приходящейся на одну акцию	Методические указания по раскрытию информации о прибыли, приходящейся на одну акцию. Утверждены Минфином РФ 21.03.2000 г. № 29н
5. Оценка эффективности дивидендной политики	Определение коэффициента выплаты дивидендов, коэффициента дивидендного покрытия и других параметров

Согласно Федеральному закону «Об акционерных обществах» от 07.08.2001 г. № 120-ФЗ, общество вправе принимать решения (объявлять) о выплате дивидендов по размещенным акциям по результатам первого квартала, полугодия, девяти месяцев и финансового года в целом.

Решение о выплате (объявлении) дивидендов по результатам первого квартала, полугодия и девяти месяцев финансового года может быть принято в течение трех месяцев после окончания соответствующего периода.

Источником выплаты дивидендов служит чистая прибыль, определяемая по данным бухгалтерской отчетности общества. Дивиденды по привилегированным акциям определенных типов также могут быть выплачены за счет ранее образованных для этих целей специальных фондов. Решения о выплате (объявлении) дивидендов, в том числе решения о размере дивиденда и форме его выплаты по акциям каждой категории (типа) принимает общее собрание акционеров. Размер дивидендов не может быть более рекомендованного советом директоров (наблюдательным советом) общества.

Срок и порядок выплаты дивидендов определяют в уставе общества или в решении общего собрания акционеров о выплате дивидендов. Если в уставе общества срок выплаты дивидендов не установлен, то срок их выплаты не должен превышать 60 дней со дня принятия решения о выплате дивидендов.

Список лиц, имеющих право на получение дивидендов, составляют на дату подготовки списка лиц, имеющих право участвовать в общем собрании акционеров, на котором принимают решение о выплате соответствующих дивидендов. Для составления списка лиц, которые имеют право на получение дивидендов, номинальный держатель акций представляет сведения о лицах, в интересах которых он владеет акциями.

Следует отметить, что принятие решения о выплате дивидендов и об их размерах в значительной мере зависит от стадии жизненного цикла компании. Например, если дирекция намеревается осуществить масштабную программу реконструкции действующего производства, источником финансирования которой является доход от дополнительной эмиссии акций, то такой эмиссии должен предшествовать длительный период выплаты высоких дивидендов. Только в таком случае может быть гарантирован высокий курс акций и, соответственно, устойчивый доход от их размещения.

Выбранный акционерным обществом тип дивидендной политики характеризуют динамикой показателей, определяемых по формулам:

$$K_{вд} = \frac{D_{оа}}{ЧП_{оа}}; K_{дп} = \frac{ЧП_{оа}}{D_{оа}}; K_{и/л} = \frac{РЦ_{оа}}{D_{оа}}$$

где $K_{вд}$ — коэффициент выплаты дивидендов (доля дивидендных выплат в чистой прибыли, приходящейся на одну обыкновенную акцию);

D_{oa} — дивиденд, приходящийся на одну обыкновенную акцию; $ЧП_{oa}$ — чистая прибыль, приходящаяся на одну обыкновенную акцию; $K_{дп}$ — коэффициент дивидендного покрытия, который показывает в потенциале, сколько раз в течение года может быть выплачен дивиденд из чистой прибыли, приходящейся на одну обыкновенную акцию; $K_{ц/д}$ — коэффициент соотношения цены и дохода по обыкновенной акции; $PЦ_{oa}$ — рыночная цена одной обыкновенной акции.

Для оценки эффективности дивидендной политики можно использовать также параметры динамики рыночной стоимости акций.

10.3. Факторы, влияющие на выбор дивидендной политики

На принятие решений о выплате (объявлении) дивидендов оказывают влияние различные факторы. Они могут быть разделены на четыре группы:

- 1) объективные ограничения;
- 2) инвестиционные возможности компании;
- 3) доступность альтернативных источников капитала;
- 4) прочие факторы.

Рассмотрим более подробно влияние этих факторов на принятие решений о выплате дивидендов.

К числу объективных ограничений относят:

- ♦ уровень налогообложения дивидендов. С 1 января 2005 г. дивиденды, начисленные акционерам-резидентам России, облагают налогом по ставке 9%, а собственникам, представляющим иностранные государства, — 15%. Прирост капитала в обоих случаях облагают налогом на прибыль по ставке 24%. Следовательно, в последнее время отечественным налоговым законодательством стимулируют выплаты дивидендов;
- ♦ уровень налогообложения имущества (активов) предприятия. Налоговые ставки устанавливают субъекты РФ и эти ставки не могут превышать установленного предела. Допускается введение дифференцированных ставок исходя из категорий налогоплательщиков и (или) имущества, признаваемого объектом налогообложения;
- ♦ запрет на снижение собственного капитала, так как сумма выплачиваемых дивидендов не может превышать объема нераспределенной прибыли, отраженной в балансе. Данное юридическое ограничение направлено на защиту интересов кредиторов;

- ♦ уровень инфляции в стране. Его считают высоким, если он превышает 10% в год.

В факторы, характеризующие инвестиционные возможности корпорации, включают:

- ♦ стадию жизненного цикла компании, так как на ранних стадиях жизненного цикла она вынуждена больше средств инвестировать в свое развитие, ограничивая выплату дивидендов;
- ♦ необходимость расширения корпорацией своих инвестиционных программ, особенно в периоды активизации инвестиционной деятельности, направленной на расширенное воспроизводство основного капитала, что способствует увеличению выплаты дивидендов в будущем;
- ♦ возможность ускорения или замедления реализации проектов, что позволяет акционерной компании более строго соблюдать стабильную дивидендную политику.

К факторам, выражающим доступность альтернативных источников капитала, относят:

- ♦ достаточность резервов собственного капитала, образованных в предыдущие периоды;
- ♦ стоимость привлечения дополнительного акционерного капитала;
- ♦ стоимость привлечения заемного капитала в форме облигационных займов;
- ♦ стоимость привлечения заемного капитала в форме банковского кредита;
- ♦ доступность кредитов на рынке ссудного капитала;
- ♦ уровень кредитоспособности заемщика, определяемый его текущим финансовым положением;
- ♦ контроль со стороны руководства компании. Если ее финансовая дирекция обеспокоена возможностью утраты контроля за корпорацией, то она, возможно, не будет осуществлять новые эмиссии акций и постарается оставить большую долю прибыли в собственном капитале, чем она сохранила бы при иных обстоятельствах.

В состав прочих факторов включают:

- ♦ состояние деловой ситуации на товарном рынке, участником которого является корпорация (в период подъема конъюнктуры эффективность капитализации чистой прибыли существенно возрастает);
- ♦ фактический размер получаемой чистой прибыли и уровень рентабельности собственного капитала;

- ♦ достигнутый эффект финансового рычага (левериджа), который обусловлен сложившимся соотношением используемого заемного и собственного капитала;
- ♦ уровень дивидендных выплат в компаниях-конкурентах;
- ♦ неотложность платежей по ранее полученным кредитам и займам (поддержание достаточной платежеспособности — более приоритетная задача в сравнении с ростом дивидендных выплат) и др.

Анализ и оценка данных факторов позволяет выбрать тот или иной тип дивидендной политики на предстоящий период.

10.4. Правовые ограничения на выплату дивидендов в России

В России ограничения на выплату дивидендов определены Федеральным законом «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ (в ред. федеральных законов от 07.08.2001 г. № 120-ФЗ и от 31.10.2002 г. № 134-ФЗ). Акционерное общество не вправе принимать решение (объявление) о выплате дивидендов по акциям:

- ♦ до полной оплаты всего уставного капитала;
- ♦ до выкупа всех акций, которые должны быть приобретены у акционеров в соответствии со ст. 76 Федерального закона «Об акционерных обществах»;
- ♦ если на день принятия такого решения оно отвечает признакам несостоятельности (банкротства) в соответствии со ст. 3 Федерального закона «О несостоятельности (банкротстве)» от 26.10.2002 г. № 127-ФЗ или если указанные признаки появятся у общества в результате выплаты дивидендов;
- ♦ в иных случаях, предусмотренных федеральным законодательством РФ.

Наряду с перечисленными выше условиями не допускают объявления дивидендов по:

- ♦ обыкновенным и привилегированным акциям, размер дивидендов по которым не определен, если не принято решение о выплате в полном размере дивидендов (включая накопленные дивиденды по кумулятивным привилегированным акциям) по всем типам привилегированных акций, размер дивидендов (в том числе дивидендов по результатам первого квартала, полугодия, девяти месяцев финансового года) по которым определен уставом общества;

- ♦ привилегированным акциям определенного типа, по которым размер дивиденда определен уставом общества, если не принято решение о полной выплате дивидендов (в том числе о полной выплате всех накопленных дивидендов по кумулятивным привилегированным акциям) по всем типам привилегированных акций, предоставляющим преимущество в очередности получения дивидендов перед привилегированными акциями этого типа.

Таким образом, требования, ограничивающие способность акционерного общества объявлять дивиденды, главным образом относятся к его финансовой устойчивости и платежеспособности.

Подобным способом законодательство нивелирует преимущества владельцев обыкновенных акций, которыми они обладают перед владельцами привилегированных акций и кредиторами при распределении прибыли, и препятствует умышленному или непреднамеренному снижению минимального размера имущества, гарантирующего интересы последних.

Общество не может выплачивать объявленные дивиденды по акциям:

- ♦ если на день оплаты оно отвечает признакам несостоятельности (банкротства) или если указанные признаки появятся у общества в результате выплаты дивидендов;
- ♦ если на день выплаты стоимость чистых активов общества ниже суммы его уставного капитала, резервного капитала и превышения над номинальной стоимостью определенной уставом общества ликвидационной стоимости размещенных привилегированных акций либо станет меньше указанной суммы в результате выплаты дивидендов;
- ♦ в иных случаях, предусмотренных федеральным законодательством.

Объявленные дивиденды могут быть выплачены, если соблюдено равенство:

$$ЧА > УК + РК + (ЛСПА - НСПА),$$

где ЧА — стоимость чистых активов общества; УК — уставный капитал; РК — резервный капитал; ЛСПА — ликвидационная стоимость привилегированных акций; НСПА — номинальная стоимость привилегированных акций.

Для решения проблемы предсказуемости дивидендной политики крупные российские акционерные компании стараются придерживаться высоких стандартов корпоративного поведения, которые предполагают стабильность дивидендных выплат. Поэтому долю чистой прибыли, направляемой ими на выплату дивидендов, отражают в кодексах корпоративного поведения или меморандумах о дивидендной политике.

10.5. Формы выплаты дивидендов

Завершающим этапом формирования и реализации дивидендной политики служит выбор формы выплаты дивидендов. Основными из таких форм являются следующие.

1. Выплата дивидендов наличными деньгами. Это самая простая и распространенная форма дивидендных выплат, имеющая ряд разновидностей:

- ◆ регулярные дивиденды наличными деньгами;
- ◆ дополнительные дивиденды;
- ◆ специальные дивиденды;
- ◆ ликвидационные дивиденды.

2. Выплата дивидендов акциями. Данная форма предусматривает предоставление акционерам вновь эмитированных акций на сумму дивидендов. Такая форма представляет интерес для инвесторов, которые заинтересованы в росте стоимости акционерного капитала в будущем периоде. Инвесторы, предпочитающие текущий доход, вправе продать дополнительные акции на фондовом рынке.

Способ выплаты дивидендов акциями облегчает решение проблемы ликвидности акционерного общества при неустойчивом финансовом состоянии. Кроме того, всю чистую прибыль (или большую ее часть) направляют на цели развития. Появляется возможность стимулировать высший управленческий персонал корпорации наделением акций. В данном случае расчет делают на то, что большинство акционеров устроит получение акций, если они достаточно доходны и ликвидны, чтобы в любой момент трансформировать их в денежную наличность.

3. Автоматическое реинвестирование предоставляет акционерам право самостоятельного выбора — получить дивиденды наличными деньгами или вложить их в дополнительные акции.

4. Выкуп акционерным обществом собственных акций рассматривают как одну из форм реинвестирования дивидендов. В этом случае общество приобретает на фондовом рынке часть свободно обращающихся акций. Подобная процедура позволяет автоматически повысить размер чистой прибыли, приходящейся на каждую оставшуюся акцию, и увеличить коэффициент выплаты дивидендов в предстоящем периоде.

Западные корпорации нередко используют процедуру сплита, т. е. выпуска акций большего номинала, вследствие чего сокращается количество имеющихся в обращении акций. В случае сплита один к трем инвестор меняет три прежние акции на одну новую. В результате номинальная стоимость акции утрачивается. Для проведения процедуры обратного сплита предлагают три обоснования:

- ◆ снижаются транзакционные издержки у акционеров;
- ◆ может повыситься ликвидность и реализуемость акций компании, когда их цена будет доведена до пределов торгового диапазона;
- ◆ акции, которые продаются ниже определенного уровня, не будут котироваться на фондовом рынке, т. е. инвесторы могут недооценить прибыльность и стабильность компании.

По российскому законодательству консолидацию акций общества осуществляют по решению общего собрания акционеров. В результате консолидации две или более акций общества конвертируют в одну новую акцию той же категории (типа). В устав общества вносят необходимые изменения относительно номинальной стоимости и количества размещенных и объявленных акций соответствующей категории (типа).

Процедура обратного сплита является противоположностью операции по консолидации акций. Дробление акций выражает увеличение имеющихся в обращении акций корпорации без изменения величины уставного капитала собственников. Дробление акций и дивиденды в форме акций оказывают практически одинаковое воздействие на компанию и ее акционеров, так как увеличивают количество находящихся в обращении акций и снижают стоимость каждой из них. Подобные операции осуществляют с учетом деловой ситуации, которая складывается у корпорации на фондовом рынке. Исходя из законодательства РФ, по решению общего собрания акционеров общество вправе произвести дробление размещенных акций, в результате которого одна акция конвертируется в две и более акций той же категории (типа). При этом в устав общества вносят соответствующие изменения относительно номинальной стоимости и количества размещенных и объявленных акций определенной категории (типа).

10.6. Политика выкупа собственных акций

Выкуп компанией собственных акций выражает использование чистой прибыли на выплаты акционерам и, следовательно, может рассматриваться как дивидендная политика, которая альтернативна выплатам дивидендов в денежной форме. Многие зарубежные корпорации проводят активные операции по выкупу своих акций.

Выкуп акций как инструмент дивидендной политики можно осуществлять следующими способами:

- ◆ непосредственное приобретение их на финансовом рынке, если акции котируются на фондовой бирже, или покупка у владельцев через брокерские фирмы;
- ◆ скупка по объявленной цене в установленный период времени (тендерная сделка). Если предложение акций больше намеченного к вы-

кupu количества, то владельцы получают возможность реализовать их пропорционально имеющемуся пакету;

- ◆ аукционная скупка. Владельцы, предложившие на аукционе наименьшую цену за акцию, располагают преимуществом в продаже. Подобный вариант наиболее выгоден оставшимся акционерам;
- ◆ прямой выкуп пакета акций у одного крупного владельца по договорной цене. Если цена реальна, то оставшиеся акционеры не теряют свой капитал.

На практике выкуп собственных акций происходит в одном из трех следующих случаев:

- ◆ когда компания располагает свободными денежными средствами, которые могут быть распределены среди акционеров посредством выкупа акций, а не в форме денежных дивидендов;
- ◆ когда компания приходит к выводу, что доля собственности в структуре ее капитала слишком велика, и она привлекает засмный капитал, направляя его на выкуп акций;
- ◆ когда корпорация выпускает для своего персонала финансовые опционы, а затем использует выкуп акций на открытом рынке для их исполнения.

После выкупа количество акций, находящихся в свободном обращении, сокращается. Поэтому можно полагать, что выплата акционерам денежных средств при выкупе не окажет негативного влияния на темпы развития и прибыль корпорации в будущем. При этом показатель прибыли на одну оставшуюся акцию возрастет, что приведет к росту ее цены. В результате, с позиции акционера компании-эмитента, его текущий дивидендный доход окажется заменен на капитальную прибыль от прироста курсовой стоимости акций.

Положительные и негативные моменты проведения политики выкупа собственных акций приведены в табл. 10.3.

В соответствии с законодательством России акционерное общество вправе приобретать размещенные им акции по решению общего собрания акционеров об уменьшении уставного капитала путем покупки части размещенных акций для сокращения их общего количества, если такая процедура предусмотрена уставом. Общество не может принять решение о понижении уставного капитала путем приобретения части размещенных акций в целях сокращения их общего количества, если номинальная стоимость акций, оставшихся в обращении, станет ниже минимальной величины уставного капитала, предусмотренного Федеральным законом «Об акционерных обществах». Общество не вправе принимать решение о приобретении своих акций, если номинальная стоимость акций, находящихся в обращении, составит менее 90% от уставного капитала.

Таблица 10.3. Преимущества и недостатки выкупа собственных акций

Позитивно	Негативно
1. Объявление о выкупе акций инвесторы рассматривают как позитивный сигнал о том, что цена акции занижена	1. Акционеры часто безразличны к выбору между дивидендами и приростом капитала, и цена акций может вырасти больше в результате выплаты денежных дивидендов, чем в результате выкупа акций. Как правило, в получении текущих дивидендов акционеры уверены больше, чем в реализации капитальной прибыли в результате роста цены акций после выкупа
2. Акционеры, нуждающиеся в денежных средствах, могут продать свои акции компании-эмитенту	2. Акционеры, которые решили продать свои акции, могут быть не полностью информированы обо всех последствиях выкупа акций и о программе развития корпорации в текущем и будущем периодах. Однако компании объявляют о предстоящих программах выкупа акций заранее, чтобы избежать судебных исков введенных в заблуждение акционеров
3. В краткосрочном периоде дивиденды, как правило, относительно стабильны, поскольку руководство компании не склонно их повышать, если не ожидает роста прибыли в будущем. Поэтому при временном излишке денежных средств финансовый директор вправе распределить их среди акционеров через выкуп акций	3. Корпорация может заплатить слишком высокую цену, выкупая свои акции, что поставит в невыгодное положение оставшихся акционеров. Если она пожелает приобрести относительно большое количество акций, то цена на них может быть установлена выше ее равновесного уровня, а затем упасть после завершения операции выкупа
4. Выкуп можно осуществлять для существенного изменения структуры капитала	
5. Акционерные компании, использующие финансовые опционы в качестве важного элемента компенсационного пакета своих акционеров, могут выкупать акции, а затем использовать их, когда акционеры пожелают реализовать свои опционы. Подобная операция позволит избежать эмиссии новых акций и разводнения прибыли	

Акции, приобретенные обществом на основании принятого общим собранием акционеров решения о понижении уставного капитала путем выкупа акций в целях сокращения их общего количества, погашают при их приобретении.

Акции, выкупленные обществом (если это предусмотрено его уставом) по решению общего собрания акционеров или по решению совета директоров, не предоставляют право голоса, не учитываются при подсчете голосов, по ним не начисляются дивиденды. Такие акции должны быть проданы по цене не ниже их рыночной стоимости не позднее одного года

с даты их приобретения. В ином случае общее собрание акционеров обязано принять решение об уменьшении уставного капитала общества путем погашения этих акций.

В решении о приобретении акций должны быть зафиксированы категории (типы) выкупаемых акций, их количество по категориям (типам), цена приобретения, форма и сроки приобретения и оплаты. Оплату акций при их приобретении осуществляют в денежной форме. Срок, в течение которого происходит выкуп акций, не может быть менее 30 дней. Не позднее чем за 30 дней до начала срока, в течение которого осуществляют выкуп акций, общество обязано уведомить акционеров — владельцев акций определенных категорий (типов) о предстоящей финансовой операции.

Акционеры — владельцы голосующих акций вправе требовать выкупа обществом всех или части принадлежащих им акций в случаях, предусмотренных ст. 75 Федерального закона «Об акционерных обществах».

Выкуп акций общество осуществляет по цене, установленной советом директоров (наблюдательным советом), но не ниже рыночной стоимости, определяемой независимым оценщиком (без учета ее изменения в результате действий общества, повлекших возникновение права требования оценки и выкупа акций).

Глава 11

КОРПОРАТИВНОЕ ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ И КОНТРОЛЬ

11.1. Содержание и задачи финансового планирования

Стабильная деятельность предприятий (корпораций) в рыночных условиях невозможна без использования современных методов управления финансами. Одним из основных направлений повышения качества управления является совершенствование внутрифирменного финансового планирования и контроля. Отечественный и зарубежный опыт подтверждает, что проблема совершенствования финансового планирования на микроуровне продолжает оставаться актуальной.

Планирование деятельности корпорации имеет два тесно связанных и взаимообусловленных аспекта:

- ♦ общеэкономический — с позиции теории формы;
- ♦ управленческий — как функция менеджмента, которая состоит в умении прогнозировать деятельность компании и использовать этот прогноз в целях ее развития.

Планирование помогает устранить излишние транзакционные издержки внутри корпорации по торговым сделкам (контрактам), например на поиск покупателей и поставщиков, проведение переговоров о предмете сделки, оплату услуг консультантов и пр. Планирование дает ответы на следующие вопросы.

1. На каком уровне развития находится корпорация (ее производственный и научно-технический потенциал) и каковы результаты ее финансово-хозяйственной деятельности?
2. При помощи каких ресурсов, включая и финансовые, можно достичь целей корпорации?

Разработка предприятиями (корпорациями) финансовых планов (бюджетов) занимает приоритетное место в системе мер по стабилизации их денежного хозяйства. Раскроем основные понятия, связанные с финансовым планированием.

Финансовое планирование — вид управленческой деятельности руководства корпорации, направленный на разработку системы финансовых

планов по отдельным направлениям ее деятельности, обеспечивающих реализацию финансовой стратегии на предстоящий период.

Финансовый план — обобщенный плановый документ, отражающий поступление и расходование денежных средств на текущий (до одного года) и долгосрочный (свыше одного года) периоды. Этот план необходим для получения качественного прогноза будущих денежных потоков.

Данный плановый документ предполагает составление оперативных и капитальных бюджетов, а также прогноза финансовых ресурсов на 1–3 года. В России до недавнего времени такой план составляли в форме баланса доходов и расходов (на год с поквартальной разбивкой).

В современных условиях роль финансового планирования принципиально изменилась. В отличие от положения, существовавшего в период централизованного управляемой экономики, предприятия теперь сами заинтересованы в том, чтобы реально представлять свое финансовое положение на сегодня и ближайшее будущее, чтобы:

- ◆ преуспеть в своей хозяйственной деятельности;
- ◆ своевременно выполнять обязательства перед бюджетом, государственными внебюджетными фондами, банками и другими кредиторами и тем самым защитить себя от штрафных санкций;
- ◆ координировать и контролировать деятельность структурных подразделений (филиалов), дочерних и зависимых обществ в рамках корпоративной группы.

В связи с этим целесообразно заранее рассчитывать доходы и расходы, прибыль, объем инвестиций, учитывать последствия инфляции, изменения рыночной конъюнктуры, возможные нарушения договорных обязательств партнерами и др.

Основной целью финансового планирования является определение возможных объемов финансовых ресурсов, капитала и резервов на основе прогнозирования денежных потоков, возникающих в текущей, инвестиционной и финансовой деятельности.

Финансовый план взаимосвязан с планами по производству и сбыту продукции, закупкам материальных ресурсов, инвестициям, маркетингу, научным исследованиям и разработкам и т. д.

Задачи финансового планирования следующие:

- ◆ использование экономической, правовой, учетной и рыночной информации для разработки финансовых планов (бюджетов);
- ◆ анализ и оценка взаимосвязи решений о дивидендах, краткосрочном финансировании и инвестициях;
- ◆ прогноз последствий управленческих решений с целью избежать воздействия негативных событий и четко представлять влияние

долгосрочных и оперативных решений на конечный финансовый результат;

- ♦ выбор решений, которые выполнимы в рамках принятых финансовых и инвестиционных планов;
- ♦ сравнительная оценка результатов реализации выбранных решений, отраженных в финансовых планах.

Смета — форма планового расчета, определяющая потребность корпорации в денежных ресурсах на предстоящий период (год, квартал) и последовательность действий по исчислению показателей. Например смета (бюджет) затрат на производство и реализацию продукции. Этот документ широко применяли в плановой экономике при разработке техпромфинплана предприятия на предстоящий год.

Наличная смета (Cash Budget) характеризует ожидаемые значения поступлений и выплат при различных сценариях будущего движения денежных средств. Она не является простой суммой доходов и расходов, а представляет собой прогноз объемов и сроков поступления и расходования средств. Точность прогноза зависит от особенностей деятельности компании: степени неопределенности среды, в которой она функционирует, и способности финансовых менеджеров предвидеть будущие денежные потоки. Аналогом данной сметы в российской практике служит бюджет движения денежных средств.

Важнейшие объекты финансового планирования:

- ♦ выручка (нетто) от продажи продукции (работ и услуг);
- ♦ прибыль и ее распределение;
- ♦ фонды специального назначения и их использование;
- ♦ объем платежей в бюджетную систему в форме налогов и сборов;
- ♦ взносы в государственные внебюджетные фонды в форме единого социального налога;
- ♦ объем заемных средств, привлекаемых с кредитного рынка;
- ♦ плановая потребность в оборотных средствах и источниках финансирования их пополнения;
- ♦ объем капитальных вложений и источники их финансирования и др.

В условиях конкуренции, при необходимости прогнозной оценки рынка сбыта товаров, особое значение имеют перспективные финансовые планы, охватывающие 2–3 года. Например, бизнес-планы инвестиционных проектов с длительными сроками реализации. В зарубежных корпорациях (США, Канада, ЕЭС, Япония) при разработке финансовых планов рассматривают сводные показатели по каждому виду деятельности с последующей их детализацией в отдельных мелких проектах. Эти инвести-

ционные проекты сводят воедино и затем рассматривают как единый проект. На начальном этапе планирования руководство корпорации может потребовать от каждого подразделения представить четыре альтернативных бизнес-плана на ближайшие 5 лет.

1. План агрессивного роста подразделения, включающий крупные капиталовложения на развитие новых видов продукции и освоение передовых технологий, увеличение доли уже освоенных сегментов рынка или проникновение на новые рынки.
2. План нормального развития, при котором подразделение развивается в соответствии с изменениями на рынке сбыта, а не за счет активного вытеснения конкурентов.
3. План снижения расходов и сужения специализации, в котором ставится задача минимизации капиталовложений, с учетом возможного падения объема производства и продаж данного подразделения.
4. План реорганизации, продажи или ликвидации подразделения.

Каждый вариант связан с определенным потоком денежных средств (их притоком и оттоком). Следовательно, эти варианты можно рассматривать как четыре взаимоисключающих проекта инвестиций.

Специалисты в области финансового планирования обычно воздерживаются от составления плана капиталовложений по неприоритетным для компании проектам. Обычно инвестиционные проекты рассматривают в совокупности как единое целое. Однако крупномасштабные проекты, связанные с освоением новых месторождений полезных ископаемых, строительством электростанций и объектов производственной инфраструктуры, обеспечением экологической безопасности требуют составления отдельных бизнес-планов. Такие проекты финансируют, как правило, в рамках долгосрочного финансового плана корпорации.

Основу финансовой стратегии компании составляет самофинансирование. Оно предусматривает использование прежде всего собственных источников (чистой прибыли и амортизационных отчислений — более 50% от общего объема финансовых ресурсов), а также привлеченных средств с рынка капитала и бюджетных ассигнований. Так, аэрокосмические, авиастроительные и иные крупные корпорации США работают по заказам федерального правительства.

Привлеченные средства (кредиты банков, эмиссия облигаций и др.), являясь платными, сужают рамки самофинансирования корпорации. Необходимость повышения доли собственных источников в общем объеме финансовых ресурсов требует от компании гибкой технической, кадровой, маркетинговой, финансовой и инвестиционной политики.

Для составления финансовых планов используют следующие информационные источники:

- ◆ договоры (контракты), заключаемые с потребителями продукции и поставщиками материальных ресурсов и услуг;
- ◆ результаты анализа бухгалтерской отчетности и выполнения финансовых планов за предшествующий период (месяц, квартал, год);
- ◆ прогнозные расчеты по реализации продукции исходя из заказов потребителей, прогнозов спроса, уровня продажных цен и других условий рыночной конъюнктуры, включая поставку продукции за наличные деньги и в порядке бартерного обмена. Исходя из показателей сбыта, рассчитывают объем производства, затраты на выпуск продукции, прибыль, рентабельность активов, собственного капитала, продаж и другие параметры;
- ◆ экономические нормативы, утверждаемые законодательными актами (налоговые ставки, тарифы взносов в государственные внебюджетные фонды, сроки службы амортизируемого имущества по группам, учетная ставка банковского процента, минимальная месячная оплата труда и др.);
- ◆ принятая руководством компании учетная политика.

Разработанные на основе этих данных финансовые планы (бюджеты) служат руководством (ориентиром) для финансирования текущих финансово-эксплуатационных потребностей, инвестиционных программ и проектов и других мероприятий, обеспечивающих развитие корпорации.

11.2. Принципы финансового планирования

Принципы планирования определяют характер и содержание плановой работы в корпорации.

1. Принцип системного планирования характеризует:

- ◆ существование совокупности элементов (подразделений, филиалов);
- ◆ взаимосвязь этих элементов;
- ◆ наличие единого направления развития подразделений, входящих в систему, в соответствии с целями корпорации.

Единое направление плановой деятельности, общность целей всех подразделений становится возможным в рамках вертикального единства акционерной компании.

2. Принцип координации планов отдельных подразделений выражается в том, что:

- ◆ нельзя эффективно планировать деятельность одних подразделений вне связи с другими;

- ♦ всякие изменения в планах одних структурных единиц должны быть отражены в планах других.

Итак, взаимосвязь и одновременность — ключевые особенности координации планирования в корпорации.

3. Принцип участия означает, что каждый специалист (менеджер) компании становится участником плановой деятельности независимо от занимаемой должности и выполняемой им функции.

4. Принцип непрерывности заключается в том, что:

- ♦ процесс планирования осуществляют систематически в рамках установленного цикла;
- ♦ разработанные планы непрерывно сменяют друг друга (план закупок → план производства → план по сбыту продукции (продаж) → план движения денежных средств).

В то же время неопределенность внешней среды и наличие непредсказуемых изменений в внутренней обстановки требуют корректировки и уточнения планов корпорации.

5. Принцип гибкости тесно связан с принципом непрерывности. В соответствии с этим принципом допускают вероятность наступления непредвиденных обстоятельств, в связи с которыми корпорация будет вынуждена выйти за рамки плановой деятельности. Поэтому планы должны содержать так называемые резервы безопасности (производственных мощностей, ресурсов и т. п.).

6. Принцип точности предполагает, что корпоративные планы должны быть детализованы и конкретизированы в той степени, в какой позволяют внутренние и внешние условия деятельности компании.

Исходя из этих общих положений можно конкретизировать принципы финансового планирования.

1. Принцип финансового соотношения сроков («золотое банковское правило») заключается в том, что получение и использование средств должно происходить в установленные сроки, т. е. капитальные вложения с длительными сроками окупаемости следует финансировать за счет долгосрочных заемных средств (долгосрочных банковских кредитов и облигационных займов).
2. Принцип платежеспособности предполагает, что планирование денежных средств должно обеспечивать в течение всего финансового года платежеспособность корпорации.
3. Принцип рентабельности капиталовложений заключается в том, что для капитальных проектов следует выбирать самые дешевые способы финансирования (самофинансирование, финансовую аренду — лизинг и др.). Заемные средства выгодно привлекать

только в том случае, если они повышают чистую рентабельность собственного капитала за счет влияния эффекта финансового рычага (левериджа). Финансовый леверидж — объективный фактор, возникающий с появлением заемных средств в объеме привлекаемого капитала. Он позволяет получить дополнительную чистую прибыль на собственный капитал.

4. Принцип сбалансированности рисков. Особенно рисковые долгосрочные инвестиции целесообразно финансировать за счет собственных средств (чистой прибыли, амортизационных отчислений). У корпорации должно быть достаточно ликвидных средств, чтобы обеспечить погашение первоочередных краткосрочных обязательств.
5. Принцип приспособления к потребностям рынка. Для корпорации важно учитывать конъюнктуру рынка и свою зависимость от получения кредитов и займов, так как не во всех случаях собственных средств достаточно для финансирования текущей и инвестиционной деятельности.
6. Принцип предельной рентабельности указывает на то, что целесообразно выбирать такие капиталовложения, которые обеспечивают максимальную (предельную) рентабельность на инвестированный капитал при допустимом уровне проектного риска.

Финансовое планирование в западных компаниях ориентировано на получение приемлемой прибыли и сохранение позиций на товарном и финансовом рынках. Под прибылью понимают чистую прибыль, оставшуюся в распоряжении корпорации после налогообложения. Поэтому при разработке финансовых планов руководство корпорации учитывает как налоговое бремя, так и возможности его понижения.

11.3. Методы финансового планирования

Планирование финансовых показателей в корпорации осуществляют с помощью нескольких методов. Методы планирования — это конкретные способы и приемы проведения плановых расчетов. В состав таких методов включают:

- ◆ расчетно-аналитический;
- ◆ нормативный;
- ◆ балансовый;
- ◆ оптимизацию плановых решений;
- ◆ факторный метод;
- ◆ экономико-математическое моделирование и др.

Расчетно-аналитический метод планирования заключается в том, что на основе достигнутой величины финансовых показателей прогнозируют их уровень на будущий период.

Данный метод применяют в тех случаях, когда отсутствуют финансово-экономические нормативы, а взаимосвязь между показателями может быть установлена не прямым способом, а косвенно, на основе изучения их динамики за ряд периодов (месяцев, лет).

С помощью этого метода может быть установлена потребность в оборотных средствах, вложенных в материально-производственные запасы, плановая величина амортизационных отчислений и прибыли. При использовании расчетно-аналитического метода часто прибегают к экспертным оценкам.

Нормативный метод планирования финансовых показателей заключается в том, что на основе заранее установленных норм и нормативов определяют потребность корпорации в денежных ресурсах и источниках их образования. В финансовом планировании применяют федеральные, региональные, отраслевые и нормативы самого предприятия. К внутренним нормативам корпорации относят:

- ♦ нормативы плановой потребности в оборотных средствах;
- ♦ нормативы кредиторской задолженности (начислений), постоянно находящейся в обороте компании;
- ♦ нормы запасов сырья, материалов и покупных полуфабрикатов, заделов незавершенного производства, запасов готовой продукции и товаров на складе (в днях);
- ♦ нормы распределения чистой прибыли на потребление, накопление и в резервные фонды;
- ♦ норматив отчислений в ремонтный фонд (в процентах к среднегодовой стоимости основных средств) и др.

Нормативный метод планирования является самым простым и доступным. Зная норматив и объемный параметр, можно легко вычислить планируемый финансовый показатель. Поэтому актуальна проблема управления корпоративными финансами на базе разработки экономически обоснованных норм и нормативов для формирования и использования денежных ресурсов и организации контроля за их соблюдением каждым структурным подразделением корпоративной группы.

Балансовый метод планирования финансовых показателей состоит в том, что достигается увязка имеющихся в наличии финансовых ресурсов и фактической потребности в них. Балансовый метод применяют при прогнозировании поступлений и выплат из денежных фондов (накопления и потребления), годового (квартального) бюджета доходов и расхо-

дов, месячного платежного баланса (календаря) и др. Например, балансовая увязка по денежным фондам имеет вид:

$$O_{\text{нн}} + П = Р + O_{\text{кн}},$$

где $O_{\text{нн}}$ и $O_{\text{кн}}$ — остаток средств фонда на начало и конец расчетного периода; $П$ — поступление средств в фонд в течение расчетного периода; $Р$ — расходование средств фонда в течение расчетного периода.

Метод оптимизации плановых решений предполагает разработку нескольких вариантов плановых расчетов, чтобы можно было выбрать наиболее оптимальный. При этом используют различные критерии выбора:

- ◆ минимум приведенных затрат;
- ◆ минимум текущих затрат;
- ◆ минимум вложения капитала при наибольшей эффективности его использования;
- ◆ минимум времени на оборот капитала, т. е. ускорение оборачиваемости авансированных средств;
- ◆ максимум приведенной прибыли;
- ◆ максимум дохода на рубль вложенного капитала;
- ◆ максимум сохранности финансовых ресурсов, т. е. минимум денежных потерь в результате снижения финансового, кредитного, процентного, валютного и иных рисков.

Приведенные затраты представляют собой сумму текущих издержек и капитальных вложений, приравненных к идентичной размерности в соответствии с принятыми нормативами эффективности. Их определяют по формуле:

$$Z_{\text{привед (мин)}} = Z_{\text{т}} + Z_{\text{е}} \times K_{\text{н}},$$

где $Z_{\text{т}}$ — текущие (операционные) затраты; $Z_{\text{е}}$ — единовременные затраты (капиталовложения); $K_{\text{н}}$ — нормативный коэффициент эффективности капитальных вложений, доли единицы.

В настоящее время $K_{\text{н}} = 0,15$, что соответствует нормативному сроку эффективности капиталовложений:

$$T_{\text{ок}} = \frac{1}{K_{\text{н}}} - \frac{1}{0,15} = 6,6 \text{ года},$$

где $T_{\text{ок}}$ — период окупаемости капитальных вложений, лет.

Приведенную прибыль рассчитывают по формуле:

$$\Pi_{\text{н}} = \Pi_{\text{т}} - Z_{\text{е}} \times K_{\text{н}},$$

где $\Pi_{\text{н}}$ — приведенная прибыль; $\Pi_{\text{т}}$ — текущая прибыль; $Z_{\text{е}}$ — единовременные затраты (капиталовложения); $K_{\text{н}}$ — нормативный коэффициент эффективности капитальных вложений, доли единицы.

Факторный метод используют для расчета планируемого объема прибыли. Принципиальные условия данного метода следующие:

- ◆ прогнозный характер планирования;
- ◆ использование достаточно гибких параметров с определенной степенью отклонения от избранной величины;
- ◆ полный учет инфляционного фактора;
- ◆ применение базовых показателей за предыдущий период;
- ◆ четкая система факторов, оказывающих влияние на планируемый показатель;
- ◆ выбор оптимальной величины показателя из ряда вариантов, в результате чего объект прогноза получает значение исходных целевых параметров, на основе которых происходит процесс планирования.

Приведенная методика применима для планирования и других параметров, характеризующих деятельность корпорации, таких как, например: объем продаж, стоимость активов, средневзвешенная стоимость капитала и т. д.

Факторный метод планирования прибыли включает пять этапов:

- ◆ расчет базовых показателей за предыдущий год;
- ◆ постановку целей хозяйственной деятельности на предстоящий год;
- ◆ прогноз индексов инфляции;
- ◆ вариантный расчет прибыли;
- ◆ выбор оптимального варианта.

Для факторного метода планирования прибыли используют четыре индекса инфляции:

- ◆ изменение цен на продукцию (работы, услуги);
- ◆ изменение покупных цен на сырье и материалы, приобретаемые предприятием;
- ◆ колебания балансовой стоимости основных средств;
- ◆ изменение средней оплаты труда персонала.

Метод экономико-математического моделирования в финансовом планировании позволяет определить количественное выражение взаимосвязей между финансовыми показателями и факторами, влияющими на их величину.

Данную взаимосвязь выявляют в экономико-математической модели, которая представляет собой точное описание экономических процессов с помощью математических символов и приемов (уравнений, неравенств, графиков, таблиц и др.). В модель включают только основные (опреде-

ляющие) факторы. Она может базироваться на функциональной или корреляционной связи. Функциональную связь выражают уравнением вида:

$$y = f(x),$$

где y — соответствующий показатель; $f(x)$ — функциональная связь, определяемая показателем x .

Корреляционная связь — это вероятностная зависимость, которая проявляется только в общем виде и при большом количестве наблюдений. Данную связь выражают уравнениями регрессии различного вида. Например, однофакторные модели: линейного типа, параболы, гиперболы; многофакторные модели линейного и логарифмического уравнений.

При использовании моделей планирования приоритетное значение имеет определение периода исследования. Он должен выбираться с учетом однородности исходных данных. Следует помнить, что небольшой период исследования (квартал) не позволяет выявить общие закономерности. При этом нельзя выбирать и слишком значительный период, так как любые экономические закономерности нестабильны и могут существенно изменяться в течение длительного периода времени. На практике целесообразно использовать для перспективного планирования годовые финансовые показатели за прошедшие 3–5 лет, а для текущего (годового) планирования — квартальные данные за 1–2 года.

При значительных изменениях условий работы корпорации в плановом периоде в определенные на базе экономико-математических моделей показатели вносят необходимые коррективы.

Экономико-математическое моделирование позволяет перейти от средних величин к многовариантным расчетам финансовых показателей (включая прибыль). Построение экономико-математической модели финансового показателя складывается из ряда этапов:

- ♦ изучения динамики финансового показателя за определенное время (год) и выявления факторов, влияющих на эту динамику;
- ♦ расчета модели функциональной зависимости финансового показателя от определенных факторов (например, прибыли от объема продаж, себестоимости проданных товаров, их ассортимента и т. д.);
- ♦ разработки различных вариантов прогноза финансового показателя;
- ♦ анализа и экспертной оценки возможной динамики финансового показателя в будущем;
- ♦ выбора оптимального варианта, т. е. принятия планового решения.

В экономико-математическую модель вносят не все, а только основные факторы. Проверку обоснованности модели осуществляют практикой ее применения. Особое значение для обоснованности модели имеет ее представительность, т. е. объективность наблюдений за изучаемым объек-

том. Обоснованность выбранных моделей проверяют путем расчета среднеквадратического отклонения полученных данных от фактических и определения коэффициента вариации. Среднеквадратическое отклонение (\bar{Z}) устанавливают по формуле:

$$\bar{Z} = \sqrt{\frac{\sum (y - y_x)^2}{n}},$$

где y и y_x — фактическая и расчетная сумма прибыли; n — число случаев наблюдений.

Коэффициент вариации (K_B) представляет собой процентное отношение среднеквадратического отклонения к среднеарифметической величине отчетного показателя (прибыли):

$$K_B = \frac{\pm \bar{Z}}{\bar{y}} \times 100,$$

где \bar{Z} — среднеквадратическое отклонение, тыс. руб.; \bar{y} — среднеарифметическая величина прибыли за расчетный период, тыс. руб.

$$\bar{y} = \frac{\sum y \text{ (за все периоды)}}{n \text{ (количество периодов)}}.$$

Коэффициент вариации показывает, что если степень отклонения расчетных показателей от фактических составляет незначительную величину, то можно сделать вывод о возможности использования данной модели для планирования (прогнозирования) прибыли.

11.4. Практика финансового планирования в России и за рубежом

До 1991 г. практически все государственные предприятия разрабатывали годовой финансовый план (с поквартальной разбивкой показателей) в форме баланса доходов и расходов. Методика составления этого документа (в составе техпромфинплана) была рекомендована Министерством финансов СССР. Разработанный финансовый план позволял сопоставить все плановые доходы и расходы и увязать направления использования средств с соответствующими источниками финансирования, а также определить взаимоотношения с бюджетной и кредитной системами. Этот документ в условиях плановой экономики составляли на 5 лет с распределением показателей по годам исходя из стоимостных параметров, доводимых до каждого предприятия вышестоящей организацией на основе контрольных цифр и индивидуальных экономических нормативов. Баланс доходов и расходов разрабатывали не для самого предприятия, а преимущественно для вышестоящей организации, финансовых органов и банков.

С изменением в 1992 г. правового статуса многих государственных предприятий (вследствие их приватизации), либерализации цен, принципиальных изменений в бухгалтерском учете и отчетности разработка баланса доходов и расходов по традиционной форме стала неприемлемой. Что касается бизнес-планов, то они только начинают разрабатываться коммерческими организациями в основном для получения иностранных инвестиций и государственной поддержки инвестиционных проектов. В финансовый раздел бизнес-плана действующих предприятий обычно включают: оценку риска и страхование, стратегию финансирования, требуемые денежные фонды, операционные и финансовые бюджеты.

В прогнозных бизнес-планах корпораций США, составляемых на 3–5 и более лет, раздел «Финансы» содержит следующие пункты:

- ◆ общая политика управления оборотным капиталом (денежными активами, запасами и дебиторской задолженностью);
- ◆ дивидендная политика;
- ◆ инвестиционная политика;
- ◆ денежный бюджет;
- ◆ потребность во внешнем финансировании;
- ◆ прогнозная финансовая отчетность;
- ◆ учетная политика;
- ◆ система управленческого контроля.

Западные корпорации составляют следующие виды финансовых планов:

- ◆ прогноз баланса активов и пассивов;
- ◆ прогноз отчета о прибылях и убытках;
- ◆ прогноз отчета о движении денежных средств;
- ◆ прогноз ключевых финансовых показателей (объема продаж; издержек производства с выделением условно переменных и условно постоянных расходов; прибыли; рентабельности активов; собственного капитала и продажи товаров);
- ◆ долгосрочный бюджет капитальных вложений и оценка инвестиционных проектов;
- ◆ долговременная стратегия финансирования корпорации.

Разработка бюджета капиталовложений предполагает:

- ◆ классификацию инвестиционных проектов;
- ◆ сравнение и оценку альтернативных проектов при помощи показателей чистого приведенного эффекта, дисконтированного индекса

доходности, дисконтированного периода окупаемости, внутренней нормы доходности и других параметров;

- ♦ выбор наиболее эффективных проектов.

Сущность долгосрочной стратегии финансирования заключается в:

- ♦ установлении источников долгосрочного финансирования (банковский кредит, облигационные займы, финансовый лизинг, эмиссия акций и др.) и способов использования ресурсов;
- ♦ выборе способов увеличения долгосрочного капитала при минимальных затратах на его привлечение;
- ♦ проведении рациональной эмиссионной политики.

Процесс финансового планирования на российских предприятиях включает ряд этапов:

- ♦ анализ финансовых показателей за предыдущий период исходя из данных бухгалтерской отчетности;
- ♦ разработку краткосрочных финансовых планов (бюджетов);
- ♦ составление долгосрочных финансовых планов с горизонтом в один год и на более длительный период;
- ♦ реализацию планов и контроль за их выполнением.

Вместе с тем принципы, положенные в основу финансового планирования в России и за рубежом, идентичны. Однако у отечественных предприятий возникают трудности в использовании учетных и статистических данных из-за несопоставимости либо недостаточности информативных источников. Сложность прогнозирования финансовых показателей определяется также нестабильностью в российском законодательстве и экономической политике государства.

Система финансового планирования призвана обеспечить определенную стабильность производственно-коммерческой деятельности предприятия (корпорации). Она включает:

- ♦ комплекс локальных бюджетов структурных подразделений (филиалов) предприятия;
- ♦ сводный (консолидированный) бюджет доходов и расходов по предприятию (корпорации) в целом.

В систему бюджетного планирования входят:

- ♦ процессы формирования бюджетов;
- ♦ ответственность за формирование и использование средств бюджетов;
- ♦ процессы согласования, утверждения, контроля исполнения бюджетов в соответствии с разработанным бюджетным регламентом.

Бюджетный регламент (руководство по бюджету) — набор инструкций, отражающих политику, организационную структуру предприятия, разделение прав, обязанностей и ответственности исполнителей по вопросам бюджетного управления.

Основные преимущества бюджетного планирования по сравнению с традиционным подходом заключаются в следующем:

- ♦ ежемесячное составление бюджетов структурных подразделений обеспечивает более достоверные показатели объемов и структуры доходов, расходов и капитала, чем в ныне действующей отчетности;
- ♦ в рамках утвержденных месячных бюджетов структурным подразделениям предприятия предоставляют большую самостоятельность в расходовании средств на оплату труда;
- ♦ минимизация числа показателей бюджетов позволяет снизить затраты рабочего времени экономических служб предприятия;
- ♦ бюджетное планирование позволяет экономить денежные ресурсы, что особенно важно при выходе предприятия из кризисного состояния.

Для организации эффективной системы бюджетного планирования деятельности предприятия и его структурных подразделений рекомендуют составлять следующую сквозную систему бюджетов:

- ♦ бюджет материальных затрат;
- ♦ бюджет потребления энергии;
- ♦ бюджет фонда оплаты труда;
- ♦ бюджет амортизационных отчислений;
- ♦ бюджет прочих расходов;
- ♦ налоговый бюджет;
- ♦ бюджет погашения банковских кредитов и др.

Данная система охватывает практически весь денежный оборот предприятия (корпорации).

Сводный бюджет корпорации представляет собой совокупность бюджетов структурных подразделений (филиалов), налогового и кредитного бюджетов. В связи с этим финансовой дирекции целесообразно добиваться более активного участия структурных подразделений в подготовке бизнес-плана и консолидированного бюджета. При этом необходимо использовать принцип декомпозиции. Он заключается в том, что каждый бюджет более низкого уровня является детализацией вышестоящего, т. е. бюджеты подразделений и центров финансовой ответственности входят в сводный (консолидированный) бюджет предприятия (корпорации).

Оптимальным считают такой бюджет, в котором доходный раздел равен расходному разделу.

11.5. Виды и содержание финансовых планов

Для определения финансового потенциала на текущий и долгосрочный периоды предприятия (корпорации) вправе разрабатывать несколько видов финансовых планов (бюджетов). В порядке рекомендации на рис. 11.1 приведена их классификация. Рассмотрим содержание и назначение отдельных видов финансовых планов.

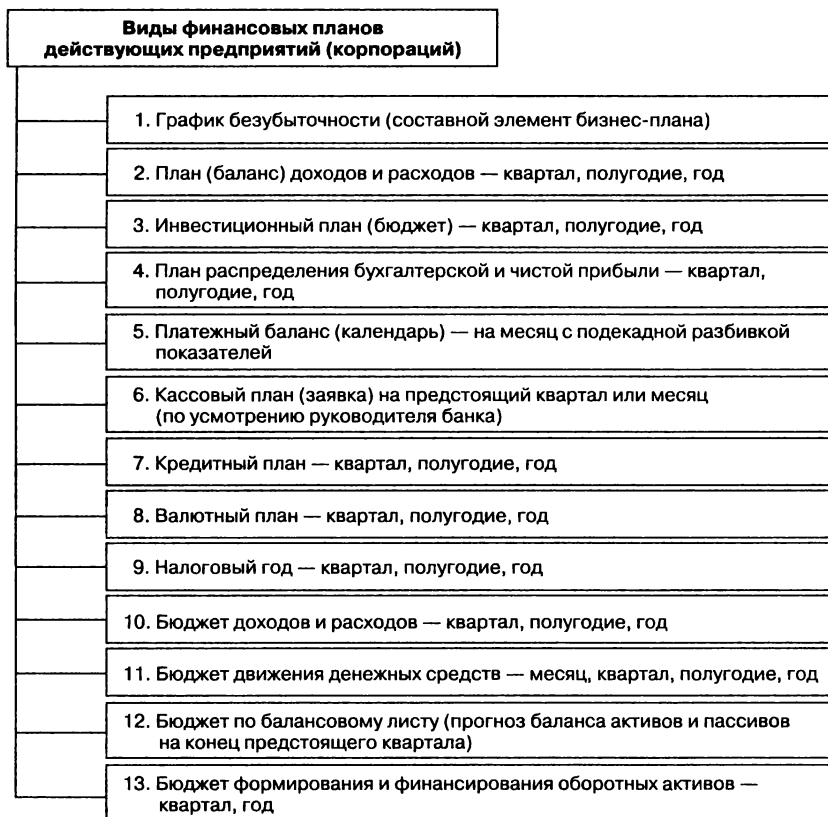


Рис. 11.1. Виды оперативных финансовых планов, которые вправе разрабатывать предприятия (корпорации)

Составной частью бизнес-плана на действующем предприятии является график безубыточности. Он необходим также при создании новой компании, при разработке инвестиционного проекта и в других случаях. В процессе планирования объема производства продукции (объема продаж) возникает необходимость расчета минимальной величины этого показателя по предприятию в целом как первоначальной критической точки, ниже которой будет получен убыток. Обычно для этих целей рекомендуют строить линейный график безубыточности (как самостоятельный финансовый расчет). Формат данного графика приведен в разделе 2.5 (см. рис. 2.2).

После прохождения точки безубыточности предприятие начинает получать прибыль. График показывает влияние на прибыль объема производства и себестоимости продукции (в разбивке на условно переменные и условно постоянные издержки). С помощью данного графика можно найти точку безубыточности, т. е. такой объем производства, при котором прямая выручки от реализации при заданном уровне цен пересекается с прямой общих издержек (себестоимостью реализованной продукции). При прохождении предприятием точки безубыточности (критической точки) в результате роста объема производства будет получена ожидаемая прибыль.

Следующим необходимым документом является баланс (план) доходов и расходов, или план притока и оттока финансовых ресурсов. Состав показателей баланса определяют источники поступления средств и планируемые расходы на осуществление хозяйственной деятельности. К балансу прилагают расчеты конечных финансовых показателей: прибыли, амортизационных отчислений, средств на потребление и накопление. Перечень показателей баланса позволяет определить состав расходов и источников их покрытия в рамках планируемого квартала (года). Так, оставшуюся в распоряжении предприятия (корпорации) чистую прибыль направляют на выплату дивидендов владельцам акций, финансирование капитальных вложений, пополнение резервного капитала и т. д. Формат баланса доходов и расходов представлен на рис. 11.2.

Баланс по приведенному формату до недавнего времени составляли многие бывшие государственные предприятия. Наряду с плановым разрабатывают отчетный баланс доходов и расходов. Он представляет собой сводный документ, который характеризует выполнение финансовых показателей за определенный период.

Отчетный баланс служит базой для разработки баланса на предстоящий квартал (год). Составление этого документа способствует выявлению негативных моментов в хозяйственной деятельности и определению резервов роста объема продаж, прибыли и других доходных источников.

Баланс доходов и расходов по ОАО на предстоящий квартал (год)	
Доходы и поступления средств	Расходы и отчисления средств
<ol style="list-style-type: none"> 1. Прибыль (убыток) до налогообложения (бухгалтерская прибыль) 2. Доходы по ценным бумагам, принадлежащим предприятию-акционеру 3. Амортизационные отчисления 4. Прирост устойчивых пассивов — начислений 5. Долгосрочные кредиты банков 6. Бюджетные кредиты 7. Бюджетные ассигнования 8. Средства иностранных инвесторов 9. Прочие доходы 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Налог на прибыль 2. Другие налоги, уплачиваемые из прибыли 3. Средства, предназначенные на потребление из чистой прибыли 4. Средства, направляемые на цели накопления, включая прирост чистого оборотного капитала: <ul style="list-style-type: none"> – часть чистой прибыли; – доходы по ценным бумагам, принадлежащим предприятию-акционеру; – амортизационные отчисления; – прирост устойчивых пассивов; – прочие поступления 5. Пополнение резервного капитала (из чистой прибыли) 6. Другие расходы
Всего доходов	Всего расходов

Рис. 11.2. Баланс доходов и расходов
(план притока и оттока финансовых ресурсов)

На основе исполнительного (отчетного) баланса составляют обоснованное заключение для руководства предприятия (корпорации), где раскрывают причины невыполнения отдельных показателей и намечают реальные пути устранения недостатков и укрепления финансового состояния организации.

В инвестиционном плане (бюжете) отражают общий объем реальных инвестиций (капиталовложений), направления их расходования и источники финансирования. Содержание инвестиционного бюджета представлено на рис. 11.3.

В современных условиях наиболее перспективен метод самофинансирования, при котором доля собственных средств в общем объеме капиталовложений превышает 50%. Тем самым обеспечивают финансовую независимость предприятия от внешних заимствований и сокращают расходы по обслуживанию долга кредиторам.

План распределения прибыли — это традиционный расчет бухгалтерской и чистой прибыли. Часть необходимой работы выполняют при прогнозировании объема продаж, построении графика безубыточности, где также необходимо рассчитать выручку от реализации продукции, ее полную себестоимость и ожидаемую прибыль.

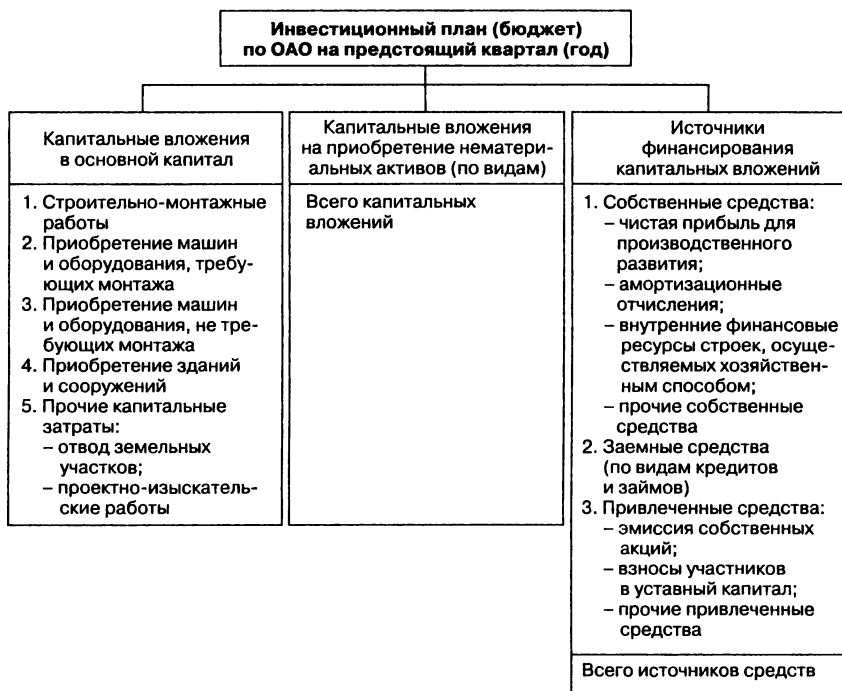


Рис. 11.3. Формат инвестиционного плана (бюджета)

Платежный баланс (календарь) — основной документ по управлению текущим денежным оборотом предприятия (корпорации), который отражает все его доходы и расходы на предстоящий период (декаду или месяц).

Кассовый план (заявка) — план оборота наличных денежных средств, который характеризует поступления и выплаты денежных средств через кассу. Своевременная выплата наличных денег отражает денежные отношения предприятия с его персоналом.

Надлежащая постановка кассового планирования на каждом предприятии способствует стабилизации денежного обращения в стране. Оперативный контроль исполнения кассового плана возложен на финансовую службу и бухгалтерию предприятия (корпорации).

Кредитный план — это план получения и погашения ссуд банков (включая уплату процентов за кредит) на предстоящий квартал (год).

Форма кредитного плана предприятия (корпорации) на предстоящий квартал приведена в табл. 11.1.

Таблица 11.1. Кредитный план ОАО на предстоящий квартал

Показатели	Сумма, тыс. руб.
1. Остаток ссудной задолженности на начало квартала	14 176
В том числе:	
по краткосрочным ссудам	10 800
по долгосрочным ссудам	3376
2. План получения ссуд (по видам кредитов и банков)	68 580
В том числе:	
краткосрочных	55 080
долгосрочных	13 500
3. План погашения ссуд (по видам кредитов и банков)	73 710
В том числе:	
краткосрочных	58 860
долгосрочных	14 850
4. Остаток ссудной задолженности на конец квартала	9046
В том числе:	
краткосрочных	7020
долгосрочных	2026

Взаимоотношения между заемщиком и банком регулируют кредитным договором. Перед тем как выдать кредит, банк проверяет обеспеченность ссуды и платежеспособность заемщика. Заимодавец (банк) берет на себя кредитный риск лишь в том случае, если он убежден в выполнении заемщиком (дебитором) платежных обязательств по возврату кредита, включая выплату процентов.

После предоставления кредита банк следит за тем, чтобы:

- ◆ кредит использовался в соответствии с договором;
- ◆ своевременно выплачивались проценты за кредит и суммы взноса в погашение долга;
- ◆ не изменялись условия предоставления кредита.

Если снизится ценность предоставленных гарантий, то банк вправе потребовать от заемщика их усиления или частичного возврата кредита.

При значительном обороте денежных средств в иностранной валюте можно составить отдельный расчет их движения на счетах в банках с соответствующим отражением суммы продажи валюты за рубли и ее покупки. При разработке валютного плана следует соблюдать принципы валютной самокупаемости и самофинансирования.

Оценку уровня валютной самокупаемости осуществляют с помощью соответствующего коэффициента:

$$K_{\text{вс}} = \frac{O_{\text{нп}} + \Pi}{P},$$

где $K_{\text{вс}}$ — коэффициент валютной самокупаемости; $O_{\text{нп}}$ — остаток валютных средств на начало расчетного периода; Π — предполагаемое поступление валютных средств в расчетном периоде; P — ожидаемый расход валютных средств.

Данный коэффициент показывает, во сколько раз сумма валюты, находящаяся в распоряжении предприятия, превышает ожидаемую сумму ее расхода. Значение $K_{\text{вс}} > 1$ свидетельствует о валютной устойчивости корпорации; значение $K_{\text{вс}} < 1$ характеризует дефицит или ограниченность валютных средств.

Коэффициент валютного самофинансирования ($K_{\text{всф}}$) определяют по формуле:

$$K_{\text{всф}} = \frac{\Pi + \text{АО}}{\text{ВК} + \text{В}},$$

где Π — прибыль, направленная на развитие производственно-коммерческой деятельности; АО — амортизационные отчисления от стоимости основных средств, приобретенных за валюту, направленные на развитие производства; ВК — валютный кредит, полученный в банке; В — валюта, приобретенная на валютной бирже за рубли.

Этот коэффициент свидетельствует о том, что предприятие за счет прибыли в валюте, полученной от продажи товаров, дохода от иных валютных операций, а также амортизационных отчислений от основных средств, приобретенных за валюту, возмещает свои текущие затраты в валюте. Условия валютного самофинансирования соблюдены, если источников средств (знаменатель формулы) достаточно для покрытия расходов за счет валютных поступлений (числитель формулы).

Планирование схемы финансирования оборотных активов направлено на обеспечение необходимой потребности в них и оптимизацию структуры источников покрытия этих активов. Процедура разработки бюджета формирования и финансирования оборотных активов включает расчет прогноза объемов запасов, дебиторской и кредиторской задолженности на предстоящий квартал (год).

Более детальный прогноз финансовых показателей осуществляют в процессе бюджетирования доходов, расходов и капитала предприятия на краткосрочный период (месяц, квартал, год).

11.6. Систематизация и содержание оперативных бюджетов

Бюджет — оперативный финансовый план, составляемый, как правило, на срок до одного года (месяц, квартал, полугодие), отражающий поступление и расходование средств по текущей, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия (корпорации).

Бюджетирование — процесс разработки плановых бюджетов (смет), объединяющих планы руководства предприятий, и в первую очередь производственные и маркетинговые планы.

Цель бюджетирования — обеспечение производственно-коммерческого процесса необходимыми денежными ресурсами как в общем объеме, так и по структурным подразделениям (цехам, отделам, службам и т. д.).

Система бюджетирования на любом предприятии состоит из двух подсистем:

- ♦ бюджетов структурных подразделений (филиалов), составляемых по центрам финансовой ответственности;
- ♦ сквозного бюджета, характеризующего деятельность предприятия в целом.

Центр финансовой ответственности (ЦФО) — это набор статей бюджета предприятия (объединенных по общему признаку), за планирование и выполнение которого несет ответственность один из менеджеров предприятия или руководитель структурного подразделения (филиала).

В состав ЦФО включают:

- ♦ профит-центр, деятельность которого связана с подразделениями, генерирующими прибыль (например, цех с законченным циклом производства готового продукта, транспортный цех);
- ♦ центр затрат, деятельность которого связана со структурными подразделениями, не приносящими прибыль (например, отделы снабжения и комплектации, вспомогательные и обслуживающие хозяйства);
- ♦ венчур-центр, деятельность которого связана с подразделениями, от которых ожидают прибыль в будущем;
- ♦ центр инвестиций, деятельность которого связана с осуществлением капиталовложений (отдел капитального строительства) и др.

С позиции корпоративных финансов бюджеты подразделяют также на операционные и финансовые. Операционный бюджет — это бюджет доходов и расходов, базой для разработки которого служат более частные бюджеты: продажи товаров, производства, закупок материальных ресурсов, общепроизводственных и общехозяйственных расходов, налоговый и др. Финансовый бюджет состоит из бюджета движения денежных средств и прогнозного баланса активов и пассивов (бюджета по балансовому листу).

Составление бюджета доходов и расходов является отправной точкой процесса сквозного бюджетирования на любом предприятии. Этот бюджет представляет собой расчетную оценку доходов и расходов, а также их структуру на предстоящий период.

Доходную и расходную часть бюджета исчисляют отдельно, а затем сводят в единую таблицу. Доходную часть бюджета разделяют на три составляющие: доходы от реализации продукции (работ, услуг); доходы от прочей текущей деятельности и доходы по финансовой деятельности. Расходная часть состоит из текущих расходов, связанных с производством и сбытом продукции; расходов на выплату налогов и взносов в государственные внебюджетные фонды; расходов по финансовой деятельности. Примерная форма бюджета доходов и расходов по ОАО пищевой промышленности приведена в табл. 11.2.

Важно отметить, что пересмотр бюджета доходов и расходов возможен в случаях:

- ◆ его дефицита (превышения расходов над доходами);
- ◆ если плановая рентабельность продаж и собственного капитала (отношение профита бюджета к объему продаж и собственному капиталу) находится, по мнению руководства, на недостаточном уровне, что не позволяет в полной мере реализовать эффект финансового рычага.

Концентрация всех видов планируемых денежных потоков получает отражение в специальном плановом документе — бюджете движения денежных средств. Основная цель разработки этого бюджета — прогнозирование во времени и пространстве денежных потоков предприятия в разрезе отдельных видов его хозяйственной деятельности и центров финансовой ответственности и обеспечение платежеспособности на приемлемом уровне (исключение кассовых разрывов) в течение планового периода.

В более широкой интерпретации назначение бюджета движения денежных средств состоит в следующем:

- ◆ обеспечение платежеспособности компании;
- ◆ анализ взаимосвязи полученного финансового результата и изменения величины денежных средств;
- ◆ проведение эффективной политики в области привлечения заемных средств;
- ◆ выявление размеров и контроль динамики положительного и отрицательного сальдо денежных средств как по предприятию в целом, так и по каждому центру финансовой ответственности;
- ◆ осуществление учета, анализа, планирования и контроля денежных потоков компании в целом и образующих ее бизнес-единиц.

Таблица 11.2. Бюджет доходов и расходов по ОАО пищевой промышленности на предстоящий год

Доходная часть бюджета		Расходная часть бюджета	
показатели	сумма, тыс. руб.	Показатели	сумма, тыс. руб.
1. Выручка (нетто) от реализации продукции – всего	204 720	1. Текущие (операционные) расходы	100 320
В том числе: Оптовая торговля	84 720	В том числе: Приобретение сырья и материалов	35 110
Розничная торговля	120 000	Расходы на производство хлебобулочных изделий	50 160
		Расходы на реализацию готовой продукции	10 030
		Управленческие и прочие расходы	5016
2. Прочие доходы от текущей деятельности (продажа многооборотной тары, реализация отходов и т. д.)	5280	2. Обязательные платежи в бюджет	46 704
3. Остатки денежных средств на счетах в банках на начало расчетного периода	1800	3. Взносы в государственные внебюджетные фонды	14 136
4. Доходы от внереализационных операций	3000	4. Погашение банковских кредитов (включая уплату процентов)	12 960
5. Доходы от финансовой деятельности	18 720	5. Отчисления в корпоративные денежные фонды	45 600
Из них: Долгосрочные кредиты банков	15 120		
Поступления по депозитным сертификатам	2400		
Прочие поступления	1200		
Всего доходов	232 520	6. Пополнение оборотного капитала	12 000
		7. Прочие расходы	1800
		Всего расходов	232 520
		Дефицит бюджета	–
		Профицит бюджета	–

На предприятии бюджетирование обычно проводят в несколько этапов:

- 1) разработка «Положения о бюджетировании движения денежных средств»;

- 2) организация работы подсистемы оперативного финансового учета для целей информационного обеспечения исполнения данного бюджета;
- 3) организация работы (с привлечением экономических служб предприятия) по оперативному планированию движения денежных средств.

Прогнозирование параметров бюджета движения денежных средств выполняют в следующей последовательности:

- ♦ прогнозирование денежных поступлений;
- ♦ прогнозирование оттока денежных средств;
- ♦ вычисление чистого денежного потока (резерва денежной наличности);
- ♦ определение общей потребности в краткосрочном финансировании на конец прогнозного периода (в случае отрицательного или недостаточного сальдо денежного потока).

В бюджете движения денежных средств обязательно должна быть представлена информация по видам деятельности, а также в разрезе бизнес-центров, венчур-центров и центров-затрат. Для разработки этого бюджета используют информацию, полученную ранее при составлении бюджета доходов и расходов и расчетов к нему. Примерная форма бюджета движения денежных средств приведена в табл. 11.3.

Ожидаемое сальдо денежных средств на конец планируемого квартала (месяца) сравнивают с их минимальной величиной, которая должна поддерживаться предприятием. Если ожидаемое сальдо меньше минимальной суммы денежных средств, то возникает дефицит денежной наличности, покрываемый за счет банковского или коммерческого кредита. В рассмотренном примере (табл. 11.3) минимальная сумма денежных средств установлена предприятием в 1,8 млн руб. Ожидаемое сальдо денежной наличности на конец планируемого квартала ожидают в размере 7,644 млн руб., поэтому отсутствует необходимость в привлечении дополнительных источников финансирования.

Оптимального соотношения денежных потоков достигают в случае, когда основным источником поступлений служит текущая деятельность. Средства, полученные от этой деятельности, направляют на финансирование реальных инвестиций. В рассмотренном примере (табл. 11.3) дефицит денежных средств в инвестиционной деятельности — 8460 тыс. руб. (3216 – 11 676) — может быть профинансирован за счет поступлений от текущей и финансовой деятельности. Финансовая деятельность призвана увеличивать денежные ресурсы предприятия (корпорации) и создавать дополнительные финансовые источники для текущей и инвестиционной деятельности.

Таблица 11.3. Бюджет движения денежных средств по ОАО пищевой промышленности на предстоящий квартал

Приток денежных средств		Отток денежных средств	
показатели	сумма, тыс. руб.	показатели	Сумма, тыс. руб.
1. Текущая деятельность		1. Текущая деятельность	
1.1. Выручка от реализации продукции	51 180	1.1. Приобретение сырья и материалов	8778
1.2. Прочие доходы от текущей деятельности	1320	1.2. Расходы на производство хлебобулочных изделий	12 540
1.3. Доходы от внереализационных операций	750	1.3. Расходы на реализацию продукции	2508
		1.4. Управленческие и прочие расходы	1254
		1.5. Обязательные платежи в бюджет	11 676
		1.6. Взносы в государственные внебюджетные фонды	3534
Итого поступлений	53 250	Итого выплат	40 290
2. Инвестиционная деятельность		2. Инвестиционная деятельность	
Продажа основных средств	3216	Приобретение оборудования	11 400
Итого поступлений	3216	Итого выплат	11 400
3. Финансовая деятельность		3. Финансовая деятельность	
3.1. Краткосрочные кредиты банков	3780	Погашение краткосрочных кредитов банков	3576
3.2. Поступления по депозитным сертификатам	600		
3.3. Прочие поступления	300		
Итого поступлений	4680	Итого выплат	3576
Всего поступлений от всех видов деятельности	61 146	Всего выплат по всем видам деятельности	55 266
		Справочно: Остаток денежных средств на начало квартала	1764
		Всего поступлений	61 146
		Всего выплат	55 266
		Изменение денежных средств за квартал (+ или -)	5880
		Остаток денежных средств на конец планируемого квартала	7644

Сравнительно новым документом в практике финансового планирования на предприятиях России является плановый баланс активов и пассивов на конец прогнозного периода. Разработка данного баланса (бюджета по балансовому листу) в разрезе укрупненной номенклатуры статей может оказать существенное влияние на пересмотр финансовой стратегии предприятия. Если предварительные расчеты показывают, что не достигнута необходимая ликвидность и финансовая устойчивость предприятия, то возможны значительные корректировки чистой прибыли, направляемой на цели накопления и выплаты дивидендов.

Прогнозный баланс позволяет:

- ◆ выявить возможные неблагоприятные для предприятия последствия финансовых решений, принимаемых на планируемый период;
- ◆ проверить математическую правильность процесса бюджетирования в целом, например достоверность составления бюджета движения денежных средств;
- ◆ осуществить анализ финансового состояния предприятия в будущем периоде на основе расчета финансовых коэффициентов по балансовым статьям и оценить их уровень с позиции требований финансового рынка;
- ◆ установить будущую структуру капитала и активов (имущества) предприятия.

Отличительной особенностью данного этапа бюджетирования является то, что некоторые показатели баланса получают в результате разработки бюджетов доходов и расходов и движения денежных средств. Ряд показателей берут из предыдущего баланса (например, уставный капитал, добавочный капитал). Однако для ряда статей прогнозного баланса требуются специальные расчеты, например для готовой продукции на складе, незавершенного производства, НДС по приобретенным ценностям, дебиторской задолженности и др.

Расчетная формула для статьи «Материалы»:

Начальное сальдо + Закупки – Расход = Конечное сальдо.

Расчетная формула для статьи «Готовая продукция на складе»:

Начальное сальдо + Производство продукции – Реализация продукции =
= Конечное сальдо.

Расчетная формула для статьи «Расчеты по налогам и сборам»:

Начальное сальдо (по видам налогов и сборов) + Начислено –
– Выплачено = Конечное сальдо (по видам налогов и сборов).

Аналогичные расчеты осуществляют по другим балансовым статьям.

После того как определены конечные сальдо по всем счетам, проводят контрольную сверку: сальдо всех активных счетов должно быть равно сальдо всех пассивных счетов. Здесь также проверяют математическую правильность не только заключительного этапа, но и всего процесса бюджетирования. После проведения заключительной сверки составляют прогнозный баланс активов и пассивов примерно по следующей форме (табл. 11.4).

Таблица 11.4. Бюджет по балансовому листу по ОАО пищевой промышленности

Актив	Сумма, тыс. руб.		Пассив	Сумма, тыс. руб.	
	на начало периода	на конец периода		на начало периода	на конец периода
I. Внеоборотные активы			III. Капитал и резервы		
1. Нематериальные активы	1224	1450	1. Уставный капитал	7000	7000
2. Основные средства	84 600	88 800	2. Добавочный капитал	88 790	91 800
3. Незавершенное строительство	18 600	17 040	3. Резервный капитал	960	1150
4. Прочие внеоборотные активы	3276	3400	4. Нераспределенная прибыль (убыток)	15 710	17 900
Итого по разделу I	107 700	110 690	Итого по разделу III	112 460	117 850
II. Оборотные активы			IV. Долгосрочные обязательства		
1. Запасы	14 856	15 200	Долгосрочные займы и кредиты	1000	1200
2. НДС по приобретенным ценностям	2904	3100	Итого по разделу IV	1000	1200
3. Дебиторская задолженность	66 336	66 960	V. Краткосрочные обязательства		
4. Денежные средства	1764	7644	1. Краткосрочные займы и кредиты	9000	7200
5. Краткосрочные финансовые вложения	7800	8400	2. Кредиторская задолженность	77 028	83 844
Итого по разделу II	93 660	101 304	3. Прочие краткосрочные обязательства	1872	1900
Баланс	201 360	211 994	Итого по разделу V	87 900	92 944
			Баланс	201 360	211 994

Как следует из данных, приведенных в табл. 11.4, чистый оборотный капитал по ОАО на начало прогнозного периода составлял 5760 тыс. руб.

(93 660 – 87 900), или 6,1% от объема оборотных активов, а на конец прогнозного периода — 8360 тыс. руб. (101 304 – 92 944), или 8,25%, т. е. не достиг рекомендуемой минимальной величины в 10%. Поэтому бюджет по балансовому листу нуждается в корректировке в части увеличения объема чистого оборотного капитала и повышения ликвидности баланса.

11.7. Корпоративный финансовый контроль

Контроль — завершающий этап управления корпоративными финансами — выступает в то же время необходимым условием управления ими. Он сопутствует всем фазам индивидуального кругооборота фондов, начиная от авансирования средств в производственные запасы и заканчивая процессом реализации готовой продукции и поступления денежной выручки на счета корпорации в банках.

Финансовый контроль — это метод управления финансовыми ресурсами хозяйствующих субъектов. В западной экономической литературе внутрифирменный контроль часто отождествляют с аудитом. Под аудитом обычно понимают ежегодную независимую проверку бухгалтерской отчетности компании, проводимую в интересах ее акционеров.

Внутренний аудит представляет собой действенный инструмент управления, позволяющий определить отклонения от утвержденных плановых норм и стандартов. Он призван помочь руководству реально оценить позитивные и негативные аспекты деятельности корпорации.

Система контроля (как совокупность объектов и субъектов контроля) предназначена для помощи руководителям компаний в вопросах:

- ♦ выбора между альтернативными действиями и планирования действий, которые должны быть осуществлены в течение определенного периода;
- ♦ выявления ошибок конкретных исполнителей, которые могут заключаться в постановке нереальных целей при наличии точных прогнозов или в невыполнении тех действий, которые должны быть предприняты для реализации финансовых, инвестиционных и иных решений;
- ♦ исправления ошибок и закрепления успеха.

Руководству корпорации необходимо обеспечить разработку достоверной финансовой отчетности, поскольку она:

- ♦ формирует основу ежегодно публикуемых отчетов;
- ♦ предоставляет сведения о ежедневно принимаемых решениях, которые помогают руководству оценить текущее положение компании и детально изучить ее деятельность за истекший период;
- ♦ помогает при составлении прогнозов;

- ♦ позволяет сравнить фактические результаты с планом и выявить причины отклонений.

Если у корпорации есть зарубежные филиалы и отделения, в которых местное руководство принимает самостоятельные решения, то центральной дирекции необходима достоверная информация обо всех филиалах для оценки результатов принятых решений в целом.

Важным объектом финансового контроля являются финансовые показатели бюджетов компании. Для осуществления контроля исполнения бюджетов Министерство экономического развития РФ рекомендует использовать двухуровневую систему.

Нижний уровень — контроль исполнения бюджетов структурных подразделений компании (центров финансовой ответственности). Такой контроль осуществляют их руководители.

Верхний уровень — контроль исполнения бюджетов структурных подразделений компании. Его проводит финансово-экономическая служба совместно с бухгалтерией.

Ключевыми элементами системы контроля являются:

- ♦ объекты контроля — бюджеты структурных подразделений (бизнес-единиц);
- ♦ предметы контроля — отдельные показатели бюджетов (соблюдение лимита фонда оплаты труда, расходов сырья, материалов и энергии и др.);
- ♦ технология контроля бюджета — осуществление процедур, необходимых для определения отклонения фактических показателей бюджетов от плановых в абсолютных суммах и в относительном выражении (в процентах);
- ♦ субъекты контроля — структурные подразделения и экономические службы компании.

Контроль за выполнением доходной части бюджета призван обеспечить бесперебойность финансирования текущей и инвестиционной деятельности корпорации. Его осуществляет финансовая служба. Контроль соблюдения расходной части консолидированного бюджета является важной проблемой, от решения которой зависит эффективность финансово-хозяйственной деятельности компании.

Рекомендуют устанавливать четкий порядок проведения управленческих процедур, который обеспечивает:

- ♦ оперативный анализ фактических отклонений от планового, функционального и сводного бюджетов за месяц, квартал, год;
- ♦ разработку мероприятий по устранению непроизводительных расходов и потерь, а также удорожающих факторов, выявленных в ходе анализа;

- ♦ оформление и передачу руководству корпорации аналитических материалов по исполнению сводного и функциональных бюджетов в целях корректировки их доходной и расходной частей.

На практике используют метод пересмотра расходов бюджета, основанный на принятой системе приоритетов финансирования (оплаты) текущих расходов корпорации. Приоритетными являются следующие расходы бюджета:

- ♦ оплата труда работников в расчете на производственную программу;
- ♦ выплата налогов и сборов в федеральный, региональные и местные бюджеты;
- ♦ взносы в государственные внебюджетные фонды;
- ♦ оплата закупок материальных ресурсов и энергии.

В целях повышения эффективности управления корпоративными финансами целесообразно создавать и внедрять в каждой компании комплексную автоматизированную систему бюджетного планирования (на базе локальной компьютерной сети). Такая система позволяет получать оперативную (ежедневную) информацию об исполнении бюджетов и своевременно вносить коррективы в доходный и расходный разделы.

Следовательно, финансовая система сквозного планирования и контроля (посредством бюджетирования доходов, расходов и капитала) должна быть направлена на:

- ♦ повышение управляемости и адаптации компании к непрерывно изменяющимся условиям на товарном и финансовом рынках;
- ♦ обеспечение быстрого получения информации о стратегии и тактике управления корпоративными финансами;
- ♦ создание условий для усиления взаимодействия с зарубежными партнерами в сфере финансов, кредита и инвестиций.

После перехода на качественно новый уровень планирования и контроля предприятие (корпорация) становится более привлекательным и открытым для инвесторов, кредиторов и иных партнеров, что расширяет его финансовые возможности.

РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

1. Гражданский кодекс Российской Федерации. Части первая, вторая, третья и четвертая. — М.: ЭКСМО, 2007.
2. Бюджетный кодекс Российской Федерации. — М.: Омега-Л, 2007.
3. Налоговый кодекс Российской Федерации. Части первая и вторая. — М.: ТК Велби, изд-во «Проспект», 2007.
4. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями). — М.: Омега-Л, 2006.
5. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями). — М.: Омега-Л, 2007.
6. Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» от 26.12.2002 г. № 127-ФЗ. — М.: Ось-89, 2004.
7. Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ. — М.: Ось-89, 2003.
8. Федеральный закон «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ.
9. Федеральный закон «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» от 09.07.1999 г. № 160-ФЗ.
10. Федеральный закон «О финансовой аренде (лизинге)» от 29.01.2002 г. № 10-ФЗ (Вторая редакция).
11. Федеральный закон «О валютном регулировании и валютном контроле» от 10.12.2003 г. № 173-ФЗ. — М.: Омега-Л, 2006.
12. Федеральный закон «О банках и банковской деятельности» от 03.02.1996 г. № 17-ФЗ. — М.: Омега-Л, 2006.
13. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов (Вторая редакция). Официальное издание. — М.: Экономика, 2000.

14. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 гг. Утверждена распоряжением Правительства РФ от 01.06.2006 г. № 793-р.
15. 22 положения по бухгалтерскому учету: Сб. док. 3-е изд., испр. — М.: Омега-Л, 2007.
16. *Алексеев М. Ю.* Рынок ценных бумаг. — М.: Финансы и статистика, 1992.
17. *Алексеева М. М.* Планирование деятельности фирмы. — М.: Финансы и статистика, 1997.
18. *Балабанов И. Т.* Основы финансового менеджмента: Учеб. пособие. — М.: Финансы и статистика, 2000.
19. *Бланк И. А.* Основы финансового менеджмента. В 2-х т. — Киев: Ника-Центр, Эльга, 1999.
20. *Бобылева А. З.* Финансовые управленческие технологии. — М.: Инфра-М, 2004.
21. *Боди Э., Мертон Р. К.* Финансы / Пер. с англ. — М.: Вильямс, 2000.
22. *Боди Э., Кейн А., Маркус А. Д.* Принципы инвестиций / Пер. с англ. — М.: Вильямс, 2003.
23. *Бочаров В. В.* Управление денежным оборотом предприятий и корпораций. — М.: Финансы и статистика, 2001.
24. *Бочаров В. В.* Коммерческое бюджетирование. — СПб.: Питер, 2003.
25. *Бочаров В. В.* Финансовый инжиниринг. — СПб.: Питер, 2004.
26. *Бочаров В. В., Леонтьев В. Е.* Корпоративные финансы. — СПб.: Питер, 2004.
27. *Бочаров В. В.* Комплексный финансовый анализ. — СПб.: Питер, 2005.
28. *Бочаров В. В.* Современный финансовый менеджмент. — СПб.: Питер, 2006.
29. *Бочаров В. В.* Инвестиции. — СПб.: Питер, 2007 (Серия «Завтра экзамен»).
30. *Бочаров В. В.* Финансовый менеджмент. — СПб.: Питер, 2007 (Серия «Завтра экзамен»).
31. *Бочаров В. В.* Финансы. — СПб.: Питер, 2007 (Серия «Завтра экзамен»).

32. *Бочаров В. В.* Финансовый менеджмент. — СПб.: Питер, 2007 (Серия «Краткий курс»).
33. *Бочаров В. В.* Инвестиции: Учебник. — СПб.: Питер, 2008.
34. *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. — М.: Олимп-Бизнес, 1997.
35. *Брег С.* Настольная книга финансового директора / Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.
36. *Бригхэм Ю. Ф., Эрхардт М. С.* Финансовый менеджмент / Пер. с англ. 10-е изд. — СПб.: Питер, 2005.
37. *Ван Хорн Джеймс, Вахович Д. М.* (мл.). Основы финансового менеджмента. 11-е изд. / Пер. с англ. под ред. В. А. Кравченко. — М.: Вильямс, 2004.
38. *Васина А. А.* Финансовая диагностика и оценка проектов. — СПб.: Питер, 2004.
39. *Гитман Л. Д., Джонк М. Д.* Основы инвестирования / Пер. с англ. — М.: Дело, 1997.
40. *Головин Ю. В., Никифорова В. Д., Валахов Д. Д.* Российские холдинги: историко-экономический аспект. — СПб.: Изд-во СПБНИИ РАН «Нестор-История», 2006.
41. *Добровольский Е., Карбаинов Б., Боровков П. и др.* Бюджетирование шаг за шагом. — СПб.: Питер, 2006.
42. *Дамодиран А.* Инвестиционная оценка / Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
43. *Крушвиц Л.* Финансирование и инвестиции: Базовый курс / Пер. с нем. — СПб.: Питер, 2000.
44. *Крушвиц Л.* Инвестиционные расчеты: Базовый курс / Пер. с нем. — СПб.: Питер, 2001.
45. *Ковалев В. В.* Финансовый менеджмент: теория и практика. — М.: ТК Велби, Изд-во «Проспект», 2006.
46. *Коласс Б.* Управление финансовой деятельностью предприятия / Пер. с фр. — М.: Финансы, ЮНИТИ, 1997.
47. *Колб Р. В., Родригес Р. Д.* Финансовый менеджмент / Пер. с англ. под ред. Е. Л. Драчевой. — М.: Финпресс, 2001.

48. *Крейнина М. Н.* Финансовый менеджмент. — М.: Дело и Сервис, 2001.
49. *Кудина М. В.* Финансовый менеджмент. — М.: ФОРУМ-Инфра-М, 2004.
50. *Леонтьев В. Е., Бочаров В. В., Радковская Н. П.* Финансовый менеджмент: Учебник. — М.: Элит, 2005.
51. *Ли Ченг Ф., Финнерти Д. И.* Финансы корпораций: теория, методы, практика / Пер. с англ. под ред. Б. С. Пинскера. — М.: Инфра-М, 2000.
52. *Лихачева О. Н.* Финансовое планирование на предприятии. — М.: ООО ТК «Велби», 2004.
53. *Лобанова Е. Н., Лимитовский М. А.* Финансовый менеджер. — М.: Дека, 2001.
54. *Пайк Р., Нил Б.* Корпоративные финансы и инвестирование. 4-е изд. / Пер. с англ. — СПб.: Питер, 2006.
55. *Росс С., Вестерфелд Р., Джордан Б.* Основы корпоративных финансов / Пер. с англ. под ред. Ю. В. Шленова. — М.: Лаборатория базовых знаний, 2000.
56. *Ример М. И., Касатов А. Д., Матиенко Н. Н.* Экономическая оценка инвестиций: Учебник. — СПб.: Питер, 2007.
57. Семь нот менеджмента / Под ред. В. Красновой и А. Привалова. — М.: ЭКСИО, 2007.
58. *Теплова Т. В.* Финансовый менеджмент. Управление капиталом и инвестициями. — М.: МГУ; Высшая школа экономики, 2000.
59. *Тренёв Н. Н.* Управление финансами. — М.: Финансы и статистика, 1999.
60. *Уткин Э. А.* Финансовый менеджмент. — М.: Зерцало, 2001.
61. *Фабоцци Ф. Д.* Управление инвестициями / Пер. с англ. — М.: Инфра-М, 2000.
62. Финансовый менеджмент: Учебник / Под ред. Е. С. Стояновой. — М.: Перспектива, 2001.
63. Финансовый менеджмент. — М.: Карона, 1998.
64. *Холт Р. Н.* Финансовый менеджмент / Пер. с англ. — М.: Дело, 1993.
65. *Шапкин А. С.* Экономические и финансовые риски. — М.: ИТК «Дашков и К», 2005.

66. *Шарп У. Ф., Александер Г. Д., Бэйли Д. В.* Инвестиции / Пер. с англ. — М.: Инфра-М, 1997.
67. *Шим Д. К., Сигел Д. Г.* Основы коммерческого бюджетирования. — СПб.: Пергамент, 1998.
68. *Шрайбфедер Д.* Эффективное управление запасами / Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.
69. *Щиборщ К. В.* Бюджетирование деятельности промышленных предприятий России. — М.: Дело и Сервис, 2001.
70. *Юрзинова И. Л., Незамайкин В. Н.* Финансы организаций: менеджмент и анализ: Учеб. пособие. — М.: ЭКСМО, 2007.



Ваш проводник в мире личных финансов

ПРОЕКТ FINPROFY КОМПАНИИ BEGIN GROUP

WWW.FINPROFY.RU

Интернет-ресурс о рынке личных финансов в России

Ресурс www.finprofy.ru содержит подробные базы данных:

- ✓ Страховых компаний
- ✓ Управляющих компаний и ПИФов
- ✓ Ипотечных и пенсионных фондов
- ✓ Банков и кредитных брокеров

На сайте www.finprofy.ru регулярно публикуются материалы, посвященные:

- ✓ Вопросам кредитования частных лиц
- ✓ Вариантам управления личными финансами
- ✓ Различным видам страхования

Выставка «Личные финансы»

На выставке:

- ✓ Ведущие банки
- ✓ Страховые компании
- ✓ Инвестиционные и пенсионные фонды
- ✓ Кредитные и страховые брокеры
- ✓ Специализированная и бизнес-литература

В рамках выставки:

- ✓ Консультации экспертов в области управления финансами
- ✓ Мастер-классы и презентации ведущих компаний финансового сектора

Выставка проходит 2 раза в год, весной и осенью.



BEGIN Group
be in group!

По вопросам участия обращайтесь
по телефону (495) 933-1098
или e-mail alexander@begin.ru.

